

المقدمة

المقدمة

التمويل مشكلة تواجه الدول بدرجات متفاوتة ، بسبب تعدد مصادر التمويل والتفاوت في مدى ندرتها أو وفرتها ، فضلاً عن التباين في تكلفة الحصول على كل منها ، وتعاني الدول النامية خاصة من حدة هذه المشكلة ، لقصور إمكانياتها الذاتية وضآلة حجم المدخرات فيها نظراً لانخفاض مستوى الدخل . والتغيرات التي حدثت في اقتصاديات بعض الدول النامية من حيث عدد وحجم المشاريع والخطط التنموية في مختلف القطاعات الاقتصادية والتي تسهم في تحقيق الرفاهية الاجتماعية والاقتصادية ، ناجمة من قدرتها على الحصول على القروض من الدول المانحة . ولتحقيق الاستخدام الأمثل والعقلاني لهذه الأموال للحصول منها على أكبر قدر ممكن من العائد الاقتصادي والاجتماعي للدولة برزت أهمية وجود مفاهيم علمية وخبرات عملية في الدولة تقوم بإدارة التمويل وتحقيق الأهداف المرغوبة منه .

على مستوى منشآت الأعمال فإن الطلب تزايد على رؤوس الأموال لمواجهة التوسعات في الإنتاج وتمويل عمليات شراء المعدات والآلات والماكينات وغيرها ، ومواكبة التطورات التكنولوجية المستمرة بما يحقق الكفاية في الإنتاج في ضوء التكاليف المناسبة ، مما زاد من أهمية وظيفة التمويل ، والتي تؤثر كفاءتها في مجمل نشاط المنشأة وفي قدرتها على تحقيق الأهداف المرسومة لها . واختيار الهيكل المالي المناسب للمنشأة بما يتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والاختيار بينها والتقرير بخصوص المزيج الأنسب للمنشأة الذي يتناسب مع احتياجاتها الحالية والمستقبلية ويتفق مع أهدافها وسياساتها المختلفة ، عملية بالغة التعقيد وتتطلب كفاءة متميزة لدى إدارة المنشأة .

ان القرار المالي الذي تتخذه ادارة المنشأة والمتعلق بتمويل الأنشطة الإنتاجية والتشغيلية ينبغي ان يأخذ بنظر الاعتبار جانبيين أساسيين هما العائد المتوقع تحقيقه جراء استخدام هذه الأموال ، أى المكاسب التي تتوخى المنشأة الحصول عليها باستثمارها لهذه الأموال والمخاطر التي يمكن ان تتعرض لها مقابل الحصول على هذا العائد . ولاتخاذ القرار المالي السليم لابد من عملية التخطيط المالي والتي تعتمد على تحديد الاحتياجات المالية للمنشأة قبل فترة زمنية مناسبة ، تتيح للمنشأة العمل على تحديد مصادر التمويل المستقبلية المناسبة بأقل التكاليف وأنسب الشروط ، مما يجنب المنشأة الوقوع في التعثر المالي والصعوبات المالية التي تؤدي الى إفلاس المنشأة .

ان تأثير الهيكل المالي في قيمة للمنشأة ما زال محل خلاف بين الباحثين ، ولقد أثار جدلاً واسعاً بينهم ، فقد رفض البعض وجود أى تأثير لتشكيلة مصادر الهيكل المالي في قيمة المنشأة وربحياتها ، وأيد البعض الآخر تأثير الهيكل المالي في قيمة المنشأة ، من خلال تأثيره على التدفقات النقدية المتوقعة وعلى المعدل الذي تخصص به هذه التدفقات والذي يتمثل في تكلفة الأموال . وفي هذه الدراسة تم عرض المداخل المختلفة للهيكل المالي التي عكست وجهات نظر مختلفة للباحثين في المجال المالي .

لقد تم إعداد هذه الدراسة لتسهم في التعرف على الجوانب المختلفة المتعلقة بكيفية تحديد الهيكل المالي للمنشآت ، والمفاضلة بين المصادر المختلفة المتاحة أمامها ، والأسس التي يتم على أساسها اتخاذ قرار المزيج الملائم لتمويل استثمارات المنشأة ، وأثر هذا المزيج على قيمة المنشأة . وسوف يتم دعم الإطار النظري بدراسة تطبيقية تحوى تحليل المؤشرات المالية لعينة من المنشآت في القطاعين

التجارى والخدمى فى السودان ، بقصد ربط الجانب النظرى بالواقع العملى ولمعرفة طبيعة السياسات التمويلية لهذه المنشآت وتقييمها ، من اجل الوصول الى نتائج تساعد المستثمرون والمنشآت الجديدة فى وضع تصور للكيفية التى يمكن بها تمويل المنشآت فى السودان .

مشكلة الدراسة

تتخصر مشكلة الدراسة فى الآتى :

1. الخلل فى الهياكل المالية للمنشآت بسبب عدم التوازن بين مصادر الأموال واستخداماتها .
2. كيفية تحديد الهيكل المالى الامثل للمنشآت الذى يعظم قيمتها ، والذى تتحكم فيه عوامل بيئية داخلية وخارجية .
3. الاختلاف بين الباحثين فى مجال أثر تشكيلة مصادر الهيكل المالى فى قيمة المنشأة .
4. فشل المنشآت فى تحديد هيكلها المالى الملائم لأهدافها وسياساتها وامكانياتها والذى ينعكس على سيولتها وربحيتها .
5. ضعف سيولة المنشآت بسبب عدم القدرة على توفير المصادر المالية التى تغطى الاحتياجات اليومية للنقدية اللازمة لممارسة الأنشطة .
6. كيفية المفاضلة بين الاعتماد على الديون التى تسهم فى زيادة ربحية المنشأة وتزيد مخاطرها ، وأموال المساهمين التى تقلل من ربحية المنشأة وتخفف مخاطرها .
7. عجز بعض المنشآت عن تغطية الأعباء الثابتة المترتبة على استخدام بعض مصادر التمويل ، الى المدى الذى يؤدى الى مخاطر العسر المالى وإعلان التصفية والإفلاس .
8. صعوبة تحديد تكلفة الهيكل المالى الإجمالية ، لعدم توفر المعلومات الدقيقة الخاصة بتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال .
9. قصور المصارف السودانية عن تقديم القروض طويلة الاجل ذات التكلفة المنخفضة ، التى تعتبر مصدر تمويل مهم ودائم للمنشآت .
10. غياب سوق الخرطوم للأوراق المالية عن تلبية الاحتياجات المالية لمعظم المنشآت المدرجة فيه ، وقصوره عن جذب المنشآت الجديدة .

أهمية الدراسة

تظهر أهمية الدراسة من خلال الآتى :

1. إلقاء الضوء على المزايا المحققة من استخدام كل مصدر من مصادر التمويل وعبويه .
2. توضيح أهمية تحديد الهيكل المالى الأمثل للمنشآت ، والذى يسهم فى تعظيم قيمة المنشأة .
3. إظهار المخاطر المالية التى يمكن ان تتعرض لها المنشآت ، وتحديد كيفية مواجهتها وتقليلها بحيث لا تؤثر على أداء المنشأة .
4. المساهمة فى مناقشة وتحليل المداخل المختلفة للهيكل المالى ، بغرض تفهم العلاقة بين الرافعة المالية وكل من قيمة المنشأة وتكلفة الأموال .

5. بيان أهمية استخدام بيانات القوائم المالية فى التنبؤ بالاحتياجات المالية المستقبلية .
6. توضيح الدور الذى يسهم به التخطيط المالى لمصادر الحصول على الأموال فى تحديد الهيكل المالى المستهدف والذى يعظم قيمة المنشأة .
7. بيان المؤشرات المالية التى يمكن ان تستخدمها المنشآت فى دراسة هياكلها المالية ، وفى تقييم أداء هذه المنشآت .
8. تسليط الضوء على أساليب التمويل الحديثة التى تسهم فى تخفيض تكلفة الأموال الإجمالية ، وتحسن أداء المنشأة .
9. المساهمة فى مناقشة اثر سوق الخرطوم للأوراق المالية والسياسات الاقتصادية العامة فى حجم التمويل المتاح للمنشآت فى السودان .

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى تحقيق ما يلى :

1. تحديد الكيفية التى يتكون بها الهيكل المالى الأمثل للمنشآت .
2. دراسة العوامل البيئية الداخلية والخارجية التى تؤثر فى قرار المفاضلة بين مصادر التمويل واختيار أنسبها للمنشأة .
3. توضيح السياسات المالية التى يمكن بها تحقيق التوازن بين مصادر الحصول على الأموال واستخدامات هذه الأموال .
4. تحليل مؤشرات الهيكل المالى المستخرجة من بيانات القوائم المالية للمنشآت عينة الدراسة ، واستخدامها فى الكشف عن الأداء المالى لهذه المنشآت .
5. التعرف على أثر الهيكل المالى للمنشآت العاملة فى السودان فى قيمة هذه المنشآت .
6. الإلمام بأسس المفاضلة بين الأنواع المختلفة لمصادر الهياكل المالية المتاحة فى السودان من خلال التعرف على مزايا وعيوب كل مصدر من هذه المصادر .
7. تحديد الكيفية التى يمكن بها التنبؤ بالاحتياجات المالية المستقبلية واستخدامها فى التخطيط المالى للهياكل المالية .
8. دراسة العوامل التى تتسبب فى التعثر المالى لبعض المنشآت ومواجهة مخاطر الإفلاس .
9. التعرف على أثر السياسات الاقتصادية العامة فى الدولة فى الهياكل المالية للمنشآت .
10. إظهار دور سوق الخرطوم للأوراق المالية فى تمويل المنشآت فى السودان .

فرضيات الدراسة

تختبر الدراسة الفرضيات التالية :

1. تؤثر التشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي للمنشآت فى قيمة هذه المنشآت .
2. تؤدي زيادة نسبة الديون الى حقوق الملكية فى المنشآت الى التقلبات فى الأرباح المحققة ، واحتمال العجز عن الوفاء بالديون ، ومواجهة مخاطر الإفلاس والتصفية.
3. تقوم عملية المقاضلة بين مصادر التمويل المختلفة على الموازنة بين الأرباح المحققة من كل مصدر والمخاطر الناجمة عنه .
4. المساهمة المحدودة لسوق الخرطوم للأوراق المالية فى اتجاه المنشآت نحو التمويل من خلال رأس المال .
5. عدم ثبات السياسات الاقتصادية فى السودان يؤدي الى ضعف السيولة واحجام بعض المستثمرين عن شراء أسهم المنشآت .

منهجية الدراسة

استخدمت الدراسة المنهج التاريخي فى عرض الدراسات السابقة والإطلاع على المراجع والمصادر العلمية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة ، والمنهج الاستنباطي فى دراسة مشاكل وفرضيات الدراسة ، والمنهج الاستقرائي فى اختبار فرضيات الدراسة ، والوصفي التحليلي فى جمع وتحليل مؤشرات البيانات للدراسة الميدانية . كما بنيت الدراسة على افتراضات نظريات الهيكل المالي التي تؤيد تأثير الهيكل المالي فى قيمة المنشأة وهي نظرية صافي الدخل والنظرية التقليدية .

حدود الدراسة

تتخصر حدود الدراسة بالآتى :

الحدود المكانية : عشرة من شركات القطاع التجاري والخدمي العاملة فى الخرطوم ، خمسة منها مدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية وهي شركة السودان للحبوب الزيتية المحدودة ، شركة الصمغ العربى المحدودة ، الشركة الوطنية للبترو (سودان) ، الشركة السودانية للاتصالات (سوداتل) ، وشركة المهاجر العالمية للاستثمار . وخمسة غير مدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية وهي شركة سكر كنانة المحدودة ، شركة وفرة للتخزين الحديث ، شرطة منتجات البترول (أمان غاز) ، الشركة السودانية للهاتف السيار (موباتل) ، وشركة داتانت .

الحدود الزمانية : الفترة من 2000م - 2004م .

هيكل الدراسة

تتكون الدراسة من المقدمة وأربعة فصول والخاتمة ، تناول الفصل الأول مفهوم التمويل والهيكل المالي للمنشآت واحتوى على ثلاثة مباحث، المبحث الأول مفهوم التمويل وعلاقته بمجالات المعرفة الأخرى، والمبحث الثانى مفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه ، والمبحث الثالث خصائص ومميزات مصادر الهيكل المالي ، أما الفصل الثانى فقد عرض أثر تكلفة الهيكل المالي والرافعة المالية فى قيمة المنشأة وذلك من خلال ثلاثة مباحث ، تناول المبحث الأول تكلفة الهيكل المالي ، والمبحث الثانى قيمة المنشأة والرافعة المالية ، والمبحث الثالث عرض نظريات الهيكل المالي . وتناول الفصل الثالث تحليل

مؤشرات الهيكل المالي وربحية الشركات عينة الدراسة من خلال ثلاثة مباحث ، وضح المبحث الأول نبذة تعريفية عن الشركات عينة الدراسة ، والمبحث الثاني تحليل مؤشرات الهيكل المالي للشركات عينة الدراسة ، والمبحث الثالث تحليل مؤشرات الربحية للشركات عينة الدراسة . وعرض الفصل الرابع الدراسة الميدانية من خلال مبحثين ، المبحث الأول إجراءات الدراسة الميدانية، والمبحث الثاني تحليل البيانات واختبار صحة الفرضيات . وفي الخاتمة عرضت الدراسة النتائج التي توصلت إليها والتوصيات والرؤى المستقبلية ، والمراجع والدوريات التي استخدمتها والملاحق .

