

العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016

رشيد حفصي^{1*} عبد الغفور دادن² صلاح الدين نعاس³

1. مخبر الجامعة، المؤسسة الاقتصادية والتنمية المحلية المستدامة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)
2. مخبر الجامعة، المؤسسة الاقتصادية والتنمية المحلية المستدامة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)
3. مخبر التنمية الإدارية للارتقاء بالمؤسسات الاقتصادية لولاية غرداية، جامعة غرداية، غرداية (الجزائر)

determining Factors to the financial structure of service companies listed on the Khartoum Stock Exchange during the period 2014-2016

Rachid Hafsi & Abdel Ghafour Daden & Salah el Dine Naas

University of Ouargla & University of Ghardaia –Algeria

تاريخ الاستلام: 2018/08/14 تاريخ المراجعة: 2018/09/15 تاريخ القبول: 2018/11/24

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى استخراج العوامل المحددة للهيكل المالي في مؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016 من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal) وبالاستعانة ببرنامج Eviews 09 لتفسير وإيجاد العلاقة بين هيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المالية والممثلة في: هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية وعائد على الأصول وشملت العينة 30 مؤسسة خدمية. وقد توصلت الدراسة إلى أن كل من عائد على الأصول وحجم المؤسسة والمردودية المالية هما المحددات الأكثر تأثيرا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات، في حين أن كل من هيكل الأصول، معدل النمو وعمر المؤسسة ليس لها دلالة إحصائية وبالتالي لا تلعب أي دور في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات الخدمية المدرجة في البورصة.

الكلمات المفتاحية: محددات الهيكل المالي، هيكل مالي، مؤسسة خدمية، بورصة الخرطوم.

تصنيف JEL: G32

Abstract:

The main objective of the study was to extract the specific factors of the financial structure in the services sector in the Khartoum Stock Exchange during the period 2014-2016 through the use of the Panal longitudinal regression model and using the Eviews 09 program used to explain and find the relationship between the financial structure and a range of financial and representative variables In: asset structure, size of the institution, age of the institution, growth rate, financial rate of return and return on assets. The sample included 30 service establishments.

The study found that the return on assets, size of the institution and financial profitability were the most influential determinants of the financial structure of these institutions, while the asset structure, growth rate and the age of the institution had no statistical significance and thus play no role in interpreting the financial structure For these institutions.

Keywords: Determinants of Financial Structure; Financing; Financial Structure; Service Establishment; Khartoum Stock Exchange.

Jel Classification Codes : G32.

I- تمهيد:

تقوم المؤسسات في هذا العصر بالبحث عن طرق وأساليب تمكنها من الاستمرارية وتحقيق مستويات مقبولة للأداء بكافة أنواعه خاصة المتعلقة بالأداء المالي ويرتبط هذا الأخير حسب العديد من الباحثين بالقرارات المالية التي تتخذها هذه الأخيرة، فالنظرة الحديثة للإدارة المالية تعتمد على تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، ولا يكون هذا إلا من خلال إيجاد التوليفة المثلى لمصادر التمويل التي تمكن المؤسسة من القيام باستثمارات المثلى والتي تسعى من خلالها لتحقيق الأرباح ومن ثم توزيعها لهؤلاء المالكين غير أن الظروف الغير المستقرة التي تعيشها المؤسسة تجعل من الصعوبة بمكان اتخاذ بعض القرارات التي يمكن أن يكون لها أثر كبير على القيمة السوقية للمؤسسة.

لذلك يعتبر قرار التمويل أحد القرارات المالية التي من شأنها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، غير أن هذا الأخير لا يزال مثار جدل بين الباحثين والمحللين الماليين ويمتاز بالغموض وعدم استكمال جميع جوانبه، وهو ما تؤكد الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع ومن أشهرها فرضية (Miller and Modigliani (M&M, 1958) التي أكدت على أن استخدام مصادر التمويل الداخلي والخارجي لا يكون لها تأثير على تكلفة المؤسسة ومن ثم على قيمتها السوقية، ثم توالى بعد ذلك الدراسات التي حاولت تحديد تشكيلة الهيكل المالي الأمثل وإمكانية تأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة أم لا ومن بين هذه الدراسات نجد دراسة (Myerz 1990) والتي توصلت إلى ترتيب لمصادر التمويل كما يلي: التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال ثم الاستدانة كحل أخير تلجأ إليه المؤسسة في تحديد تشكيلة الهيكل المالي.

تعد سوق الخرطوم للأوراق المالية من بين أهم الأسواق المالية العربية الناشطة والتي تضم عدد لا بأس به من المؤسسات المختلفة ضمن قطاعات مختلفة، وفي مطلع العام 2017 تحصلت على جائزة التميز في تداول الأوراق المالية من اتحاد البورصات العربية¹، وتولي هذه الأخيرة أهمية كبيرة لتركيبة الهيكل المالي خاصة بعد قيام الحكومة بإدراج صكوك إسلامية للتداول في سنة 2000.