الدراسات السابقة

أولاً : الدراسات العربية

1. دراسة نبيلة عبد المنعم البسيونى ، 1979م (هيكل تمويل المشروعات الصناعية فى جمهورية مصر العربية ، دراسة تطبيقية على قطاع الغزل والنسيج) (1)

تناولت الدراسة هيكل تمويل منشآت قطاع الغزل والنسيج المصرى ، وتلخصت مشكلة الدراسة فى انخفاض الربحية وضعف السيولة والعجز عن سداد الالتزامات المستحقة فى المواعيد المحددة لها ، وهدفت الدراسة الى وضع برنامج للإصلاح المالى قابل للتنفيذ فى الأجل الطويل والقصير ، وذلك من خلال تحليل الهيكل المالى والتعرف على استخدامات الأموال ومصادرها خلال سنوات الدراسة ، وافترضت الدراسة ان الاختلافات فى الهيكل المالى لمنشآت قطاع الغزل والنسيج يرجع الى عدم توفر رأس المال الممتمك وعدم مطالبة أصحاب القروض بسدادها فى مواعيدها مما حول القروض قصيرة الأجل الى قروض طويلة الأجل ، وان السيولة والربحية تتأثر بتعذر توفر المال الكافى لإنهاء المشروعات ، وفرض الدولة لزيادات فى حجم العمالة ، واتبعت الدراسة المنهج الوصفى والمنهج الاحصائى فى دراسة حالة هذه المنشآت . وتوصلت الدراسة الى ان غالبية المنشآت اعتمدت فى تمويل عملياتها على الاقتراض مما أدى الى وجود خلل فى هيكلها المالى ، وأوصت بضرورة اصلاح الهيكل المالى من خلال تدعيم بنية نسبة رأس المال الممتمك الى راس المال المقترض فى الهيكل المالى .

يرى الباحث ان هذه الدراسة اهتمت بتحليل مكونات الهيكل المالى لمنشآت قطاع الغزل والنسيج المصرى ، وساهمت فى تحديد الكيفية التى يمكن بها إصلاح الهيكل المالى لها ، وناقشت بإسهاب جوانب عديدة منها استخدامات الأموال والعوامل المؤثرة على الإيرادات والمصروفات ، وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى تناولها لأثر الهيكل المالى فى قيمة المنشأة وتحديد الكيفية التى يمكن بها تحليل مكونات الهيكل المالى .

2. دراسة فراج مخيمر محمد عبد العال ، 1991م (استخدام الأسلوب الكمي لوضع الهيكل المالى الأنسب بالتطبيق على هيئة القطاع العام للصناعات الكيماوية) (2)

اهتمت الدراسة بالوظيفة المالية فى وحدات القطاع العام ، وقامت الدراسة على مشكلة سوء تخطيط الهياكل المالية مما ادى الى حدوث خلل وعدم توازن فى البنيان المالى ، وكذلك انخفاض معدل العائد على صافى حقوق الملكية من عائد الاستثمارات فى مجالات التوظيف المضمونة، مما ادى الى زيادة الفاقد نتيجة عدم التشغيل الاقتصادي لمنشآت الهيئة ، وهدفت الدراسة الى اقتراح نموذج كمي يتفق مع طبيعة مشكلة تخطيط وتصميم الهياكل المالية ، وتصميم هيكل يتناسب مع طبيعة الاستثمارات فى الهيئة ويعظم العائد المتاح لأصحاب الملكية ويخفض تكلفة الاموال ومخاطر الاستثمارات فى نفس الوقت . وبنيت الدراسة على فرضية ان تصميم الهياكل المالية المناسبة يتوقف على متغيرات محورية هى العائد

(1) نبيلة عبد المنعم البسيونى ، هيكل تمويل المشروعات الصناعية فى جمهورية مصر العربية ، دراسة تطبيقية على قطاع الغزل والنسيج ، (الخرطوم : جامعة القاهرة ، فرع الخرطوم ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 1979م)
(2) فراج مخيمر محمد عبد العال ، استخدام الأسلوب الكمي لوضع الهيكل المالى الأنسب بالتطبيق على هيئة القطاع العام للصناعات الكيماوية (القاهرة : جامعة الزقازيق ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 1991م)

والمخاطرة والتكلفة والملائمة ، ولاختبار صحة الفرضيات استخدمت الدراسة المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة . وتوصلت الدراسة الى ان هيئة القطاع العام للصناعات الكيماوية تواجه مشكلة خلل فى هيكلها المالى نتيجة عدم التخطيط سواء لمصادر أو استثمارات الأموال ، وعدم تحقيق الملائمة بين استثمارات الأموال ومصادرها وعدم إتباع مبدأ التغطية فى التمويل ، واقتрحت الدراسة نماذج رياضية لحل مشكلة تخطيط الهياكل المالية ، وذكرت ان أهمها نموذج برمجة الأهداف. وأوصت الدراسة بضرورة استخدام أساليب الكمية فى علاج المشكلات الإدارية ، ومواجهة مشكلة الخلل فى الهياكل المالية فى منشآت القطاع العام بتوسيع قاعدة الملكية ، واستخدام نموذج برمجة الأهداف فى عملية التخطيط بصفة عامة ، وتخطيط وتصميم الهياكل المالية للمؤسسات بصفة خاصة.

يرى الباحث ان هذه الدراسة ساهمت فى وضع نموذج كمى لتخطيط الهياكل المالية ومواجهة الخلل فيه وهو نموذج برمجة الأهداف ، كما اهتمت بضرورة التخطيط المالى لمصادر واستخدامات الأموال ، وهى بذلك وضعت اطار عام لاستخدام اساليب الكمية فى المجال المالى ، واختلفت دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى توضيحها لمفهوم قيمة المنشأة .

3. دراسة مجدى عثمان وداعة الله، 1993م (دور الجهاز المصرفى فى تمويل تنمية الصادرات الزراعية) (1)

استعرضت الدراسة دور الجهاز المصرفى فى تمويل تنمية الصادرات الزراعية موضحة دور وأهمية تمويل الصادرات والتطور التاريخى والهيكلى الحالى للجهاز المصرفى والمشاكل والصعوبات التى تواجه الجهاز المصرفى فى تمويل الصادرات ، وافترضت الدراسة ان التدهور المستمر فى الصادرات السودانية يرجع الى القصور الواضح فى مصادر التمويل المستخدمة لتنمية الصادرات وذلك بسبب عدم توفر موارد مالية لدى وحدات الجهاز المصرفى تستطيع استخدامها فى تمويل الصادرات وعدم وجود وحدة إدارية تعتنى بتمويل الصادرات فى الجهاز المصرفى ومواجهة المخاطر الائتمانية نسبة لان الصادرات السودانية من المواد الأولية ، وتبنى كثير من وحدات الجهاز المصرفى لسياسات متحفظة فى استخدام الأموال المتاحة لديها . وخلصت الدراسة الى نتائج منها قلة حجم التمويل من الجهاز المصرفى لقطاع التصدير ومبالغة الجهاز المصرفى فى طلب ضمانات من المصدر ، وتهرب الجهاز المصرفى من تمويل الصادرات السريعة التلف ، وافتقار المصارف للتنسيق فى معاملاتها فى مجال تمويل الصادرات . واقتрحت الدراسة توصيات منها ضرورة ان تعمل المصارف على تسهيل إجراءات التمويل وتقليل الشروط والضمانات بقدر الإمكان والعناية الخاصة بالمصدرين الجدد الذين تتقصم الخبرة ولمكانيات الضمان .

يرى الباحث أن الدراسة تناولت الصعوبات التى تواجه تمويل الصادرات السودانية ، وقصور الجهاز المصرفى عن تلبية الاحتياجات المالية لتنمية هذه الصادرات . وتختلف دراسة الباحث عن هذه

(1) مجدى عثمان وداعة الله ، دور الجهاز المصرفى فى تمويل تنمية الصادرات الزراعية (الخرطوم : جامعة أمدرمان الإسلامية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 1993م)

الدراسة فى تناولها لمصادر تمويل المنشآت سواء كان من الجهاز المصرفى فى شكل القروض أو من أموال الملكية وأثر مكونات الهيكل المالى فى ربحية المنشأة والمخاطر التى يمكن ان تتعرض لها .

4. دراسة محمد حسن آدم ازرق ، 1999م (اثر الاستخصاص فى الهيكل المالى - دراسة تحليلية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة) (1)

هدفت الدراسة الى توضيح العلاقة بين الاستخصاص والتمويل باستخدام القياس والتحليل للقوائم المالية واثبات ان النظام المحاسبى والرقابة الداخلية والاستخصاص تمثل مثلث التمويل الأمثل ، وتلخصت مشكلة الدراسة فى ضعف البنية التمويلية لمنشآت القطاع العام ، وتمثلت فرضيات الدراسة بان تحويل الملكية من القطاع العام الى القطاع الخاص سيؤدى الى تحسن أداء المنشآت ، وان تحويل الملكية وتحسين الكفاءة وتقوية الموقف التنافسى يعتمد على هيكل التمويل وإعادة هيكلة التمويل فى كل سنة ، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفى والمنهج الاحصائى من خلال استخدام النسب المالية لقياس اثر الاستخصاص فى الهيكل المالى ، وهى نسب السيولة ونسب التشغيل ونسب المديونية ونسب الربحية ونسب الأسهم ونسب رأس المال للشركة السودانية للاتصالات المحدودة (سوداتل) . وتوصلت الدراسة الى نتائج منها ان تجربة استخصاص الاتصالات فى السودان تجربة ناجحة على المدى القصير واستطاعت تجاوز السلبيات خاصة فيما يتعلق بالهيكل المالى ، وأوصت الدراسة بضرورة تفعيل الإدارة المالية للمنشآت بالأنظمة المحاسبية المتخصصة فى مجال المحاسبة المالية ومعاييرها ، ونظم الرقابة الداخلية لان ذلك يؤثر فى معدلات النمو والتشغيل والربحية ومصادر التمويل المختلفة ، وكذلك ضرورة خلق فرص تمويلية خارجية تتناسب وحجم مصادر التمويل الداخلية آخذين فى الاعتبار أسس الهيكل المالى الأمثل .

يرى الباحث ان هذه الدراسة وضحت دور الاستخصاص فى تحسين الهيكل المالى للمنشآت ورفع كفاءتها المالية والتشغيلية ، وافادت هذه الدراسة الباحث فى التعرف على المؤشرات المستخدمة لقياس الهيكل المالى للمنشآت فى السودان ، واختلفت دراسة الباحث عنها فى تحليلها للهيكل المالى لعشرة شركات مساهمة عامة تعمل فى السودان .

5. دراسة هالة خالد الربيع ، 2000م (العسر المالى فى شركات القطاع العام الصناعى ، دراسة تطبيقية بمصانع الشركة العامة للغزل والنسيج المحدودة) (2)

تناولت الدراسة مفهوم العسر المالى والعوامل التى تؤدى الى الاعسار فى مصانع الشركة العامة للغزل والنسيج ، وتتعلق مشكلة الدراسة بالإعسار المالى وهو مشكلة تمويلية شديدة الخطورة تواجه منشآت المساهمة العامة ، ومن فرضيات الدراسة ان الدراسة السليمة لمكونات رأس المال العامل تؤمن الشركة ضد مخاطر العسر المالى ، وفى حالة وصول الشركة الى العسر المالى الحقيقى فان الخيارات المتاحة

(1) محمد حسن آدم ازرق، اثر الاستخصاص فى الهيكل المالى، دراسة تحليلية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 1999م)
(2) هالة خالد الربيع ، العسر المالى فى شركات القطاع العام الصناعى ، دراسة تطبيقية بمصانع الشركة العامة للغزل والنسيج المحدودة (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2000م)

لها هي إعادة تنظيم رأسمالها أو الاندماج أو التصفية النهائية ، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وأسلوب التحليل النسبي البسيط والمركب . وتوصلت الدراسة الى ان التزايد المستمر للأرصدة المدينة في الشركة العامة للغزل والنسيج تمثل عقبة أمام تحسين موقف السيولة النقدية ، وان عملية حجز الأموال في شكل مخزونات تعرض هذه الأموال للضياع نتيجة للتلف أو التقادم التقني ، وان أهم أسباب العسر المالي سواء كان عسر مالي حقيقي أو عسر مالي فني هي سوء ادارة مكونات رأس المال العامل مما أدى الى صعوبات مالية تعوق العملية التشغيلية في مصانع الشركة العامة للغزل والنسيج . ووضعت الدراسة توصيات منها ضرورة تبنى سياسة ائتمانية سليمة ، وإيجاد الموازنة بين مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل عند تحديد الهيكل المالي ، واتباع عملية التحليل النسبي البسيط والمركب لمساعدة الشركة على متابعة موقف السيولة النقدية وتحديد مستوى الربحية ، واتخاذ القرارات التصحيحية المناسبة لمواجهة خطر العسر المالي .

يرى الباحث ان هذه الدراسة تناولت جانب مهم من جوانب المشاكل المترتبة على عدم القدرة على السداد في المنشآت بسبب عدم توفر السيولة فيها وهي مشكلة العسر المالي ، ولقد وضحت مفاهيم تساعد ادارة التمويل في المنشآت في اتخاذ القرارات المالية لمواجهة العسر المالي ، وذكرت أهمية استخدام التحليل النسبي البسيط والمركب للبيانات المالية . وتختلف دراسة الباحث عنها في مناقشتها لأثر مصادر الهيكل المالي للمنشآت في قيمتها ، والمخاطر الناجمة عن استخدام الديون .

6. دراسة نجلاء فتح الرحمن أحمد ، 2000م (استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية) (1)

تطرقت الدراسة الى استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية ، والهدف الرئيسي لها هو تحديد أثر استخدام الرفع المالي على القيمة الاستثمارية للمنشأة ومتوسط تكلفة الاموال الكلية ، والبحث عن طبيعة العلاقة بين شقى الميزانية وهما جانب الاصول وجانب الخصوم ورأس المال . وتتخلص مشكلة الدراسة في تحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي والأسس التي يخضع لها والاعتبارات المؤثرة فيه ، وبنيت الدراسة على الفرضيات التي جاء بها مودقلياني وميلر اللذان توصلا الى عدم وجود علاقة بين درجة الرفع المالي وقيمة المنشأة الاستثمارية عند تجاهل الأثر الضريبي ، والتي اهمها أن القيمة السوقية للمنشآت تتحدد بالعائد الناتج من عمليات المنشأة ودرجة المخاطر المصاحبة لها وأن الاعتماد على التمويل الدائن يعرض المنشأة لمخاطر الافلاس ، مما يزيد من مخاطر رأس المال المساهم ، ويؤدى الى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المنشأة . وتضمن الجانب التطبيقي للدراسة على تحليل مكونات الهيكل المالي ، وتحليل أثر الربحية في القيمة الاستثمارية وتكلفة الأموال للمنشأتين عينة الدراسة وهما شركة أسمنت عطبرة ومطاحن الغلال بعطبرة . وتلخصت نتائج الدراسة في فقدان السياسة التمويلية الواضحة أدى الى عدم استقرار الموقف المالي للمنشآت عينة الدراسة

(1) نجلاء فتح الرحمن أحمد ، استخدام الرفع المالي وأثره في القيمة الاستثمارية للشركات والمؤسسات العامة السودانية (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2000م)

، وان هناك علاقة بين الرافعة المالية والقيمة الاستثمارية ومتوسط تكلفة الاموال ، كما ان الصيغ التمويلية المتبعة بهذه المنشآت غير متجانسة وغير محددة ، وذلك بسبب القيود التي تفرضها اللوائح المالية التي تخضع لها ، وأن عدم وجود سوق فعالة بالسودان أدى الى حجب نسبي لتمويل المنشآت العاملة والى عدم وجود قيم سوقية حقيقية لأسهمها . وأوصت الدراسة بضرورة اتخاذ سياسة مالية واضحة فيما يتعلق باستخدام الرفع المالي والعمل على إيجاد سوق فعالة للاوراق المالية لصناعة الاسمنت والدقيق .

يرى الباحث ان هذه الدراسة وضعت إطار نظرى لأثر الرفع المالي فى القيمة الاستثمارية للمنشأة ، وناقشت السياسات التمويلية للمنشآت ، وتكلفة الاموال . وتختلف عن دراسة الباحث فى تناولها للمؤسسات العامة فقط ، بينما تناول الباحث شركات المساهمة العامة المدرجة فى سوق الخرطوم للاوراق المالية وغير المدرجة .

7. دراسة إسماعيل يونس إبراهيم يامين ، 2000م (تأثير سياسة تعويم سعر الفائدة على استراتيجية الهيكل المالى لشركات المساهمة العامة المدرجة فى بورصة عمان) (1)

هدفت الدراسة الى التعرف على اثر تعويم سعر الفائدة على استراتيجية الهيكل المالى لشركات المساهمة العامة المدرجة فى بورصة عمان ، وبنيت فرضيات الدراسة على ان سياسة تعويم سعر الفائدة تعزز الاستراتيجية التمويلية المستخدمة فى شركات المساهمة العامة الأردنية ، واذا ما تم تحرير سوق رأس المال فان ذلك يُخفف من مستوى المديونية لهذه الشركات ، وان مستويات الرفع المالى ترتبط ارتباط وثيق مع سعر الفائدة ، ولاختبار صحة الفرضيات استخدمت الدراسة المنهج الوصفى والمنهج الاحصائى . وتوصلت الدراسة الى ان استخدام سياسة تعويم سعر الفائدة ادى الى انخفاض مستوى مديونية شركات المساهمة العامة المدرجة فى بورصة عمان ، وأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومستوى الرفع المالى ، وان سياسة تعويم سعر الفائدة أسهمت فى زيادة كفاءة تخصيص الموارد المالية المحلية . وأوصت الدراسة بضرورة ترك الحرية لقوى العرض والطلب فى تحديد سعر الفائدة وفق احتياجات ومتطلبات السوق المالى وألا يتدخل البنك المركزى فى تحديد سعر الفائدة فى السوق ، ومراعاة سياسة تعويم سعر الفائدة عند اختيار المصادر التمويلية المتاحة لشركات المساهمة العامة فى الأردن .

يرى الباحث ان هذه الدراسة ناقشت اثر تعويم سعر الفائدة فى استخدام الرفع المالى ، وعلى استراتيجية تشكيل مصادر الهيكل المالى للمنشآت ، وطبقت ذلك فى شركات المساهمة العامة الاردنية، ووضحت أنواع مصادر الأموال ، ومفهوم الرفع المالى ، وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى تناولها لمؤشرات تحليل الهيكل المالى للمنشآت العاملة فى السودان ، وعدم مناقشتها لسعر الفائدة الذى لا يتم التعامل به فى السودان بسبب تطبيق صيغ التمويل الاسلامى .

(1) إسماعيل يونس إبراهيم يامين ، تأثير سياسة تعويم سعر الفائدة على استراتيجية الهيكل المالى لشركات المساهمة العامة المدرجة فى بورصة عمان (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، 2002م)

8. دراسة الصديق الجاك على الصديق ، 2000م (الآثار الايجابية لسياسات التمويل الذاتى والعمل على أسس تجارية بهيئة سكك حديد السودان)⁽¹⁾

تطرقنا الدراسة الى إمكانية إعادة هيكلة سكك حديد السودان للعمل على أسس تجارية ومقارنة مصروفات الهيئة بالإنتاج ومعرفة مستوى خدماتها لتحقيق الفاعلية وتحسين عملية اتخاذ القرارات بالاستناد على التحليل والقياس ، ومشكلة الدراسة ان هيئة سكك حديد السودان تواجه مشاكل فى سبيل الوصول للطريقة المثلى التى تمكنها من التطبيق العملى لسياسات العمل على أسس تجارية وكذلك العمل وفق ضوابط ومؤشرات مكتوبة يمكن الرجوع اليها لتكون مرجعاً فى الحصول على المعلومات الهامة فى مجال القوة الناقلة ، وتمثلت فرضيات الدراسة فى ان سياسات تدخل الدولة فى أعمال هيئة سكك حديد السودان قبل تبنى سياسات العمل على أسس تجارية وتدخلها فى وضع تعريفه النقل التى أقيمت الهيئة عن تحقيق أهدافها وأصبحت الهيئة عاجزة عن تمويل ميزانيتها التجارية وميزانية التنمية فيها ، وأن إعطاء الحرية المالية والإدارية تؤدي الى نتائج ايجابية وتحسن مستوى الأداء وتمكن الهيئة من الوفاء بالتزاماتها ورفع يد الدولة عما تحقق من فوائد فى ميزانية الهيئة وإعادة استثمار هذه الفوائد يودى لتحسين مستوى التشغيل . وتوصلت الدراسة الى ان هيئة سكك حديد السودان اتجهت لتنفيذ برامج الخصخصة فى بعض قطاعاتها ، وأنها فى حاجة لخدمات الدولة التى تقدمها لاسيما فى البنية التحتية من إنشاء الخطوط وجلب للقوة الساحبة ، وان سياسة العمل على أسس تجارية والتمويل الذاتى هى نتائج هامة أكسبت الهيئة فرصة مكنها من توفير أوضاعها المالية والإدارية ، وان الهياكل التنظيمية ونظم المعلومات الإدارية المتبعة فى الهيئة لا تواكب التوجه التجارى لها ، وان الهيئة تعاني من نقص المكونات الأجنبية فى مجال التمويل والاستثمار . وأوصت الدراسة بإعطاء الحرية المالية والإدارية للخروج من النمط التقليدى البيروقراطى للهيئة ولجراء الإصلاحات الجوهرية فى النواحي المالية والإدارية بالهيئة والتوسع فى استخدام أسلوب المشاركة فى الإدارة واتخاذ القرارات وتطوير نظم المعلومات الإدارية .

يرى الباحث ان الدراسة اهتمت بكيفية توفير الأوضاع المالية لهيئة سكك حديد السودان من خلال إعادة استثمار فوائد الميزانية والعمل على أسس تجارية ، والأوضاع الإدارية من خلال مراجعة الهياكل الإدارية والشروط الخاصة بالعاملين وربطها بالأداء . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى اهتمامها بالجوانب المالية فى شركات المساهمة العامة وليس المؤسسات العامة ، وتحليلها للسياسات المالية المتبعة بها من خلال استخدام مؤشرات مالية .

9. دراسة أشرف خوفو عزيز ، 2002م (استخدام التحليل المالى لأسس القياس المحاسبى فى القوائم المالية لتقويم كفاءة الأداء بالقطاع المصرفي ، دراسة تطبيقية مصرف البركة السودانى)⁽²⁾

(1) الصديق الجاك على الصديق ، الآثار الايجابية لسياسات التمويل الذاتى والعمل على أسس تجارية بهيئة سكك حديد السودان (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2000م)
(1) أشرف خوفو عزيز ، استخدام التحليل المالى لأسس القياس المحاسبى فى القوائم المالية لتقويم كفاءة الأداء بالقطاع المصرفي ، دراسة تطبيقية مصرف البركة السودانى (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2002م)

اهتمت الدراسة بإمكانية استخدام التحليل المالي فى الحصول على مؤشرات لتقويم كفاءة أداء العمليات فى المشروعات وتحديد المخاطر المستقبلية التى قد تتعرض لها ، وتلخصت مشكلة البحث فى دراسة امكانية استخدام التحليل المالي فى الحصول على مؤشرات لتقويم كفاءة أداء العمليات المالية بالمشروعات والتعرف على المخاطر التى تحيط بها ، وهدفت الدراسة الى إبراز أهمية التحليل المالي فى الاستفادة من بيانات القوائم المالية وتوضيح أهم المؤشرات التى تستخدم لبيان كفاءة أداء المنشآت ، واختبرت الدراسة فرضيات منها أن إتباع القوائم المالية لأسس القياس المحاسبى تمثل الأساس فى استخدام التحليل المالي لها لتقويم كفاءة الأداء للمشروعات ، وان كفاءة الأداء تتحقق من خلال التطور الايجابي للمؤشرات المرتبطة بكفاءة أداء عمليات المشروع الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية . واستخدمت الدراسة المنهج التاريخى والاستقرائى والوصفى والتحليلى من خلال دراسة حالة مصرف البركة السودانى للفترة من 1995م الى 2000م . وخلصت الدراسة الى أن القوائم المالية المعدة وفقاً لأسس القياس المحاسبى تعتبر المصدر الأساسى للتحليل المالي فى تقويم كفاءة الأداء ، بالإضافة الى أن كفاءة الأداء تتحقق من خلال النمو الايجابي للمؤشرات المرتبطة بكفاءة عمليات مصرف البركة السودانى ، وان استخدام التحليل المالي يساعد المصارف فى الجوانب ذات الصلة بكفاءة الأداء ومدى الاستفادة من الأموال المستثمرة وطبيعة تكوين الهيكل المالي والمخاطر التى تواجه المصرف . واقترحت الدراسة توصيات منها ضرورة استخدام التحليل المالي كمرشد عند اتخاذ القرارات ذات الصلة بنشاط المصرف والعمل على تحسين صافى الربح ، وخفض درجة الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل والعمل على تحقيق توازن مناسب فى تركيبية الهيكل المالي بزيادة الاعتماد على التمويل الداخلى والعمل على تحسين قيمة الأرباح لضمان مردود ملائم على الأموال المستثمرة.

يرى الباحث ان هذه الدراسة وضحت آليات تقويم كفاءة الأداء فى المنشآت من خلال استخدام أساليب التحليل المالي لأسس القياس المحاسبى فى القوائم المالية . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى بيانها لكيفية اتخاذ القرارات المالية باستخدام مؤشرات مالية خاصة بالهيكل المالي ، وتوضيح اثر الرفع المالي فى قيمة منشآت المساهمة العامة العاملة فى السودان .

10. دراسة عبد القادر محمد ويا بكر إبراهيم ، 2002م (محددات الهيكل المالي للشركات الصناعية المساهمة فى المملكة العربية السعودية) (1)

تطرقت الدراسة الى مشكلة كيفية التعرف على العوامل المحددة للهيكل المالي ، ومدى تأثير كل عامل من هذه العوامل على مقدرة المنشأة فى الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها المختلفة ، وكذلك الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً حتى تتمكن من كسب ثقة مؤسسات التمويل . وتمثلت افتراضات الدراسة فى أن المنشآت الكبيرة الحجم تميل الى تنويع استثماراتها وأن نسبة الديون فى هيكلها المالي أعلى من المنشآت الصغيرة الحجم ، بينما نسبة الديون فى المنشآت صغيرة الحجم منخفضة . وتوصلت

(2) عبد القادر محمد ويا بكر إبراهيم ، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة فى المملكة العربية السعودية (الرياض : مجلة الإدارة العامة ، المجلد الثاين والأربعون ، 2002م)

الدراسة الى نتائج منها ان منشآت الأعمال تعمل على تعزيز مكانتها الاقتصادية والتنافسية في الأسواق باستمرار كرد فعل حتمي للعولمة والاتفاقيات التجارية الدولية ، وان هناك عدد من العوامل التي تؤثر في قدرة المنشآت على الاقتراض والحصول على احتياجاتها المالية بسهولة منها نسبة الديون للسنوات الماضية فكلما زادت هذه النسبة زادت مخاطر المنشأة وانخفض إقبال المقرضين على تقديم ديون لها ، وكذلك حجم المنشأة والذي كلما زاد ادى الى زيادة فرصة المنشأة في الحصول على مصادر تمويل إضافية ، بالإضافة الى عوامل أخرى هي ربحية المنشأة وسيولتها والضمانات التي تقدمها للمقرضين ومعدلات النمو .