بناء على ما سبق، تتجسد مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي: ماهي المحددات الأكثر تأثيراً على الهيكل المالي لمؤسسات الخدمات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى 2016؟

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضية التالية:

H₁: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والمؤشرات المالية الخاصة بالمؤسسة (حجم المؤسسة،

معدل النمو، هيكل الأصول، عمر المؤسسة، المردودية المالية، العائد على الأصول).

1. الإطار النظري للهيكل المالي:

يعتبر اختيار المزيج الأمثل للهيكل المالي من أصعب القرارات التي يتخذها المدير المالي حيث أنها تتعكس بالأساس على نتائج ونشاط المؤسسة لذلك تقوم هذه الأخيرة باختيار المزيج الذي يحقق لها الاستمرارية وتحقيق الأرباح.

1.1 ماهية الهيكل المالي وأهم نظرياته:

لقد قدمت للهيكل المالي العديد من التعاريف ولكنها تتفق فيما بينها بأنها "عبارة عن خليط من المصادر التمويلية التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية"². كما يمكن تعريفه كذلك بأنه: "ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة"³.

وكما هو معلوم فإن الهيكل المالي يتكون من الديون والمتمثلة عادة في القروض طويلة الأجل وأموال الملكية متمثلة في الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة، وهذه التركيبة أو المزيج عادة ما كان مثاراً جدلاً بين الباحثين في اختيار الهيكل المالية المثلى للمؤسسة وهو ما تُرجم في العديد من النظريات التي حاولت تبرير اختيار هيكل مالي معين ومن أبرز هذه النظريات نجد:

- **نظرية مدلياني وميلر 1958:** يعتبر العديد من الباحثين أن الدراسة التي قام بها كل من مدلياني وميلر سنة 1958 هي منطلق الأبحاث في هذا المجال حيث قدما تحليلاً ينطلق من أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بنمط التمويل المختار والمعتمد من قبلها ومن ثم بقاء تكلفة رأس المال ثابتة، وبعد الانتقادات التي وجهت لهذا البحث خاصة ما تعلق بالأثر الضريبي، قام الباحثان سنة 1963 بإعادة صياغة نموذجهما أخذين بالاعتبار الضريبية على أرباح الشركات فكانت النتيجة التي تم التوصل إليها أنه كلما اعتمدت المؤسسة في اختيار هيكلها المالي على الاستدانة كلما أدى ذلك إلى انخفاض تكلفة التمويل الإجمالية ومن ثم يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.

- **نظرية الوكالة:** تركز هذه النظرية على المصالح المتضاربة الموجودة بين مختلف المتعاملين الذي لهم علاقة مباشرة بالمؤسسة الشيء الذي ينعكس بالضرورة على اختيار الهيكل المالي وبما يخدم مصالح كل طرف، ويرجع اكتشاف هذه النظرية إلى الأعمال التي قام بها كل من Jensen & Meclling سنة 1976 وذلك من خلال تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يؤدي إلى الإيفاء بالتزامات التعاقدية لجميع الأطراف ومن ثم تخفيض حالة عدم التأكد واختيار الهيكل التمويلي المناسب.⁴

- **نظرية المفاضلة:** تنطلق هذه النظرية من الأبحاث التي قام بها Myers سنة 1977، والذي أفترض أنه في الكفاءة التامة للأسوأ وعدم وجود تكلفتي الوكالة والإفلاس، وعدم وجود كذلك الضرائب قام ببناء نموذج وتوصل إلى نتيجة مفادها استقلالية قيمة المؤسسة عن الهيكل المالي، وفي حالة وجود تكلفة الإفلاس فلها تأثير على قيمة المؤسسة.

- **نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:** يعود الأساس النظري لهذه الدراسة إلى الأبحاث التي جرت في سنوات الستينات (1960) ومن أبرزها دراسة Danaldson التي قام بتطويرها كل من Myers & Majluf سنة 1984 ووفقاً لهذه النظرية بأنه لا يوجد هيكل مالي أمثل وإنما يتم ترتيب المصادر التمويلية وفقاً لما يأتي في الهيكل المالي: التمويل الذاتي، اللجوء إلى الديون، ثم إصدار الأسهم كملجأً أخيراً.⁵

2. محددات الهيكل المالي: يتأثر المزيج المكون للهيكل المالي بعدة متغيرات أو محددات التي تنتمي إلى المحيط المالي، وتتميز هذه المتغيرات بالتقلب وعدم الثبات وقد قسم الباحثين هذه المتغيرات إلى متغيرات داخلية (موجودة داخل المؤسسة) وأخرى متغيرات خارجية كل هذه المتغيرات تحدد معالم هذا الهيكل وذلك من خلال الموازنة بين العائد والمخاطر ومن أهم هذه المحددات نجد:

1.2 هيكل الأصول: يرى الكثير من الباحثين أن لهيكل الأصول دوراً مهماً في تحديد معالم الهيكل المالي إذ يعتبر أن ارتفاع قيمة الأصول ثابتة يؤدي إلى زيادة احتياج المؤسسة لتمويل طويل الأجل، ونفس الشيء بالنسبة للاستثمارات المتداولة فكلما زادت يؤدي إلى زيادة طلب تمويل بغرض اقتنائها مما يؤدي إلى زيادة قروض قصيرة الأجل ومن ثم زيادة نسبة المديونية في الهيكل المالي على اعتبار أن المؤسسات التي لها أصول قليلة هي أقل ضماناً وأكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومة لذلك تلجأ هذه المؤسسات إلى الاستدانة كونها أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة بالتمويل

بالأسهم من جهة، ومن جهة أخرى توصل كل من Bradley et Al (1984) في دراستهما أن المؤسسات ذات مستوى العالي من الأصول الثابتة تقتض أموال بمعدل فائدة أقل مضمونة بقيمة الأصول الموجودة لديها.⁶

2.2 حجم الشركة: مما لا شك فيه أن حجم المؤسسة يلعب دوراً أساسياً في تأثير على الهيكل المالي وذلك لعدة أسباب من بينها أن المؤسسات صغيرة الحجم تكلف التمويل بالاستدانة فيها تكون مرتفعة بسبب أن المالكين يخافون من تكلفة الإفلاس من جهة وأن المقرضين من جهة أخرى عادة ما يضعون شروط إضافية على هذا النوع من المؤسسات بسبب رسالتها الصغيرة فهم يخافون على أموالهم، في حين أن الشركات الكبيرة وبسبب ضخامة رأسمالها فهي تستطيع دخول للأسواق المالية وفتح رأسمالها أو الاستدانة بمعدلات كبيرة من جهة ومن جهة أخرى تستفيد هذا النوع من المؤسسات من وفورات الحجم الشيء الذي ينعكس بصفة مباشرة على التكلفة الإجمالية للتمويل التي عادة ما تكون أقل.

3.2 عمر المؤسسة: يؤثر عمر المؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في الهيكل المالي حيث يعتبر العديد من الباحثين أن هذا المحدد له أهمية خاصة إذ يستدل به كمؤشر لسمعة المؤسسة إذ يعطي فكرة عن قدرة هذه الأخيرة على الاستمرارية والبقاء وفي العادة تلجأ المؤسسات الحديثة إلى الاستدانة بغرض تلبية احتياجاتها التمويلية أما المؤسسات القديمة فإذا ما احتاجت إلى التوسع والنمو فستلجأ إلى الاستدانة بشروط ميسرة وهنا اختلفت النظريات في اتجاه التأثير فحسب نظرية المفاضلة يتوقع وجود علاقة إيجابية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي في حين أن نظرية التمويل الرتبي فتري أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي.⁷

4.2 معدل النمو: عادة ما تلجأ المؤسسات ذات النمو المرتفع للاستدانة لتغطية مختلف احتياجاتها التمويلية في حين ذات النمو المنخفض فتلجأ إلى التمويل بحسب النمو المتوقع وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، وحسب نظرية الإشارة فإن معدل النمو يعتبر كمؤشر عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة ومن ثم يقبل المقرضون على إقراض المؤسسة بشروط ميسرة وبالتالي وجود علاقة إيجابية بين معدل النمو والهيكل المالي⁸، غير أن الدراسة التي قام بها كل من (1995) Roden & Lewellen، و (1995) Rajan & Zingales أظهرت وجود علاقة عكسية بين معدل النمو المؤسسة ونسبة المديونية في هيكل مالها بسبب زيادة المخاطر مع زيادة الاستثمارات الجديدة.

5.2 الربحية: يجمع العديد من الباحثين أن للربحية تأثير إيجابي على الهيكل المالي فكلما ارتفعت نسبة الربحية في المؤسسة كلما ارتفعت قدرتها على الاستدانة، فحسب Myers & Majluf (1984) تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي والمشكل من الأرباح المحتجزة ثم في مرحلة مقبلة على التمويل بالاستدانة وهذا يحدث في حالة عدم وجود تماثل في المعلومات وهذا لتقليل من خطر الإفلاس، غير أن بعض الدراسات التي قام بها كل من (1999) Sunder Myers، و (2003) Cabar & Holms، و (2004) Hall & Al وجدوا أن هناك علاقة عكسية بين الربحية والهيكل المالي.⁹

6.2 معدل الفائدة: تعكس معدلات الفائدة كما هو معلوم ثمن المبالغ النقدية المتنازل عنها خلال فترة زمنية معينة يلتزم المقترض بدفعها إلى المقرض وهي تدخل في تكلفة رأس المال، فالعلاقة التي تربط معدل الفائدة بالهيكل المالي هي علاقة عكسية على اعتبار أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي بإدارة المؤسسة إلى امتناع أو تخفيض من الاعتماد على الدين الخارجي مما يؤدي إلى زيادة الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي الشيء الذي ينتج عنه ارتفاع في تكلفة التمويل الإجمالية.

7.2 نظام الضريبي: تلعب الضريبة دوراً هاماً في اختيار تشكيلة الهيكل المالي على اعتبار أن الضريبة عبارة عن فريضة مالية نقدية تأخذها الدولة جبراً من الأعوان الاقتصاديين لتحقيق أهداف الدولة عامة، فعند ارتفاع معدلات الضرائب على

الأرباح فتلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على التمويل بالديون وذلك بغية تخفيض التكلفة الإجمالية للتمويل والاستفادة من تقليل الوعاء الضريبي التي تتميز به الاستدانة.¹⁰

3. الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسات والأبحاث التي تناولت موضوع محددات الهيكل المالي ومن بين هذه الدراسات:

1.3. دراسة عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة (2011):¹¹ تهدف هذه الدراسة إلى معرفة محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية في سوق عمان المالي خلال الفترة 2000-2006 من خلال تحديد العلاقة التي تربط بين نسبة المديونية وكل من حجم، عمر، ربحية، سيولة، هيكل أصول المؤسسة والنمو المتوقع لها، الضرائب ومخاطر المؤسسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى على عينة مكونة من 89 مؤسسة مدرجة في سوق عمان المالي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال وحجم المؤسسة، ووجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال وكل من ربحية الشركة، سيولتها، هيكل الأصول ومخاطرها وعدم وجود أي علاقة بين هيكل رأس المال وكل من عمر المؤسسة، النمو المتوقع والضرائب.

2.3. دراسة محمد توفيق حسن أبو شربة (2005)¹²: تهدف الدراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال في المؤسسات غير المالية في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-2004 وذلك من خلال دراسة العلاقة الموجودة بين الهيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المالية باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لعينة مكونة من 17 شركة مدرجة في سوق المالي الفلسطيني، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال والعائد على حقوق الملكية، بينما وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال وحجم الشركة، وعدم وجود أي علاقة بين هيكل رأس المال ومعدل النمو، الأصول الثابتة، الضريبة المدفوعة والمخاطر النظامية.

3.3. دراسة بلخير بكاري، ضيف أيوب (2017)¹³: تهدف الدراسة إلى التعرف على أي العوامل الأكثر تحديدا للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات في الجزائر خلال الفترة 2011-2014 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية لتفسير العلاقة بين هيكل المالي ومجموعة من المتغيرات المالية والمثلة في: هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية، وشملت العينة 30 مؤسسة خدمية، وقد توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول وعمر المؤسسة هما المحددين الأكثر تأثيرا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات، في حين أن كل من حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

4.3. دراسة Keshar J Baral (2004): تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة النيبال خلال الفترة الممتدة 2003-2004 لعينة مكونة من 31 مؤسسة تشمل قطاع كل من المصارف التجارية والتأمين وشركات التمويل، وذلك من خلال إيجاد العلاقة الموجودة بين الهيكل المالي والمتغيرات المالية التالية: حجم المؤسسة، المخاطر التجارية، معدل النمو، معدل الفائدة، توزيعات الأرباح، قدرة خدمة الدين، درجة الرافعة التشغيلية، وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى أن كل من حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل الفائدة لها تأثير على الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

5.3. دراسة Awara & Obim & Atseye (2014): تقوم الدراسة على إيجاد محددات الهيكل المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة الممتدة من 1999-2012 لعينة مكونة من 25 مؤسسة وباستخدام نموذج

الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية (Panal) توصلوا إلى ان كل من الربحية، مخاطر التشغيلية، معدل النمو، حجم المؤسسة هي المحددات أكثر تأثيراً على الهيكل المالي في المؤسسات المدرجة في بورصة نيجيريا.

II - الطريقة والأدوات :

سنقوم في هذه المرحلة بإجراء دراسة تطبيقية للعوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الخرطوم المالي من خلال دراسة إحصائية قياسية لهذه العوامل ثم استخراج النتائج المتوصل إليها.

1 . مجتمع وعينة الدراسة :

يمثل مجتمع الدراسة جميع الشركات قطاع الخدمات السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة (2014 - 2016)، ووقد رعي في اختيار عينة الدراسة الشروط التالية:

- أن تكون الشركة مدرجة في بورصة الخرطوم؛
 - ألا تكون قد أوقفت عن التداول خلال أي سنة من سنوات الدراسة؛
 - ألا تكون الشركة قد تم الاستحواذ عليها أو تم إدماجها.
- وبناء على الشروط السابقة تم اختيار عينة مكونة من 30 شركة مدرجة في البورصة.

2. متغيرات الدراسة :

نستخدم في هذه الدراسة سبعة متغيرات منها متغير تابع واحد وهو معدل الهيكل المالي TDT ممثلاً بالنسبة التالية: إجمالي الديون / إجمالي الأصول وستة متغيرات مستقلة ممثلة فيما يلي:

- هيكل الأصول GAR ممثلاً بالنسبة التالية: الأصول الثابتة / إجمالي الأصول.
- المردودية المالية FP تتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.
- معدل النمو CROISS والممثل بالنسبة القيمة السوقية / القيمة الدفترية.
- حجم الشركة TAILLE والمعبر عنه باللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول كقياس لحجم شركة.
- عمر الشركة AGE والمعبر عنها بعدد سنوات التي ضمت منذ تأسيس الشركة ومباشرة أعمالها إلى سنة 2014.