يرى الباحث ان الدراسة تناولت كيفية تحديد الهيكل المالي الأمثل من خلال تحديد العوامل المؤثرة عليه ووضعها في الاعتبار عند اختيار مصادر الحصول على الأموال . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في عرضها لإطار نظري وتطبيقى للهيكل المالي الامثل ، والمزايا والعيوب لكل مصدر من مصادره وأثر تشكيلة الهيكل المالي في ربحية المنشآت العاملة في السودان .

11. دراسة محمد محمود أحمد ربايعة ، 2003م (استخدام التحليل المالي للتنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة الأردنية) (1)

اهتمت الدراسة بمشكلة تزايد تعثر عدد الشركات المساهمة العامة الأردنية ، وهدفت الى استخدام المتغيرات المالية لتطوير نموذج مكون من مجموعة من المتغيرات من اجل التنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة في قطاعي الصناعة والخدمات ، وتمثلت فرضيات الدراسة في ان الدقة في التنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة تختلف من قطاع لآخر ، وباستخدام المنهج الاحصائي توصلت الدراسة الى وضع نموذج يمكن من خلاله التنبؤ بالتعثر لشركات القطاع الصناعي منفردة ولشركات قطاع الخدمات منفردة ، ونموذج آخر للتنبؤ بالتعثر للقطاعين معاً ، وأوصت الدراسة بالاهتمام بعملية الافصاح عن البيانات المالية للشركات المساهمة العامة وذلك لزيادة مقدار المعلومات المتاحة لمستخدمي هذه العمليات ، وضرورة إظهار بنود المتغيرات المالية التي توصل اليها النموذج في التقارير المالية الصادرة عن الشركات ودراسة عملية التنبؤ بالتعثر للقطاعات المختلفة .

يرى الباحث ان هذه الدراسة تناولت مشكلة التعثر المالي التي تظهر في المنشآت بسبب عدم توفر المصادر المالية اللازمة لتغطية التزاماتها ، والتي يمكن السيطرة عليها من خلال التنبؤ مسبقاً بها حتى يمكن تلافيها في الوقت المناسب ، واستخدام التحليل المالي في عملية التنبؤ ، ولقد أفادت الباحث في التعرف على مفهوم التنبؤ المالي وكيفية استخدام مؤشرات التحليل المالي للقيام به ، واختلفت دراسة الباحث عنها في مناقشه جانب من جوانب التحليل المالي وهو مؤشرات الهيكل المالي ، للتعرف على أثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة .

(1) محمد محمود أحمد ربايعة ، استخدام التحليل المالي للتنبؤ بتعثر الشركات المساهمة العامة الأردنية (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2003م)

12. جميل جابر علاونة ، 2004م (بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية)
(1)

هدفت الدراسة الى التعرف على الجوانب التي تؤخذ بعين الاعتبار فى عملية بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية ، وتحديد مصادر التمويل المتاحة لها ، ودراسة كيفية بناء واتخاذ القرار المالى فيها ، وافترضت الدراسة عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية فى بناء وهيكل الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية تُعزى لمحاور الدراسة وهى مصدر التمويل ، معوقات التمويل ، استخدامات التمويل ، سياسة توزيع الأرباح المتبعة وهيكل رأس المال السليم . واستخدمت الدراسة المنهج الوصفى والمنهج الاحصائى . وتوصلت الى ان الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية اعتمدت على التمويل الذاتى عن طريق أموال الملكية والتي تم الحصول عليها من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات ، مما ادى الى عدم التوازن بين أموال الملكية وأموال الاقتراض ، وكذلك عدم الاهتمام بالرفع المالى ، وان اهم المعوقات التى تواجه هذه المنشآت هى الظروف السياسية الاقتصادية غير المستقرة السائدة فى المنطقة . وأوصت الدراسة بإعطاء أهمية لتمويل أعمال الشركات بواسطة الديون لمزاياها ، والعمل على إنشاء سوق سندات ، وزيادة الاعتماد على القروض البنكية ، واستخدام التمويل طويل الأجل فى الأغراض التى تتلائم مع هذا التمويل .

يرى الباحث ان هذه الدراسة مفيدة لمنشآت المساهمة العامة غير المالية التى ترغب فى بناء هيكلها المالية ، وركزت على ضرورة استخدام الديون من سندات وقروض بنكية ، والاستفادة من مزايا الرفع المالى ، وان الاعتماد على مصدر معين دون غيره يتسبب فى تحقيق عدم التوازن المالى وعدم القدرة على تحقيق أرباح مرتفعة . وتختلف دراسة الباحث عنها فى توضيح تشكيلة مكونات الهيكل المالى لمنشآت المساهمة العامة فى السودان والآثار والمخاطر المترتبة على استخدام الديون فى تمويل احتياجات المنشآت .

13. دراسة محمد أبكر أحمد محمد ، 2004م (هيكل رأس المال وأثره فى القيمة السوقية للشركات) (2)

تناولت الدراسة مشكلة عدم الاهتمام باستخدام الطرق العلمية عند تكوين هيكل رأس المال المنشآت ، مما يقلل الفرصة فى زيادة الناتج القومى والدخل القومى ، والهدف منها إلقاء الضوء على المشكلات التى تعترض تكوين الهيكل المالى وبيان أثر تركيبه رأس المال فى تحديد قيمة المنشأة ، ودراسة جدوى النظريات التى تحكم تكوين الهيكل المالى ، وتحليلها وبيان ما اذا كان هناك هيكل مالى نموذجى فى كل أنواع المنشآت . وافترضت الدراسة ان الاهتمام بهيكل رأس مال المنشأة وزيادة الاقتراض يعظم قيمة المنشأة فى الأسواق المالية ، وان عدم تحديد الحد الأقصى للاستدانة يؤدى الى نتائج سلبية ، وتخفيض تكلفة رأس المال الى أدنى نسبة ممكنة يساعد فى الوصول الى نموذج رأس المال المناسب .

(1) جميل جابر علاونة ، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية (الخرطوم : جامعة النيلين، رسالة دكتوراه غير منشورة ، 2004م)
(2) محمد أبكر أحمد محمد ، هيكل رأس المال وأثره فى القيمة السوقية للشركات(الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2004م)

واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي والاستنباطي والاستقرائي في جمع وتحليل بيانات الدراسة والتي غطت بعض شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة من 2000م الى 2002م . وتوصلت الدراسة الى نتائج منها ان التمويل الدائن بنسبة تناسب حجم وطبيعة المنشأة ترفع من قيمة المنشأة السوقية، وزيادته عن الحد المعقول تؤدي الى نتائج سلبية ومخاطر قد تتسبب في تصفية المنشأة ، وأن فاعلية وكفاءة سوق الخرطوم ضعيفة ، ولا تفي بحاجة المستثمر نسبة لقلّة الشركات المدرجة بالسوق وقلّة المعاملات المالية وتأخير إصدار تقارير السوق . وأوصت الدراسة بزيادة رأس مال المصارف السودانية حتى تفي بحاجة منشآت المساهمة العامة وذلك بزيادة حجم اقتراضها لتوسيع أعمالها وربحياتها ، وكذلك زيادة حجم تمويلها الدائن بنسبة تتلائم وحجم وطبيعة نشاطها بغرض زيادة قيمتها السوقية ، والزام المنشآت بتقديم تقاريرها المالية بصورة دورية الى سوق الخرطوم للأوراق المالية حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قراراته الاستثمارية .

يرى الباحث ان الدراسة سلطت الضوء على المشكلات التي تواجه تحديد هيكل رأس المال للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية ، ووضحت أهمية استخدام الديون في تمويل المنشآت وفي زيادة قيمة المنشأة ، وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في انها تناولت الهيكل المالي وليس هيكل رأس المال في عينة مكونة من عشرة شركات في القطاعين التجاري والخدمي ، كما ان حدودها الزمانية خمسة سنوات .

14. دراسة المقام محمد منصور، 2004م (دور البيانات والمعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات التمويل في المؤسسات المصرفية) (1)

اهتمت الدراسة بمشكلة الصعوبات التي تواجه المؤسسات المصرفية في عملية اتخاذ قرار منح التمويل والمخاطر المالية التي تتعرض لها بسبب اعتمادها على بيانات ومعلومات محاسبية لا تتصف بالخصائص النوعية للمعلومات ، وأهمية الدراسة برزت من أهمية التمويل لمعظم المنشآت التي تعاني من العجز المالي ، وأهميته لتقوية رأس المال في المنشأة من أجل التوسعات والتحسينات التي تنوي القيام بها لتحقيق أهدافها ، وهدف الدراسة هو التعرف على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وكيفية الاستفادة منها في عملية اتخاذ القرارات التمويلية ، وتسلط الضوء على مخاطر التمويل وكيفية تجنبها والتأكد من أهمية القوائم المالية كمصدر للمعلومات والاستعلام عن مقدرة العميل . ومن فروض الدراسة ان الاعتماد على البيانات والمعلومات المحاسبية التي تتصف بالخصائص النوعية تؤدي الى إنجاح عملية اتخاذ القرار ، وان قلة الخبرة أو عدم المعرفة الكاملة بالمعلومات المحاسبية يزيد من مخاطر عدم التأكد المصاحبة لعملية اتخاذ قرار منح التمويل . وان المعلومات المحاسبية تعد احد المصادر التي يعتمد عليها متخذي قرارات منح التمويل في المؤسسات المصرفية . وخلصت الدراسة الى ان سلامة ودقة التحليلات المالية للقوائم المالية لنشاط العميل تعد أساس بناء قرار التمويل المصرفي ، وعدم وجود

(1) المقام محمد منصور ، دور البيانات والمعلومات المحاسبية في اتخاذ قرارات التمويل في المؤسسات المصرفية (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2004م)

الكوادر البشرية المؤهلة بالقدر الكافي يزيد من المخاطر المتعلقة بقرار منح التمويل . وأوصت الدراسة بتحسين إدارة موارد واستخدامات الأموال فى مصرف تحقيقاً للسلامة المالية والوصول لأكبر عائد ممكن والالتزام بتنويع محفظة التمويل بالمصرف وذلك بهدف توزيع المخاطر وتجنب مخاطر التركيز على منطقة جغرافية معينة أو نشاط أو قطاع اقتصادي معين .

يرى الباحث ان الدراسة تطرقت الى قرار المؤسسات المالية لمنح التمويل الى المنشآت التى تعجز عن تغطية احتياجاتها المالية والدور الذى تلعبه البيانات والمعلومات المحاسبية فى ذلك . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى تناولها للمخاطر التى تتعرض لها المنشأة من خلال استخدام الديون سواء كانت من المؤسسات المصرفية أو من الأفراد والمؤسسات المالية الأخرى والتى قد تتسبب فى تصفية المنشأة وإعلان إفلاسها .

15. دراسة ايمان حسن أحمد الحسن ، 2004م (أثر الهيكل المالى فى الأداء المالى للجهاز المصرفى ، دراسة تطبيقية على مصرف التضامن الإسلامى) (1)

تناولت الدراسة أثر الهيكل المالى فى الأداء المالى للجهاز المصرفى ، دراسة تطبيقية مصرف التضامن الإسلامى للفترة من 1998م الى 2002م ، واستعرضت الدراسة مصادر الهيكل المالى للمصرف المتمثلة فى الودائع وأموال الملكية ومصادر التمويل الأخرى القصيرة الأجل والطويلة الأجل، وهدفت لدراسة وتحليل الهيكل المالى والتعرف على أثره فى الأداء المالى للمصارف وبصفة خاصة مصرف التضامن الإسلامى ومعالجة الخلل فى الهيكل المالى للمصرف ، واختبرت الدراسة فرضيات منها ان الهيكل المالى يؤثر فى سيولة المصرف ، وكذلك يؤثر فى ربحيته ، ومدى إمكانية وجود هيكل مالى أمثل ومتوازن للمصرف ومدى كفاءة رأس المال بالمصرف . وخلصت الدراسة الى ان مصرف التضامن الإسلامى يمتلك عدد كبير من الشهادات الاستثمارية تساعده فى التحكم فى السيولة ، كما ان الودائع الاستثمارية فيه مرتفعة . وأوصت الدراسة بضرورة الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة حتى يتمكن المصرف من الاستمرار فى سداد التزاماته فى مواعيدها ومواجهة سحبيات العملاء ، ورفع رأس مال المصرف بقدر المستطاع حتى لا يتعرض للدمج أو التصفية فى المستقبل .

يرى الباحث ان هذه الدراسة اهتمت بإصلاح خلل الهياكل المالية للمصارف والتعرف على كيفية وضع الهيكل المالى المتوازن الذى يسهم فى تحسين الأداء وتحقيق الأهداف المستقبلية للمصرف . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى توضيحها لكيفية تحديد تشكيلة مصادر الهيكل المالى فى منشآت المساهمة العامة فى القطاعين التجارى والخدمى ، بينما تناولت هذه الدراسة الهياكل المالية للمصارف .