- عائد على الأصول ROA والممثل بالنسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الأصول.
- أما ما تعلق بصياغة نموذج رياضي لاختبار محددات الهيكلية المالية لمؤسسات المدرجة في بورصة الخرطوم تم تصميم النموذج ليتكون من مجموعة من المحددات والتي نعتقد أن لها تأثير على الهيكل المالي، إلا أنه توجد عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير في اختيار توليفة الهيكل المالي، ليكون بذلك النموذج وفق الصيغة الآتية:

$$TDT = b_0 + b_1GAR + b_2FP + b_3CROISS + b_4TAILLE + b_5AGE + b_6ROA + E_i$$

3 . الدراسة القياسية :

سنقوم في هذا الجزء بتحديد النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة الموجودة بين الهيكل المالي ومحدداته وهذا بالاعتماد على برنامج Eviews 9 ونماذج بانل التي تتناسب مع معطيات هذه الدراسة، وقد تم جمع المعطيات المالية من خلال التقارير المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لـ 30 شركة من موقع بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014- 2016 ثم قمنا بعدها بحساب النسب المالية التي تمثل متغيرات الدراسة، ومن أجل تحديد متغيرات ذات الدلالة الإحصائية اعتمدنا على اختبار ستودينت والقدرة التفسيرية للنموذج من خلال اختبار فيشر ومعامل التحديد المصحح.

1.3. تحليل الارتباط: تبين إشارة معامل الارتباط طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرين سواء كانت عكسية أو طردية، في حين أن قيمة معامل الارتباط r يقيس قوة العلاقة الموجودة بين هيكل المالي وأحد محدداته وذلك من خلال القيمة الاحتمالية (prop) عند مستوى 0.05.

نلاحظ من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 01 (أنظر الملحق) أن هناك علاقة طردية بين معدل الهيكل المالي وكل من معدل النمو وحجم المؤسسة وهي ذات دلالة إحصائية بنسبة لحجم المؤسسة (0.000) وغير دالة بالنسبة لمتغير النمو (0.2495) حيث ان الزيادة في حجم المؤسسة يكون له أثر إيجابي على الهيكل المالي.

نلاحظ كذلك وجود علاقة عكسية بين كل من معدل الهيكل المالي وكل من مردودية المالية، العائد على الأصول، وعمر المؤسسة بقيم احتمالية على التوالي (0.006، 0.020، 0.008) وهي أقل من مستوى الدلالة 0.05 ويعكس ذلك أن كل زيادة في المتغيرات السابقة من شأنها أن يترك أثر سلبي في الهيكل المالي.

يتضح كذلك من خلال النتائج الواردة في نفس الجدول أن هناك علاقة طردية ومعنوية بين كل من المردودية المالية وعائد على الأصول وعمر المؤسسة على التوالي حيث بلغت القيمة الاحتمالية لهما (0.000، 0.0237)، في حين كذلك وجود علاقة طردية معنوية بين كل من هيكل الأصول وعائد على الأصول والتي بلغت 0.0144، وكذلك وجود علاقة بين عائد على الأصول وعمر المؤسسة 0.0051 وهي معنوية أقل من 0.05.

2.3. اختبار لاغرونج (LM):

يعتبر هذا الاختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية والذي يعتمد على اختيار ما بين نموذج الانحدار التجميعي أو نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وذلك اعتمادا على القيمة الاحتمالية المرافقة ل (LM)، فإذا كانت قيمة الاحتمالية ل (LM) أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية H_0 والتي تنص أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم ونقبل الفرضية H_1 نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم للعلاقة.

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 05 (أنظر الملحق) نجد ان القيمة الاحتمالية Prob=0.000 هي أقل من 0.05 ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي أننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي ونقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية.

3.3 . اختبار هوسمان (Hausman):

يستخدم هذا الاختبار للفصل في الاختيار بين التأثيرات الثابتة والعشوائية بناء على الارتباط الموجود بين المتغيرات الفردية المستقلة بعد التأكد في الاختبار السابق بأنه ليس نموذج الانحدار التجميعي ويعتمد هذا الاختبار على فرضيتين هما:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لمثل العلاقة.

تشير النتائج الواردة في الجدول رقم 06 (أنظر الملحق) أن قيمة الاحتمالية المرافقة لهذا الإخبار بلغت 0.0147 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض الفرضية H_0 أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة في تقدير بيانات الدراسة.

II - النتائج ومناقشتها :

1 . **تشخيص القوة الإحصائية للنموذج:** بعد ان تم التأكد في الاختبارات السابقة بأن النموذج الأفضل في هذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة سيتم في هذا الجزء الحكم على مدى قبول النموذج من الناحية الإحصائية وذلك من خلال الحكم على الدلالة الإحصائية للمعالم المقدرة وجودة التوفيق والنموذج ككل.