16. دراسة محمود محمد أحمد سالم ، 2005م (مصادر التمويل الذاتى فى المؤسسات والهيئات العامة بالسودان ، دراسة تطبيقية على الهيئة القومية للكهرباء) (1)

(1) إيمان حسن أحمد الحسن ، أثر الهيكل المالى على الأداء المالى للجهاز المصرفى ، دراسة تطبيقية على مصرف التضامن الإسلامى (الخرطوم : جامعة أمدرمان الإسلامية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2004م)

تناولت هذه الدراسة مشكلة عدم اهتمام الإدارة المالية للهيئة القومية للكهرباء بعملية التمويل الذاتي ، وتدخّل الدولة المستمر في تسعير تعريفه الكهرباء والذي يؤثر في إيرادات الهيئة ، وغياب السياسة التمويلية المخططة والذي يؤثر في تحديد الهيكل المالي الأمثل . وهدفت الدراسة الى التعرف على المشاكل التي تعوق تحقيق الأرباح ، وتوضيح أهمية التمويل للمشاريع الجديدة . وافترضت الدراسة انه لا يوجد اهتمام كاف بعملية التمويل الذاتي من قبل الإدارة المالية للهيئة القومية للكهرباء ، ووجود محددات تواجه الهيئة في زيادة إيراداتها الذاتية ، وغياب السياسة التمويلية المخططة يؤثر في تحديد الهيكل المالي الأمثل ، واعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي والاستقرائي والوصفي التحليلي . وخلصت الدراسة الى ان الصيغة التمويلية المتبعة بالهيئة غير متجانسة وغير محددة وذلك نتيجة للقيود التي تفرضها اللوائح المالية التي تخضع لها ، وهي تعمل على استمرارية تمويل النشاطات دون اعتبار لمتطلبات المدى الطويل ، كما لا توجد ارباح خلال فترة الدراسة لان المبيعات غير كافية والتكاليف الإدارية عالية ، وادى غياب السياسة المالية الواضحة فيما يتعلق باستخدام الهيئة للرفع المالي في هيكلها المالي الى عدم استقرار الموقف المالي للهيئة ، وتوصلت ايضا الى ان هناك معوقات تواجه التمويل منها تدخّل الدولة في تسعير تعريفه الكهرباء ورفع يدها عن دعم الموازنات التخطيطية . ووضعت الدراسة عدة توصيات منها ان تعمل الدولة على تخصيص جزء من ميزانيتها لتمويل المؤسسات العامة وتخفيض الضرائب المفروضة ، وتعديل القوانين واللوائح الداخلية للمصارف حتى يمكنها تقديم تمويل ميسر للمؤسسات العامة والهيئات ، وضرورة احتفاظ الهيئة القومية للكهرباء بجزء من الاحتياطي في شكل أرباح غير موزعة لإعادة استثمارها مرة أخرى .

يرى الباحث ان هذه الدراسة ناقشت السياسات التمويلية للهيئة القومية للكهرباء ، وذكرت ان عدم اتباع الهيئة للأساليب العلمية في تحديد الهيكل المالي ادى الى عدم تجانس سياسة الهيئة التمويلية وعدم استقرار موقفها المالي ، ووضحت أهمية الاحتفاظ بالأرباح في شكل أرباح غير موزعة . وتختلف دراسة الباحث عنها في مجال تناولها لمفاهيم جميع مصادر التمويل المتاحة لمنشآت المساهمة العامة في السودان في القطاعين التجاري والخدمي وليس التمويل الذاتي فقط في المؤسسات العامة .

17. دراسة آدم عوض الله آدم ، 2005م (أثر الموارد المالية على أداء الخدمات والتنمية بمحلية الخرطوم)
(2)

تطرقت الدراسة الى التعرف على قدرة محلية الخرطوم على تقديم الخدمات والتنمية لمواطنيها معتمدة على مواردها المالية التي كفلها لها القانون والمحددة بموازنتها السنوية وفق الأهداف المحددة والتي تتأثر بالعلاقات المالية الرأسيّة بين الولاية والمحلية والعلاقات الأفقية بين المحليات ، وتتأثر كذلك بتداخل الاختصاصات التشريعية والتنفيذية مع الأجهزة الولائية ، كما تتأثر باقتصاديات تكفة التحصيل . وهدفت

(1) محمود محمد أحمد سالم ، مصادر التمويل الذاتي في المؤسسات والهيئات العامة بالسودان ، دراسة تطبيقية على الهيئة القومية للكهرباء (الخرطوم : جامعة وادي النيل ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2005م)
(2) آدم عوض الله آدم ، أثر الموارد المالية على أداء الخدمات والتنمية بمحلية الخرطوم (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2005م)

الدراسة الى توضيح وتعريف الموارد المالية باعتبارها العنصر الأساسي لتحقيق الاستغلال المالى والإداري وتلبية احتياجات المحلية وتطوير مستوى الأداء والخدمات وتحقيق التنمية. واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات منها ان عدم تناسب الموارد المالية لمحلية الخرطوم مع الاختصاصات والمسئوليات الموكلة لها يؤدي الى ضعف كفاءة أداء الخدمات والتنمية بالمحلية ، وأن تداخل الاختصاصات التشريعية والتنفيذية على مستوى محلية الخرطوم وعلى مستوى الولاية يؤدي الى ضعف كفاءة وكفاية أداء الموارد المالية ، وان ارتفاع تكلفة جباية الإيرادات يؤدي الى ضعف كفاءة وكفاية الموارد المالية . وتوصلت الدراسة الى نتائج منها ان هنالك موارد مالية كافية مخصصة لمحلية الخرطوم وذلك اذا أحسن تقديرها وجمعها واستخدامها ، وان تكلفة جباية الإيرادات الذاتية مناسبة ولا تضعف كفاءة وكفاية الموارد المالية للمحلية .

يرى الباحث أن الدراسة تناولت العلاقة بين الموارد المالية للمحليات ومستوى الخدمات التي تقدمها والتنمية التي تحققها لمواطنيها. وتختلف دراسة الباحث عنها في تناولها للموارد المالية للمنشآت المساهمة العامة في السودان والتعرف على كيفية تحقيقها لعملية التوازن بين مصادر التمويل المختلفة لتحقيق أهدافها بفاعلية ، بينما تناولت هذه الدراسة الموارد المالية للمحليات ودورها في تحقيق التنمية .

18. زهراء تاج الدين عبد القادر على ، 2005م (أثر التحليل المالى للشركات فى تفعيل أسواق الأوراق المالية ، دراسة تحليلية على سوق الخرطوم للأوراق المالية) (1)

تناولت الدراسة مشكلة ان مستخدمي القوائم المالية لا يولون اهتماماً كبيراً للتحليل المالى سواء بالنسب المالية أو المؤشرات المالية عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية والتمويلية ، ومدى استخدام الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية لأساليب التحليل المالى لقياس النشاط والأداء ، وهدفت الدراسة الى إلقاء الضوء على التحليل المالى للقوائم المالية وبيان المقاييس المستخدمة فيه وتوضيح أثره فى فعالية سوق الأوراق المالية ، واختبرت الدراسة فرضيات منها ان الشركات تستخدم التحليل المالى فى قياس النشاط والأداء ، وتمتد الشركات سوق الأوراق المالية بالمعلومات الفورية عن نشاطها وأدائها ، ويعتمد مستخدمي المعلومات على المؤشرات الموجودة فى سوق الأوراق المالية فى اتخاذ قراراتهم ، وان سوق الأوراق المالية الكفاء يوفر المعلومات التى تنطبق عليها الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية . واستخدمت الدراسة المنهج التاريخي والاستنباطي والاستقرائي والوصفي . ومن نتائج الدراسة إدراك الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية لأهمية التحليل المالى واستخدامه فى قياس النشاط والأداء ووجود قصور فى جانب إمداد الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية بالمعلومات الفورية عن نشاطها وأدائها ، واقترحت الدراسة توصيات منها ضرورة إمداد الشركات المدرجة بالمعلومات الفورية عن نشاطها وأدائها بما يفيد المستثمرين فى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وزيادة الاهتمام بالمعلومات التى تفيد فى التعرف على مخاطر الاستثمار فى الأوراق المالية .

(1) زهراء تاج الدين عبد القادر على ، أثر التحليل المالى للشركات فى تفعيل أسواق الأوراق المالية ، دراسة تحليلية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2005م)

يرى الباحث ان الدراسة وضحت أهمية معلومات التحليل المالي فى اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية ، وتناولت الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية كعينة للدراسة. وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى تناولها للتحليل المالي باستخدام النسب المالية الخاصة بالهيكل المالي فقط وذلك فى عينة من الشركات المدرجة فى سوق الخرطوم للأوراق المالية وغير المدرجة فيه ، وعرض مفهوم قيمة هذه المنشآت .

19. عامر سالم الشيخ ، 2005م (اختناقات إدارة وتمويل الصناعات الصغيرة فى السودان ووسائل معالجتها (1))

تطرقت الدراسة الى حصر وتحليل الاختناقات الإدارية والتمويلية التى تواجه الصناعات الصغيرة فى السودان وكيفية التغلب عليها ، ودراسة دور مؤسسات التمويل فى تشجيع وتمويل الاستثمار فى الصناعات الصغيرة والمشاكل التى تواجه هذه المؤسسات ، وهدفت الدراسة الى تقديم معلومات عن مفهوم الصناعات الصغيرة وأنواعها وصيغ تمويلها وكيفية إدارتها ومعرفة خصائص الاداء المالي لهذه الصناعات والمساهمة فى رفع كفاءة المشروعات الصغيرة فى السودان معرفة اختناقات التمويل وأثرها فى الصناعات الصغيرة فى السودان ، ومن افتراضات الدراسة ان إدارة الصناعات الصغيرة تعاني من ضعف الإدارة والإداريين ، وان الصناعات الصغيرة تعاني من شح فى التمويل فى السودان ، والدولة لا تؤدى دوراً فاعلاً فى حمايتها بمنح الإعفاءات والتسهيلات والإمميزات اللازمة مما جعلها عرضة للمنافسة الخارجية ، واستخدمت الدراسة المنهج التاريخى والوصفى التحليلي والمسحى . وتوصلت الدراسة الى نتائج منها عدم وضوح الأهداف التى ينتظم العمل فى إطارها وفق هيكل محدد ، وعدم الاهتمام بالتدريب والدافعية والتحفيز بغرض زيادة الإنتاجية ، واحجام المصارف عن التعامل مع قطاع المنشآت الصناعية الصغيرة لارتفاع التكاليف الإدارية وقلة الأرباح ، بالإضافة الى عدم وجود أسواق متخصصة لبيع وتوزيع الصناعات الصغيرة . واقترحت الدراسة توصيات لمعالجة الاختناقات منها الاهتمام بالهيكل التنظيمية وبالإفراد العاملين وحفزهم ورفع مستوياتهم وإتباع وسائل غير تقليدية فى تدريبهم ، والعمل على إنشاء مؤسسات تمويلية تهتم بتنمية المشروعات الصناعية الصغيرة واستخدام صيغة المشاركة الاستصناع فى تمويل رأس مال هذه الصناعات .

يرى الباحث ان الدراسة ناقشت الصعوبات التى تواجه تمويل وإدارة الصناعات الصغيرة فى السودان ، والحلول الممكنة لتجاوز هذه الصعوبات ، واختلفت دراسة الباحث عنها فى مجال عرض مشاكل التمويل فى منشآت المساهمة العامة التى لها رأس مال ضخم مقارنة بالصناعات الصغيرة وكيفية تحقيق الموازنة بين مصادر التمويل المختلفة لهذه المنشآت وأثر ذلك فى قيمتها .

20. مى محمد عبد الرحمن إبراهيم ، 2006م (أثر سياسة توزيع الأرباح فى تمويل مشاريع التوسع فى المنشآت ، دراسة حالة الشركة السودانية للاتصالات (1))

(1) عامر سالم الشيخ ، اختناقات إدارة وتمويل الصناعات الصغيرة فى السودان ووسائل معالجتها (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2005م)

تطرقنا الدراسة الى أثر سياسة توزيع الأرباح المتبعة في المنشأة في حجم الأرباح غير الموزعة ومدى استفادة المنشأة من هذه الأرباح في تمويل مشاريعها التوسعية ، وتمثلت أهداف الدراسة في التعرف على سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المنشأة ومدى تأثيرها في إمكانية المحافظة على قيمة المنشأة في السوق المالي من خلال توزيعات الأرباح العالية للمساهمين على حساب مصدر التمويل عن طريق الأرباح غير الموزعة ، ودراسة سلوك سياسة توزيع الأرباح المتبعة في الشركة السودانية للاتصالات وأثرها في حجم الأرباح غير الموزعة ، والمقارنة بين حجم التمويل الخارجي الذي تعتمد عليه المنشأة في مشروعات التوسع وحجم التمويل من خلال الأرباح غير الموزعة . وافترضنا الدراسة ان المنشأة تعتمد في تمويل مشاريعها المستقبلية على الأرباح غير الموزعة وتوجد علاقة طردية بين حجم الأرباح الموزعة على المساهمين والقيمة السوقية للسهم ، ولا توجد علاقة طردية بين حجم الديون في المنشأة وقدرتها على توزيع الأرباح ، واستخدمنا الدراسة المنهج الوصفي وبعض أساليب الكمية . وتوصلنا الى نتائج منها ان العلاقة بين التوسع في أصول واستثمارات المنشأة كمتغير مستقل وتوزيعات الأرباح كمتغير تابع هي علاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية ، وان العلاقة بين نسبة حجم الديون في الهيكل المالي للمنشأة وتوزيعات أرباحها علاقة سالبة ومعنوية ، كما ان العلاقة بين درجة التوسع في أصول المنشأة والقيمة السوقية لسهمها علاقة عكسية ، وذلك لأن معظم التمويل الذي تحصلت عليه المنشأة لأغراض التوسع من خلال إصدار الأسهم العادية. وأوصت الدراسة بأن على إدارة المنشأة الاهتمام بالأرباح غير الموزعة والاستفادة منها في التمويل لتقليل تكلفته الى الحد الأدنى الممكن والذي بدوره يقود الى تحقيق المنشأة لمزيد من الأرباح وعدم اللجوء باستمرار لإصدار الأسهم العادية نسبة لآثاره السلبية المستقبلية في ظل وجود منشآت منافسة ، واعداد المنشأة لسياسة تمويلية متنوعة المصادر وملاتمة تقوم على أساس تعدد المصادر وتقليل تكلفة التمويل .

يرى الباحث ان الدراسة ناقشت التمويل من خلال الأرباح غير الموزعة وأهميته في تقليل تكلفة التمويل في الشركة السودانية للاتصالات . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في توضيحها لكيفية تحقيق التوازن بين جميع مصادر التمويل لتقليل تكلفة التمويل وتعظيم القيمة السوقية وذلك في عينة مكونة من شركات مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية وأخرى غير مدرجة فيه، بغرض التعرف على السياسات التمويلية للمنشآت العاملة في السودان .

21. دراسة إسماعيل محمد أحمد شبو ، 2007م (تقويم أهمية المعلومات المالية لأسواق الأوراق المالية ، دراسة ميدانية مقارنة لسوقى الخرطوم وأبوظبى للأوراق المالية للفترة من 2001م الى 2004م) (2)
استعرضنا الدراسة أهمية القوائم والتقارير المالية المنشورة في توفير المعلومات اللازمة للمتعاملين في أسواق المال ، ودورها في التأثير على اتخاذ القرارات التمويلية والاستثمارية والتعرف على الظروف

(1) مى محمد عبد الرحمن إبراهيم ، أثر سياسة توزيع الأرباح على تمويل مشاريع التوسع في المنشآت ، دراسة حالة الشركة السودانية للاتصالات (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة ماجستير غير منشورة ، 2006م)
(1) إسماعيل محمد أحمد شبو ، تقويم أهمية المعلومات المالية لأسواق الأوراق المالية ، دراسة ميدانية مقارنة لسوقى الخرطوم وأبوظبى للأوراق المالية للفترة من 2001م الى 2004م (الخرطوم : جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، 2007م

والبيئة المحيطة بالشركات المدرجة بالسوق المالي وتأثيرها على حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة فيه ، وانحصرت مشكلة الدراسة في مدى أهمية القوائم والتقارير المالية المنشورة للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية في تزويد مستخدميها بالمعلومات التي تساعد في اتخاذ قراراتهم ، ومدى تأثير العوامل الداخلية للشركات والظروف الاقتصادية العامة في تكوين وصياغة الهيكل المالي لها ، وقصور التقارير والبيانات المالية الصادرة من ادارة سوق الخرطوم للأوراق المالية في تلبية احتياجات مستخدميها بالمعلومات المالية التي تساعد في اتخاذ قراراتهم . ومن أهداف الدراسة التعرف على أهمية القوائم والتقارير المالية للمتعاملين في سوق المال ، واطهار الأسس والمفاهيم التي تساعد في صياغة وتكوين الهيكل المالي للشركات المدرجة بسوق المال والعوامل المؤثرة فيه ، والتعرف على أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، وافترضت الدراسة ان معلومات القوائم والتقارير المالية المنشورة تعد إحدى المصادر المهمة التي يعتمد عليها المتعاملون في سوق المال في اتخاذ قراراتهم التمويلية والاستثمارية ، ان الظروف الداخلية للشركات والظروف الاقتصادية العامة تؤثر في صياغة وتكوين الهيكل المالي لها ، وان السياسات التمويلية المصرفية تلعب دوراً هاماً في تكوين الهيكل المالي للشركات المدرجة في سوق المال ، وان هناك علاقة بين الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركات المدرجة بسوق الخرطوم وأبوظبي للأوراق المالية وبين حجم التداول فيهما ، واستخدم الباحث المنهج التاريخي والاستنباطي والاستقرائي والوصفي التحليلي . وخلصت الدراسة الى نتائج منها ان القوائم والتقارير المالية تمثل المصدر الأساسي للحصول على المعلومات المالية بغرض اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل في سوق المال ، وان التقارير التي تعدها الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية قاصرة عن تلبية احتياجات مستخدميها بالمعلومات المالية التي تساعد في تقدير درجة المخاطر في الاستثمار في الأسهم ، وان من ضمن العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي سياسات النمو والتوسع ومدى استقرار الأرباح والسياسات التمويلية المصرفية متمثلة في حجم التمويل المتاح في المصرف وشروط منح التمويل . ووضعت الدراسة توصيات منها زيادة مستوى الافصاح المحاسبي للشركات المدرجة بسوق الخرطوم وأبوظبي للأوراق المالية وذلك بالزامها باصدار تقارير ربع سنوية وتقديمها لإدارة السوق وضرورة ارفاق قوائم مالية ايضاحية خاصة بتطورات الهيكل المالي من حيث الحجم وتركيبه المساهمين وآثار تلك التطورات على ربحية المنشأة ، وتبنى سياسات وموجهات مالية لتخفيض تكلفة التمويل المصرفي ، والانفتاح نحو الاسواق العربية والاقليمية .

الدراسات الأجنبية

1. دراسة Richard Castanias ، 1983م ،

(1)(Bankruptcy Risk & Optimal Capital Structure)

(1) Richard Castanias, **Bankruptcy Risk & Optimal Capital Structure**, " The Journal of Finance " , 1983 , Vol XXXV111, No 5

هدفت هذه الدراسة الى تحديد العلاقة بين الهيكل المالى ومخاطرة الإفلاس ، ووضعت افتراضات أطلقت عليها افتراضات (Tax Shelter – Bankruptcy Cost) ، وهى افتراضات خاصة بالموازنة بين الوفورات الضريبية وتكاليف الافلاس الناجمة من استخدام الديون ، وتوضح ان التقلبات فى التوزيعات الاحتمالية للعوائد والتي تحوى ضمناً احتمال الفشل المالى ، تزيد من تكاليف عدم القدرة على الدفع الحدية المتوقعة ، وتقلل من الوفورات الضريبية الحدية المتوقعة ، وكنتيجة لذلك فان الرافعة المالية المثلى تنخفض الى ان تتساوى الوفورات الضريبية الحدية المتوقعة مع تكاليف عدم القدرة على الدفع الحدية المتوقعة ، اى ان هناك علاقة عكسية بين احتمال الإفلاس " الفشل " والرافعة المالية ، كما اختبرت الدراسة أيضا العلاقة بين اجمالى الأصول ومعدلات الفشل والمخاطرة فى المنشآت ، والمنهج الذى استخدمته الدراسة هو المنهج الاحصائى الذى تم تطبيقه على 36 خط أعمال، وتوصلت الدراسة الى ان هناك علاقة سلبية بين مستوى الرافعة الامثل والاحتمال المستقبلي المتوقع للفشل ، والمنشآت التى احتمال الفشل فيها وتكاليف الإفلاس مرتفعة فان معدل الرافعة المالية لها منخفض ، وبالتالي فان هناك تأثير لتكاليف الافلاس على قرارات الهيكل المالى ، كما توصلت الى ان الزيادة فى حجم المنشأة تقود الى مخاطر أعمال وتكاليف فشل منخفضة وتكون لها قدرة على الحصول على الديون من اسواق الاقتراض ، فالعلاقة بين اجمالى الأصول ومعدلات الفشل علاقة سالبة ومعنوية . وأوصت الدراسة المنشآت التى احتمال تعرضها للإفلاس مرتفع ان تحتفظ بديون أقل فى هيكلها المالى حتى تتفادى المشاكل المالية المستقبلية المتوقعة من الاعتماد على الديون .

يرى الباحث ان هذه الدراسة تناولت التنبؤ بالفشل المالى والإفلاس ، والذى يجب على المنشآت وضعه فى الاعتبار عند اتجاهاهم الى الديون فى عملية التمويل ، كما ينبغى عليها الموازنة بين المزايا المحققة من الديون والمتمثلة فى الوفورات الضريبية التى تزيد من ربحية حقوق الملكية والمخاطر المترتبة على استخدام الديون فى حالة عدم القدرة على سدادها وهى مخاطر الافلاس . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى مناقشتها للعلاقة بين الهيكل المالى وقيمة المنشأة فى المنشآت العاملة فى السودان .

2. دراسة **Michael Bradley , Gregg A. Jarrell & Han Kim** ، 1984 ،

(¹) **(On The Existence Of An Optimal Capital Structure : Theory And Evidence)**

تناولت هذه الدراسة الهيكل المالى الأمثل من الناحية النظرية والتطبيقية ، وناقشت مفهوم ان الهيكل المالى الأمثل يحوى الموازنة بين الوفورات الضريبية للتمويل بالديون والتكاليف المختلفة المتعلقة بالرافعة المالية سواء كانت تكاليف الافلاس أو تكاليف الوكالة للديون ، وافترضت الدراسة ان هناك علاقة معنوية بين التكاليف المتعلقة بالرافعة المالية والخسارة الناجمة من عدم الاستفادة من الوفورات الضريبية ، واذا كان الدخل من حقوق الملكية ليس به ضرائب فان المعدل الضريبي الحدى لحاملى السندات سيرتفع ، وتكون هناك مزايا ايجابية للتمويل بالديون بالمنشأة . وفى الجانب التطبيقى اختبرت الدراسة العلاقة بين الرافعة المالية للمنشأة وكل من التغير فى عوائد المنشأة خلال عدة سنوات والوفورات المحققة من مصادر

(2) Michael Bradley , Gregg A. Jarrell & Han Kim, **On The Existence Of An Optimal Capital Structure : Theory And Evidence** " The Journal of Finance " ,1984 , Vol XXXIX , No 3

غير الضرائب ، وكثافة البحوث والتطوير ومصروفات الإعلان . والمنهج الذى استخدمته الدراسة هو المنهج الاحصائى ، والذى تم تطبيقه على 25 صناعة احتوت 851 منشأة ، والنتائج التى خلصت لها الدراسة ان هناك علاقة سلبية بين كل من تكلفة الافلاس والوكالة للديون ونسبة الرافعة المالية ، وان نسبة الرافعة المالية لها علاقة ايجابية بمستوى الوفورات الضريبية المحققة من مصادر غير الفوائد ، كما لها علاقة سلبية بالتغيرات فى قيمة المنشأة اذا كانت تكلفة الافلاس والوكالة مرتفعة ، وهذا يعنى انه بزيادة التغير فى قيمة المنشأة تزيد تكاليف الافلاس واحتمال فقدان الوفورات الضريبية مما يقلل من الاتجاه نحو الديون . ومصروفات الاعلان والبحث والتطوير لها علاقة عكسية برافعة المنشأة . وقدمت الدراسة توصيات منها ان المنشآت التى تستثمر بصورة مكثفة فى الاصول الملموسة تكون لها مستويات عالية من الإهلاك والخصم الضريبي ان تستخدم رافعة مالية مرتفعة لان هناك علاقة ايجابية بين الوفورات الضريبية المحققة من مصادر غير الفوائد والرافعة المالية .

يرى الباحث ان هذه الدراسة أيدت الدراسات النظرية فى مجال استخدام الرافعة مالية وما يترتب عليه من تكاليف الافلاس والوكالة للديون ، ولكن النتيجة التى لا تتفق مع هذه الدراسات العلاقة الايجابية بين الوفورات الضريبية المحققة من مصادر غير فوائد الديون وهى خصم ضريبة الاستثمار وتكلفة الاهلاك ورافعة المنشأة ، والمتعارف عليه ان هذه العلاقة سلبية لانها تعتبر بديل للديون ويزيادتها تقل نسبة الديون فى المنشأة . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى عرضه لمزايا وعيوب مصادر الهيكل المالى ، وكيفية تحقيق الموازنة بين الارباح المحققة منها وتكلفتها ومخاطرها .

3. دراسة Gay B. Hatfield , Louis T.W. Cheng & Wallace N. Davidson ، 1994م،

(The Determination Of Optimal Capital Structure , The Effect Of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value)⁽¹⁾

تناولت هذه الدراسة اثر نسب اقتراض المنشأة ونسب اقتراض الصناعة على القيمة السوقية عند تحديد الهيكل المالى الامثل ، وافترضت ان المنشأة تبحث عن مستوى الاقتراض الأمثل ، وأنها سوف تزيد أو تخفض من قيمة المنشأة بواسطة التغير فى مستوى الديون ، وبذلك فانها تتجه نحو نسبة متوسط الصناعة أو بعيداً عنه ، كما افترضت ان المنشأة التى معدل نموها مرتفع سوف تكون لها رافعة مالية مرتفعة لأنها سوف تحقق عوائد كافية تواجه بها مصروفات الفوائد الإضافية ، وان من الخطورة على المنشأة التى معدل نموها منخفض ان تزيد رافعتها المالية لان عوائدها لا تزيد بصورة تغطى التزاماتها الثابتة . واستخدمت الدراسة المنهج الاحصائى الذى تم تطبيقه على 183 منشأة ، وصنفت هذه المنشآت حسب نسبة الرافعة المالية الى منشآت رافعتها المالية أعلى من متوسط الصناعة وأخرى رافعتها المالية أقل من متوسط الصناعة . وكانت نتائج الدراسة غير معنوية ، حيث لم تظهر علاقة بين مستوى ديون

(1)Gay B. Hatfield , Louis T.W. Cheng & Wallace N. Davidson , **The Determination Of Optimal Capital Structure , The Effect Of Firm And Industry Debt Ratios On Market Value** " Journal of Financial and Strategic Decision " ,1994 , Vol 7, No 3 .

المنشأة ومستوى ديون الصناعة ، وان مستوى ديون المنشأة لا يؤثر فى القيمة السوقية لعوائد المساهمين ، وبالتالي لم تثبت صحة فرضيات الدراسة .