1.1 **اختبار جودة التوفيق:** يعتمد هذا الاختبار بصفة أساسية على معامل التحديد المصحح لمعرفة نسبة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، وحسب النموذج المختار أعلاه ألا وهو نموذج التأثيرات الثابتة وحسب النتائج الواردة في الجدول رقم 07 (أنظر الملحق) نجد أن معامل التحديد بلغت قيمته $R=0.941$ ومعامل التحديد المصحح $Adjusted R-squared = 0.903$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 90.30% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة جيدة ومقبولة.

2.1 **اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم:** يركز هذا الاختبار على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال المقارنة بين إحصائية t المحسوبة والمجدولة وكذلك الاعتماد على القيمة الاحتمالية لإحصائية t ومقارنتها بمستوى المعنوية 0.05 وفقا للفرضيتين التاليتين:

$$b_i=0/ i=1, \dots, 6 : H_0$$

$$b_i \neq 0/ i=1, \dots, 6 : H_1$$

انطلاقا من النتائج الواردة في الجدول رقم 07 (أنظر الملحق) نجد ان معلمة الحد الثابت b_0 قيمتها الاحتمالية (0.0112) وهي أقل من 0.05 مما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 أي أنها تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الحد الثابت والمتغير التابع.

بالنسبة لباقي المتغيرات المستقلة فنجد ان كل من عائد على الأصول، حجم المؤسسة، المردودية المالية، قد بلغت قيمها الاحتمالية على التوالي 0.0000، 0.0018، 0.000، وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي قبول الفرض البديل H_1 ما يعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة السابقة والمتغير التابع (معدل الهيكل المالي). نلاحظ كذلك من خلال نفس الملحق أن كل من هيكل الأصول، معدل النمو وعمر المؤسسة أن قيمها الاحتمالية تساوي 0.149، 0.179، 0.274 على التوالي وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية وبناءا عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من هيكل الأصول، معدل النمو، عمر المؤسسة ومعدل الهيكل المالي.

3.1 اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يعتمد هذا الاختبار على إحصائية فيشر من خلال مقارنة القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر مع مستوى المعنوية 0.05، فمن خلال النتائج الواردة في الجدول رقم 07 (أنظر الملحق) نجد أن قيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر قدرت بـ $Prob(f-stat)=0.000$ وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي نرفض H_0 ونقبل H_1 ما يدل على وجود معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر أي هناك دلالة إحصائية ومعنوية كلية للنموذج. ومن خلال ما سبق يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي:

$$TDT = -2.4635 - 0.0110 AGE + 0.0062 CROISS - 3.2327 FP - 0.2060 GAR + 2.8569 ROA + 0.4105 TAILLE + Eit$$

2. تفسير النتائج:

بينت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل العائد على الأصول والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة Awara&Obim & Atseye (2014)، Peterson & Rajan (1994) ومخالفة لما جاء في دراسة محمد توفيق حسن أبو شربة (2005) والذي توصل في دراسته إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، ويعود وجود العلاقة الطردية بين العائد على الأصول والهيكل المالي لدى شركات المدرجة في بورصة الخرطوم لتفضيل الأخيرة لتمويل الداخلي الناجم عن تراكم الاحتياطات عوض اللجوء إلى التمويل الخارجي.

كما كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل حجم المؤسسة والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في الكثير من الدراسات ومن بينها: دراسة عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة (2011)، دراسة محمد توفيق حسن أبو شربة (2005)، دراسة Keshar J Baral (2004)، دراسة Awara&Obim & Atseye (2014)، حيث أنها كلما كانت المؤسسة كبيرة الحجم كان أسهل عليها الحصول على القروض بسبب ضخامة أصولها وانخفاض مخاطرها.

وأظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المردودية المالية والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة Mwangi & al (2014) غير أن العديد من الدراسات لم تجد أي علاقة ذات دلالة بين المردودية المالية والهيكل المالي كدراسة Saeedi & Mahmoodi (2011)، Abdul (2012)، Bkhtiar et al (2014)، بلخير بكارى وضيف أيوب (2017).

وقد كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل معدل النمو والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة Roden & Zingales (1995)، Roden & Lewellen (1995)، عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة (2011)، بلخير بكارى وضيف أيوب (2017)، ويرجع ذلك إلى أن المؤسسات المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية لا تأخذ معدل النمو كمؤشر في اتخاذ قرار التمويل لذلك فهي لا تلجأ إلى الاستدانة خوفاً من مخاطر المصاحبة لها.

كما أظهرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل هيكل الأصول والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت مخالفة لما جاء في دراسة كل من عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة (2011)، بلخير بكارى وضيف أيوب (2017)، ويرجع سبب اعتقادنا إلى أن المؤسسات المدرجة في بورصة السودانية لا تعطي أي أهمية لهيكل أصول المؤسسة باعتبار أن الزيادة في نسبة الأصول الثابتة في كثير من الأحيان لا يعني بالضرورة انخفاضاً لمخاطر الشركة بحيث أنها لا تعتمد على أصولها لضمان القروض مما يجعلها لا تؤثر على الهيكل المالي.