يرى الباحث ان هذه الدراسة توصلت الى نتائج شبيهه بنتائج مدخل مودقليانى وميلر فى عدم وجود علاقة بين الهيكل المالى وقيمة المنشأة ، كما نفت وجود أثر لنسبة ديون الصناعة بصورة عامة وحجم ديون المنشأة ومعدل نموها . واختلفت دراسة الباحث عنها فى افتراضه لوجود علاقة معنوية بين الهيكل المالى وقيمة المنشأة واثبات ذلك فى المنشآت السودانية ، وهى عكس افتراضات مدخل مودقليانى وميلر .

4. دراسة **Rahul Kochhart & Michael A. Hill** ، 1998 ،

Research notes And Communication Linking Corporate Strategy To Capital Structure : Diversification Strategy , Type & Source Of Finance ⁽¹⁾

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين استراتيجية المنشأة والهيكل المالى لها ، من خلال دراسة استراتيجيات التنوع واستراتيجيات التمويل ، حيث ذكرت الدراسة ان التنوع مكلف ويتطلب موارد مالية داخلية أو خارجية ، والطريقة المثلى لتمويل التنوع غير محددة فى المنشآت ، وهدفت الدراسة الى معرفة خصائص مصادر الأموال اللازمة لكل نوع من أنواع التنوع وهو التنوع المرتبط الذى يضيف منتجات تستخدم الموارد الإنتاجية أو التسويقية الموجودة فى المنشأة ويحول المهارات خلال الأعمال لزيادة قيمة المنشأة ، والتنوع غير المرتبط والذى يضيف منتجات لا تعتمد على موارد المنشأة الموجودة بل يتطلب إضافة موارد جديدة . وافترضت الدراسة ان الزيادة فى التنوع المرتبط لها علاقة سلبية بالتمويل بالديون كحصة فى حجم التمويل الكلى ، وان الزيادة فى التنوع غير المرتبط لها علاقة ايجابية بالتمويل بالديون . واختبرت الدراسة فرضياتها على عينة مكونة من 187 شركة أمريكية للفترة من 1982م الى 1986م . وتوصلت الدراسة الى صحة فرضياتها ، حيث وجدت ان التنوع المرتبط له علاقة سلبية بالتمويل بالديون ، وفسرت ذلك بان التنوع المرتبط يعتمد على أنشطة المنشأة الحالية ويحول المهارات خلال الاعمال المختلفة ، حيث تستفيد المنشأة من اقتصاديات الحجم الكبير ، ومن السوق الحالى لرأس المال ، لذلك فان التمويل المرغوب فى استراتيجية التنوع المرتبط هو التمويل بحقوق الملكية ، أما التنوع غير المرتبط فانه يتطلب موارد مالية اضافية من الممولين الخارجيين مما يودى ذلك الى ارتفاع الرافعة المالية للمنشأة . كما توصلت الدراسة الى ان الهيكل المالى يؤثر فى استراتيجية التنوع فى المنشأة ، حيث ان إضافة ديون جديدة للمنشأة لها علاقة ايجابية بالتنوع غير المرتبط ، وعلاقة سلبية بالتنوع المرتبط ، مما يدل على وجود علاقة تبادلية بين استراتيجية التنوع واستراتيجية الهيكل المالى .

يرى الباحث ان هذه الدراسة ربطت بين الإدارة الاستراتيجية والإدارة المالية للمنشآت ، وقامت بتحديد المصادر المالية الملائمة لكل نوع من أنواع استراتيجيات التنوع فى المنشآت، ووجهت المنشآت

(1)Rahul Kochhart & Michael A. Hill , **Research notes And Communication Linking Corporate Strategy To Capital Structure : Diversification Strategy , Type & Source Of Finance**, " Strategic Management Journal " , 1998 , Vol 19 , No 6 .

التي ترغب في اضافة منتجات جديدة ليس لها علاقة بمنتجات المنشأة الحالية نحو الاعتماد على الديون ، بينما المنشآت التي تضيف منتجات تستخدم الموارد الانتاجية أو التسويقية للمنتجات الحالية فعليها الاعتماد على التمويل الذاتي . وتختلف دراسة الباحث عنها في عدم مناقشته للجوانب الاستراتيجية في المنشأة واهتمامه بالجوانب المالية المتمثلة في الهيكل المالي وقيمة المنشأة .

5. دراسة **Suagata Banerjee & Almas Heshmati & Clas Wihlborg** ، 1999م ،

(¹) (The Dynamic Of Capital Structure)

هدفت هذه الدراسة الى التعرف على العوامل المحددة لسرعة تعديل الهياكل المالية للمنشآت ، والعوامل المؤثرة في مستويات الديون المثلى عند تعديل الهياكل المالية ، كما ركزت على التفاعل والتداخل بين القرارات المالية الخاصة بالديون طويلة الاجل ، الديون قصيرة الاجل ، السيولة ، حقوق الملكية والتوزيعات ، وايضا بين الأهداف التمويلية طويلة الأجل والتي تقوم المنشأة بتعديلها جزئياً والعوامل المحددة للتعديل . وافترضت الدراسة ان المنشآت تختلف في سرعة تعديل هياكلها المالية في اتجاه الهيكل المالي الأمثل ، والذي نفسه يمكن ان يتغير عبر الزمن لنفس المنشأة ، وأن هناك متغيرات تؤثر في مستوى الرافعة في المنشأة وهي التغير في الدخل ، النمو المتوقع ، الحجم ، الربحية والوفورات الضريبية المحققة من مصادر غير فوائد الديون ، واستخدمت الدراسة نموذج ديناميكي معدل تم تطبيقه على عينة من الشركات بلغت 122 شركة بريطانية للفترة من 1990م الى 1996م ، و 438 شركة أمريكية للفترة من 1989م الى 1996م . وتوصلت الدراسة الى ان هناك علاقة سلبية بين الربحية والتغيرات في الدخل ومستوى الرافعة المالية في الشركات البريطانية والأمريكية ، وان الاصول الملموسة لها علاقة ايجابية مع مستوى الرافعة في شركات الدولتين ، ومعدل النمو له علاقة ايجابية مع مستوى الرافعة المالية في الدولتين ، اما حجم المنشأة فله علاقة سلبية مع مستوى الرافعة المالية في الشركات الأمريكية وعلاقة ايجابية معها في الشركات البريطانية ، وعلاقة الوفورات الضريبية الناجمة من مصادر غير فوائد الديون سلبية مع مستوى الرافعة المالية في الشركات البريطانية وايجابية مع مستوى الرافعة في الشركات الأمريكية . كما توصلت الدراسة الى ان الشركات التي لها فرص نمو مرتفعة تعدل هياكلها المالي ببطء نحو الهيكل المالي الأمثل، والمنشآت الصغيرة تعدل هياكلها المالي بصورة سريعة نحو الهيكل المالي الأمثل مقارنة بالمنشآت الكبيرة. ووجدت الدراسة اختلافات في سرعة تعديل الهياكل المالية بين الصناعات المختلفة.

يرى الباحث ان الدراسة تناولت العوامل المؤثرة في قرارات تعديل الهيكل المالي للمنشآت ، والتي تعد من القرارات الهامة في المنشأة لان الهيكل المالي ليس ثابتاً لكل المنشآت وانما يختلف من منشأة لأخرى ، ومن فترة زمنية لأخرى لنفس المنشأة ، بسبب متغيرات عديدة ، وهذه الدراسة مفيدة للمنشآت التي ترغب في تعديل هياكلها المالية . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تقييمها للهياكل المالية

(1) Suagata Banerjee & Others , **The Dynamic Of Capital Structure**, (Rome : No 333 , 1999)

الحالية للمنشآت من خلال التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية الخاصة بالهيكل المالي وربحية المنشأة .

**6. دراسة Peter Mackay & Gorden M. Philips ، 2002م ،
(¹) (Is There An Optimal Financial Structure)**

ناقشت الدراسة إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للصناعة ، وعوامل الصناعة التي تؤثر على الهيكل المالي للمنشأة ، ونماذج توازن الصناعة المتنافسة ، وهدفت الى معرفة ما اذا كانت القرارات المالية للمنشأة الفردية لهل علاقة بقرارات مثيلاتها فى الصناعة . واستخدمت الدراسة المنهج الاحصائى الذى تم تطبيقه على 142 صناعة امريكية متنافسة للفترة من 1981م الى 2000م ، وقسمت الدراسة المنشآت حسب العمر الانتاجى الى المنشآت الداخلة وهى التى بدأت حديثاً العمل فى الصناعة ، والمنشآت الناضجة وهى التى استمرت فترة من الزمن فى الصناعة ، والمنشآت الخارجة وهى المنشآت التى فى طريقها الى الخروج من الصناعة ، وتوصلت الدراسة الى ان المنشأة المستقرة تكون عادة كبيرة وكثافة رأسمالها عالية وربحيته مرتفعة ومخاطرها أقل مقارنة بغيرها ، والمنشآت الداخلة تكون عادة صغيرة وكثافة رأسمالها أقل ، أما المنشآت الخارجة فان رافعتها مضاعفة مقارنة بغيرها وتعرض لخسائر كبيرة وهى عادة تخرج من الصناعة بنسبة رأس مال الى عمل بعيدة عن متوسط الصناعة مقارنة بالمنشآت المستقرة ، ومخاطرتها تكون ضعف المنشآت الداخلة والمستقرة . كما توصلت الدراسة بالنسبة الى نماذج توازن الصناعة فى الصناعات المتنافسة الى ان القرارات بواسطة المنشآت الفردية غير مستقلة عن القرارات بواسطة بقية المنشآت فى نفس الصناعة ، وان التكنولوجيا والمخاطرة متغيرات مرتبطة بالهيكل المالي ، فعندما تبعد المنشأة عن متوسط الصناعة للتكنولوجيا والمخاطرة فانها تبعد عن متوسط الصناعة فى مجال الهيكل المالي ، وان المنشآت التى تبعد عن متوسط الصناعة للتكنولوجيا فانها تستخدم رافعة مالية أكثر من المنشآت التى تكنولوجيا تشغيلها قريبة من متوسط الصناعة ، وان التغيرات فى الرافعة المالية للمنشأة لها علاقة ايجابية بالتغيرات فى الرافعة المالية للمنشآت التى فى عمرها الانتاجى ، كما خلصت الى انه لا يوجد هيكل مالي أمثل واحد للصناعة .

يرى الباحث ان هذه الدراسة تناولت اثر متغيرات الصناعة فى الهيكل المالي للمنشآت التى تنتمى لهذه الصناعة ، ووضحت أن هناك علاقة وثيقة بين القرارات المالية للمنشآت الى تنتمى لنفس الصناعة ، وان التكنولوجيا والمخاطرة من أهم عوامل الصناعة التى تؤثر فى الهيكل المالي . وافادت هذه الدراسة الباحث فى توضيح طبيعة نسب الرافعة المالية للمنشآت بحسب عمرها الإنتاجي ، والتعرف على علاقة التكنولوجيا والمخاطرة باختيار مصادر التمويل . وتختلف دراسة الباحث عنها باهتمامه بالقرارات التمويلية لكل منشأة على حدا وأثر تلك القرارات فى ربحيتها ومخاطرتها .

7. دراسة Felix J. Lopes Iturriaga & Juan Antonio Rodriguez ، 2002م ،

Ownership Structure, Corporate value And Firm Investment, Spanish Firms (¹)

(1) Peter Mackay & Gorden M. Philips ، Is There An Optimal Financial Structure ، (Edwin : Southern Methodist University ، 2002)

اهتمت هذه الدراسة بالعلاقة بين هيكل حقوق الملكية وقيمة المنشأة والاستثمار في المنشأة ، وافترضت أن هناك ارتباط وثيق بين هيكل حقوق الملكية وقيمة المنشأة وهذا الارتباط يتأثر بالاستثمار في المنشأة ، وان قيمة المنشأة ليست ناتج للمشاريع الاستثمارية فقط وانما تتأثر ايضا بالهيكل المالي وسياسة التوزيعات فيها ، واختبرت الدراسة صحة الفرضيات باستخدام المنهج الاحصائي الذي تم تطبيقه على 140 شركة اسبانية للفترة من 1991م الى 1997م . وتوصلت الدراسة الى عدة نتائج منها ان هيكل حقوق الملكية يؤثر في قيمة المنشأة ، حيث تزداد قيمة المنشأة مع زيادة قيمة حقوق الملكية اذا كان المديرين يمتلكون نسبة أقل من 20% أو نسبة أكثر من 50% من اجمالي الاسهم في المنشأة ، أما اذا كانوا يمتلكون نسبة بين 20% الى 50% من إجمالي الأسهم فان العلاقة تصبح سالبة بين حقوق الملكية وقيمة المنشأة ، وان الرافعة المالية وحجم المنشأة من أهم محددات قيمة المنشأة والعلاقة بينهما معنوية ، ولا يوجد ارتباط بين هيكل حقوق الملكية والاستثمار ، وان الاستثمار يتأثر بآداء المنشأة فكلما زادت القيمة السوقية للمنشأة مقارنة بالقيمة الدفترية كلما زادت الدافعية للاستثمار في المنشأة ، اي ان هناك علاقة ايجابية بين الاستثمار والقيمة السوقية للمنشأة ، وأن الرافعة المالية لها تأثير ايجابي في قيمة المنشأة في حالة الاستثمار في الاصول الملموسة ، ولها علاقة سالبة أو عكسية في حالة الاستثمار في الاصول غير الملموسة .

يرى الباحث ان الدراسة وضحت ان هناك تأثير للهيكل المالي في القيمة السوقية للمنشأة ، وكذلك هناك تأثير لهيكل الاستثمارات في القيمة السوقية للمنشأة ، وليس هناك علاقة بين الهيكل المالي وهيكل الاستثمارات ، وهذا الاستنتاج لا يطابق مبدأ الملائمة بين مصادر الأموال واستخداماتها عند تحديد الهيكل المالي . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة في تناولها لكيفية تحديد الهيكل المالي الامثل للمنشآت العاملة في السودان سواء كانت مدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية أو غير مدرجة واثر هذه الهيكل في ربحية المنشآت والمخاطر التي تتعرض لها .