وكشفت كذلك نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل عمر المؤسسة والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5% وهذه النتيجة جاءت موافقة لما جاء في دراسة كل من عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة (2011)، ومخالفة لنتائج دراسة كل من بلخير بكارى وضيف أيوب (2017) ويعود ذلك حسب اعتقادنا إلى خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تختلف عن خصوصية المؤسسات المدرجة في البورصة من حيث القدرة على الاستدانة.

IV - الخلاصة:

حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية استخراج أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية وذلك لعينة مكونة من 30 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2014-2016، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات أهمها:

كشفت نتائج الدراسة أن هناك ثلاثة متغيرات مستقلة وهي عائد على الأصول، حجم المؤسسة والمردودية المالية هي المسؤولة على تحديد الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الخرطوم بنسبة 90٪، حيث يفسر الأثر الإيجابي لحجم المؤسسة على الهيكل المالي من خلال أن المؤسسات صغيرة الحجم تواجه صعوبات في الحصول على القروض من البنوك والمؤسسات المالية بسبب تعرض هذه الأخيرة لمخاطر أكبر من الشركات الكبيرة، في حين أن عائد على الأصول يسمح للمؤسسات بإعادة استعمال الأرباح المحتجزة في تمويل مشاريعها بدل الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي له أثر إيجابي في تحديد الهيكل المالي، غير أن المردودية المالية حيث وجد هناك علاقة عكسية معنوية بينها وبين معدل الهيكل المالي ويعود ذلك إلا أن المؤسسات كلما حققت نتيجة صافية أكبر كلما لجأت لتمويل نفسها من التمويل الداخلي وبالتالي الإحجام عن الاستدانة.

كما كشفت الدراسة عن استبعاد ثلاثة متغيرات مستقلة وهي هيكل الأصول، معدل النمو وعمر المؤسسة، حيث كشف التحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية.

أثبتت نتائج الدراسة أنه لتحسين أداء المؤسسات الخدمية الناشطة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية التركيز على العوامل التي لها تأثير على الهيكل المالي كزيادة حجم الشركة وزيادة نسبة الأصول والتركيز على العوامل التي من شأنها زيادة ربحية المؤسسة وبذلك يقترح الباحث توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية ومن حيث المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تقع ضمن الدراسة وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات المستخدمة في الدراسة بطريقة أخرى خاصة المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية.

- الملاحق:

الجدول رقم 01: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary							
Date: 04/30/18 Time: 12:22							
Sample: 2014 2016							
Included observations: 90							
Correlation Probability	TDT	FP	GAR	CROISS	ROA	TAILLE	AGE
TDT	1.000000 -----						
FP	-0.287701 0.0060	1.000000 -----					
GAR	-0.188966 0.0745	0.134173 0.2074	1.000000 -----				
CROISS	0.122631 0.2495	0.075303 0.4806	-0.125681 0.2379	1.000000 -----			
ROA	-0.2495 0.0200	0.941830 0.0000	0.257235 0.0144	0.049094 0.6459	1.000000 -----		
TAILLE	0.518468 0.0000	0.187104 0.0774	0.121789 0.2528	-0.109899 0.3025	0.162220 0.1266	1.000000 -----	
AGE	-0.275958 0.0085	0.238386 0.0237	-0.014718 0.8905	-0.169420 0.1104	0.292750 0.0051	-0.197345 0.0623	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول رقم 02: نتائج نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:54				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.301681	0.251094	-5.184035	0.0000
FP	-2.833586	0.633354	-4.473935	0.0000
GAR	-0.213516	0.060171	-3.548489	0.0006
CROISS	0.019993	0.008377	2.386678	0.0193
ROA	1.681834	0.559241	3.007353	0.0035
TAILLE	0.245066	0.030389	8.064206	0.0000
AGE	-0.003367	0.003151	-1.068317	0.2885
R-squared	0.553965	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.521722	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.166825	Akaike info criterion	-0.669158	
Sum squared resid	2.309933	Schwarz criterion	-0.474729	
Log likelihood	37.11213	Hannan-Quinn criter.	-0.590753	
F-statistic	17.18070	Durbin-Watson stat	0.553589	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم 03: نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:58				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.463549	0.938175	-2.625893	0.0112
FP	-3.232722	0.686348	-4.710036	0.0000
GAR	-0.206057	0.141047	-1.460907	0.1498
CROISS	0.006292	0.004626	1.360063	0.1795
ROA	2.856911	0.595612	4.796600	0.0000
TAILLE	0.410517	0.125289	3.276576	0.0018
AGE	-0.011045	0.010005	-1.103987	0.2745
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.941163	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.903028	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.075118	Akaike info criterion	-2.050336	
Sum squared resid	0.304707	Schwarz criterion	-1.050412	
Log likelihood	128.2651	Hannan-Quinn criter.	-1.647108	
F-statistic	24.67962	Durbin-Watson stat	2.548153	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم 04: نتائج نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/26/18 Time: 12:57				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.182373	0.343417	-3.442967	0.0009
FP	-3.177196	0.475085	-6.687637	0.0000
GAR	-0.239619	0.078372	-3.057466	0.0030
CROISS	0.009826	0.004355	2.256498	0.0267
ROA	2.607444	0.404739	6.442286	0.0000
TAILLE	0.236939	0.042769	5.539987	0.0000
AGE	-0.007846	0.004093	-1.916786	0.0587
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			0.143756	0.7855
Idiosyncratic random			0.075118	0.2145
Weighted Statistics				
R-squared	0.447781	Mean dependent var	0.112104	
Adjusted R-squared	0.407862	S.D. dependent var	0.103241	
S.E. of regression	0.079444	Sum squared resid	0.523848	
F-statistic	11.21713	Durbin-Watson stat	1.616515	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.483039	Mean dependent var	0.388132	
Sum squared resid	2.677249	Durbin-Watson stat	0.316298	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم 05: اختبار لاغرونج LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses : No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives)			
Test Hypothesis			
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	39.49778 (0.0000)	0.863403 (0.3528)	40.36119 (0.0000)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول رقم 06: اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation : Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob
Cross-section random	15.835911	6	0.0147

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews9

الجدول رقم 07: يوضح معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

التغير التابع: الهيكل المالي tdt	
الفترة: 2014 - 2016 T=3 N= 30 مجموع مشاهدات البانل: 30 × 90 مشاهدة .	
نموذج التأثيرات الثابتة	المتغيرات التفسيرية
-2.463549 (0.0112)*	Constante
2.856911 (0.0000)*	ROA
-0.206057 (0.148)*	GAR
0.006292 (0.175)*	CROISS
0.410517 (0.0018)*	TAILLE
-0.011045 (0.274)*	AGE
-3.232722 (0.0000)*	FP
0.941163	R - squared
0.903028	Adjusted R - squared
0.000000	Prob (F - statistic)
-0.263728	E1
0.338748	E2
0.329404	E3
0.072304	E4
-0.112292	E5
-0.413128	E6
0.305511	E7
0.115698	E8
-0.280991	E9
0.179383	E10
0.113271	E11
-0.338172	E12
0.062713	E13
-0.179871	E14
-0.062860	E15
0.027367	E16
-0.131690	E17
0.012781	E18
0.209029	E19
-0.430865	E20
0.069120	E21
0.313200	E22
-0.044280	E23
0.276959	E24
0.012249	E25
0.018212	E26
-0.010853	E27
0.007424	E28
-0.299688	E29
0.105045	E30

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Eviews9

- الإحالات والمراجع:

- 1 . سوق الخرطوم للأوراق المالية (2017)، التقرير السنوي لسنة 2017، والموجود في موقع الألكتروني للبورصة www.kse.com.sd تاريخ التصفح 07 2018، 07
- 2 . عبد الكريم بوحادة (2011)، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأسهام في تحديد القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، ص 41.
- 3 . عبد العزيز النجار (2007)، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ص 393.
- 4 . Nirajini A, Priya KB(2013), Impact of capital structur of Financial Performance of listed trading compagnies in Srilanka, international journal of science and research publication, n:5, Srilanka, p2.
- 5 . Michel Albouy et Al(2003), Les grande auteurs en finance, EMS, Parisp240.□
- 6 . غازي فلاح المومني، علي محمود حسن (2011)، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، الجامعة الأردنية، ص 369.
- 7 . عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة (2011)، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية للفترة 2000 -2006، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد7، العدد 2، الجامعة الأردنية، ص 233 .
- 8 . زغود تبر (2009)، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير غير منشورة، جامعة ورقلة، ص 117.
- 9 . Atseye Anake, Edim Obim, Felix Awara(2014), Deteminants of Financial Structure; Evidence from Nigerian Quoted Firms, Research Journal of Finance and Accounting, vol5, n:16, P57.
- 10 . غريب بولرباح، عبد الباقي بوضياف، فريد بن ختو(2017)، تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل - دراسة قياسية على شركات المساهمة الجزائرية (2010- 2015)، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد2، جامعة الوادي، ص 60.
- 11 . عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، مرجع سبق ذكره.
- 12 . محمد توفيق حسن أبو شربة (2005)، محددات هيكل رأس المال، حالة الشركات المساهمة العامة غير المالية الفلسطينية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن.
- 13 . بكاري بلخير، ضيف أيوب (2017)، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة خلال الفترة 2011 -2014، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 1، غرداية الجزائر.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، صلاح الدين نعاس. (2018). العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمانية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى اقتصادية، (01)08، جامعة الوادي، الجزائر ص.ص 35-48.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسب

المصنف - غير تجاري. 4.0 رخصة عمومية دولية (CC BY-NC 4.0).



Roa Iktissadia Review is licensed under a Creative Commons Attribution-Non Commercial license 4.0 International License. Libraries Resource Directory. We are listed under Research Associations category