8. دراسة Allen N.Berger & Emilia Bonaccorsi ، 2002م

(Capital Structure & Firm Performance : Anew Approach To Testing Agency Theory And An Application to The Banking Industry)⁽²⁾

تطرقت الدراسة الى العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المنشأة ، وذلك من خلال تأثير الرافعة على تكلفة الوكالة التي تؤثر على أداء المنشأة ، وهدفت الى عرض وتحليل نظرية الوكالة في القطاع المصرفي في الولايات المتحدة الامريكية ، والتي نصت على ان الرافعة المالية المرتفعة تقلل من تكاليف

(1)Felix J. Lopes Iturriaga & Juan Antonio Rodriguez , **Ownership Structure , Corporate value And Firm Investment , Spanish Firms** (Spain : University Of Valladolid , 2002)

(1) Allen N.Berger & Emilia Bonaccorsi ,**Capital Structure & Firm Performance: Anew Approach To Testing Agency Theory And An Application to The Banking Industry** (Washington : Wharton Financial Institution Center , 2002)

الوكالة للمساهمين الخارجيين وتزيد من قيمة المنشأة وذلك بتشجيع المديرين على تحسين أدائهم لتحقيق الفائدة للمساهمين ، واستخدمت الدراسة مفهوم الكفاءة فى تحقيق الربحية لقياس اداء المنشأة ، والفرضية الاولى للدراسة ان هناك علاقة بين الكفاءة فى تحقيق الأرباح والمخاطر التى يمكن ان تتعرض لها المنشأة ، وذكرت ان المنشأة ذات الكفاءة العالية تفضل نسبة أموال ملكية منخفضة فى هيكلها المالى لان الكفاءة العالية تقلل من مخاطر عدم القدرة على السداد والتكاليف المتوقعة للإفلاس وبالتالي فان الكفاءة المرتفعة تنجم عنها عوائد متوقعة مرتفعة ، وهى تكون بديل للتمويل بالملكية الذى يحمى المنشأة من الصعوبات والمشاكل المستقبلية ، أما الفرضية الثانية فقد ذكرت ان هناك علاقة بين قيمة المنشأة والإعفاءات وحقوق الامتياز ، فالمنشأة ذات الكفاءة العالية تفضل نسبة حقوق ملكية عالية فى هيكلها المالى لحماية هذه الإعفاءات وحقوق الامتياز التى تسهم فى زيادة قيمة المنشأة ، وتوصلت الدراسة الى ان ارتفاع نسبة الرافعة المالية يؤدى الى زيادة الكفاءة فى تحقيق الأرباح ، والكفاءة العالية فى تحقيق الأرباح تجنب المنشأة تكاليف الوكالة ، كما ان الكفاءة العالية تسهم فى تحقيق عوائد مرتفعة للأسهم وتقلل من مخاطر عدم القدرة على السداد وتجنب المنشأة مخاطر الافلاس ، وبالنسبة للعلاقة بين قيمة المنشأة والإعفاءات وحقوق الامتياز والهيكل المالى فان المنشأة ذات الكفاءة تستخدم نسبة حقوق ملكية مرتفعة لحماية المزايا الاقتصادية الناجمة من حقوق الامتياز التى تسهم فى زيادة القيمة.

يرى الباحث ان الدراسة ناقشت بعض الجوانب التى تؤثر فى العلاقة بين الهيكل المالى واداء المنشأة وهى تكلفة الوكالة والمخاطر والإعفاءات وحقوق الامتياز ، وتوضح تشكيلة الهيكل المالى المناسبة لكل جانب منها ، وتختلف دراسة الباحث عنها فى تناوله للعلاقة بين الهيكل المالى وقيمة المنشأة لشركات المساهمة فى القطاعين التجارى والخدمى ولم تتناول القطاع المصرفى .

9. دراسة Richard Fairchild ، 2003م ،

Management's Optimal Financial Contracts ,The Degree Of Alignment With Investors And The Carrot& Stick Role Of Debt ⁽¹⁾

تناولت هذه الدراسة أثر الهيكل المالى فى قيمة المنشأة فى ظل وجود أغراض متباينة لكل من المديرين والمساهمين ، فالمساهمون هدفهم سياسات تعظيم القيمة ، بينما المديرين يفضلون أحيانا أهداف انخفاض القيمة ، وذلك عندما يأخذون الأموال لمنافعهم الشخصية فى شكل أجور مرتفعة وعلاوات أو يتهربون من المسؤولية الإدارية مما يؤدى الى انخفاض القيمة ، وهدفت الدراسة الى تحديد دور الهيكل المالى فى تقليل هذه المشاكل وتعظيم قيمة المنشأة بواسطة تقريب وتنظيم دوافع المديرين مع أهداف المساهمين ، وافترضت الدراسة ان الهيكل المالى يؤثر فى دوافع تعظيم القيمة للمديرين من خلال المخاطرة بالملكية ، ووضعت نموذج لتحقيق أهداف كل من المساهمون والمديرون يركز على ان استخدام المديرين لكمية مرتفعة من حق الملكية الخارجى سوف يقلل من المخاطرة بالملكية ، وهذا يزيد من دوافع

(2)Richard Fairchild , **Management's Optimal Financial Contracts, The Degree Of Alignment With Investors And The " Carrot & Stick" Role Of Debt** (United Kingdom : University Of Bath School , 2003)

صرف أموال المنشأة للأغراض الشخصية مما يقلل من قيمة المنشأة ، أما التقليل من حق الملكية الخارجى سوف يزيد من المخاطرة بالملكية وهذا يقلل من دوافع صرف أموال المنشأة للأغراض الشخصية مما يزيد من قيمة المنشأة. وقامت هذه الدراسة على اساس قاعدة تسمى قاعدة الجزرة والعصا للديون ((Carrot & Stick ، فارتفاع مستوى الديون يزيد من دوافع تعظيم القيمة بزيادة المخاطرة بالملكية فى المنشأة (يسمى أثر الجزرة) والدور التنظيمى للديون والذى يتمثل فى ان المديرين يبذلون جهد عالى لتجنب تكاليف الافلاس والعسر المالى (يسمى اثر العصا) ، ويربط هذا النموذج بين أثر الجزرة والعصا للديون . وتوصلت الدراسة الى ان المديرين اذا استخدموا عقود لتمويل المنشأة تمويل كامل بالديون فستواجههم مشاكل عدم القدرة على الدفع ، عندما يكون أداء المنشأة سيئاً ، ولذلك فأنهم يخفضون من الديون ويستخدمون الديون وحقوق الملكية معاً فى التمويل .

يرى الباحث ان الدراسة ساهمت فى منح البدائل المثلى للمديرين فى جانب العقود المالية ووضحت كيف يقرب المديرين بين دوافعهم وأهداف المساهمين . وذكرت ان الهيكل المناسب للمنشآت هو الذى يحوى أموال الملكية وأموال الديون معاً من اجل تجنب المخاطر وتعظيم القيمة . وتختلف دراسة الباحث عن هذه الدراسة فى تناولها لكيفية تحقيق الموانة بين مصادر التمويل المتاحة والتي تعظم قيمة المنشأة وتؤدى الى تدنية تكلفتها .

10. دراسة Jie Cai & Zhang ، 2005 ،

(1) (Capital Structure Dynamic & Stock Return)

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين التغيرات فى الهيكل المالى وعوائد الأسهم ، والعلاقة بين التغيرات فى الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، وكذلك أثر التغير فى الهيكل المالى فى المخاطر التى تتحملها المنشأة . وافترضت ان هناك علاقة سلبية بين درجة الرافعة المالية قصيرة الاجل التى تم قياسها من خلال نسبة الديون قصيرة الاجل الى الاصول وعوائد الأسهم ، وكذلك هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية طويلة الاجل التى تم قياسها من خلال نسبة الديون طويلة الاجل الى الاصول وعوائد الأسهم ، وطُبقت الدراسة فى عينة من المنشآت العامة غير المالية فى الولايات المتحدة الأمريكية للفترة من 1972م الى 2003م ، وتوصلت الدراسة الى صحة فرضياتها ، حيث ان هناك علاقة سلبية بين التغير فى الرافعة المالية وعوائد الأسهم ، ومع أخذ مخاطرة عدم القدرة على السداد فى الاعتبار ، فان زيادة الرافعة تزيد من احتمال عدم القدرة على السداد ، وبالتالي تزيد من المخاطر المالية للمنشأة ، مما يؤدى الى انخفاض سعر الأسهم فى السوق المالى ، وذكرت الدراسة ان التغيرات فى الرافعة المالية سواء كانت متجهة نحو الهيكل المالى الأمثل أو بعيدة عنه فأنها سوف تؤثر فى أسعار الاسهم فى سوق رأس المال . وتوصلت الدراسة ايضا الى ان التغيرات فى الرافعة المالية قصيرة الاجل لها علاقة سلبية قوية بعوائد الأسهم عندما تكون

(1) Jie Cai & Zhang , Capital Structure Dynamic & Stock Return , (Singapore: University Of Iowa , 2005)

المنشأة معرضة لمخاطرة عدم القدرة على السداد ، بينما العلاقة ضعيفة بين الرافعة طويلة الاجل وعوائد الأسهم .

يرى الباحث ان هذه الدراسة أيدت الباحثين الذين يؤكدون على أثر الهيكل المالى فى قيمة المنشأة ، فقد وضحت ان قيمة المنشأة التى تم قياسها من خلال عوائد الأسهم تتأثر بمستوى الديون فى المنشأة ، وبحجم المخاطر المالية المتوقعة فيها . وهى مفيدة للباحث لأنها ناقشت مفهوم الرافعة المالية والمخاطرة المالية الناجمة منها واثرها فى قيمة المنشأة . وتختلف دراسة الباحث عنها فى استخدامه لاستمارة الاستبانة لمعرفة آراء الافراد العاملين فى المجال المالى فى السودان فى كيفية تحديد الهيكل المالى الامثل وعلاقته بقيمة المنشأة .

11. دراسة Michael Faulkender & Rong Wang ، 2006م ،

(¹) (Corporate Financial Policy And The Value Of Cash)

تناولت الدراسة التغيرات فى القيمة الحدية للنقدية التى تحتفظ بها المنشأة والتى تنشأ من التغيرات فى السياسة المالية للمنشأة ، وهدفت الدراسة الى تحديد حجم السيولة التى يجب ان تحتفظ بها المنشأة وأثره فى السياسة المالية للمنشأة ، وكيف يمكن لأسواق المال تقييم هذا الحجم والى اى مدى تختلف قيمة حجم السيولة فى المنشآت المختلفة ، كما تطرقت الى تحديد الى أى مدى تسهم اضافة الاحتياطات النقدية فى زيادة التوزيعات لاصحاب الملكية وتخفيض الاحتياجات المالية من أسواق المال وتغطية الديون والالتزامات الاخرى فى المنشأة ، وتمثلت افتراضات الدراسة فى ان السيولة تمكّن المنشآت من تمويل الاستثمارات من غير الاحتياج الى اللجوء لأسواق المال ، كما تسهم فى تجنب تكاليف المعاملات الخاصة بأموال الديون وأموال الملكية وتكاليف المعاملات الخاصة بإصدار الأسهم ، وان سيولة المنشأة تخفض من احتمال حدوث تكاليف عدم القدرة على السداد اذا لم تولد العمليات التشغيلية للمنشأة تدفقات نقدية كافية لمقابلة التزامات الديون . واستخدمت الدراسة المنهج الاحصائى الذى تم تطبيقه على عينة من المنشآت الأمريكية للفترة من 1972 الى 2001م . وتوصلت الدراسة الى نتائج منها ان اضافة سيولة نقدية للمنشأة تؤدى الى زيادة القيمة لاصحاب الملكية بالنسبة للمنشآت التى لها مستوى سيولة منخفض ورافعتها المالية منخفضة وتواجه قيود فى السوق المالى عند محاولة طرحها لأسهم فيه ، فالقيمة الحدية للنقدية فى المنشآت التى تواجه قيود وصعوبات فى التعامل فى أسواق المال عالية مقارنة بالمنشآت التى لا تواجه قيود فى الدخول للسوق المالى ، وتوصلت الدراسة بالنسبة للمنشآت التى من المتوقع ان تزيد احتياطاتها النقدية عن احتياجاتها المستقبلية الى ان اى زيادة فى الاحتياطات النقدية يتم توزيعها على المساهمين من خلال توزيعات الأرباح او إعادة شراء الأسهم ، وعندما تستخدم السيولة فى دفع التزامات الديون فى المنشأة فان الزيادة البسيطة فى الاحتياطات النقدية تؤدى الى زيادة قيمة الديون .

يرى الباحث ان الدراسة تناولت العلاقة بين السيولة والهيكل المالى للمنشأة ، والدور الذى تسهم به السيولة فى زيادة توزيعات الأرباح لأصحاب الملكية وتقليل تكلفة الأموال . وتختلف دراسة الباحث عن هذه

(1) Michael Faulkender & Rong Wang , Corporate Financial Policy And The Value Of Cash " The Journal of Finance " ,2006 , Vol LX1 , No 4

الدراسة فى بيانها لدور مكونات الهيكل المالى فى تحسين قيمة العوائد لأصحاب الملكية وتغطية احتياجات المنشأة المالية والتزاماتها المختلفة دون ان يؤدي ذلك الى تحمل المنشأة لتكاليف ضخمة أو مواجه قيود تؤثر فى إدارتها وسيطرتها على عملياتها التشغيلية .