

هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة (دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين)

عبدالله محمد امهلهل - كلية الاقتصاد - جامعة سرت

علي مفتاح التائب - كلية الاقتصاد - جامعة سرت

الملخص

تُعد قرارات الاستثمار والتمويل أهم القرارات المالية الحاسمة في منشآت الأعمال التي يتوقف عليها مستقبلها ، وذلك لما لها من أثرٍ بارزٍ على ربحيتها ودرجة المخاطرة التي قد تواجهها في أسواقها المختلفة. ويحتل قرار تشكيل وصياغة الهيكل التمويلي للمنشأة مكانة هامة في هذه القرارات ، وذلك للدور المؤثر الذي يلعبه في رسم السياسات وتنويع الهيكل الاستثماري للمنشأة. ونظرا لأهمية ذلك ركزت هذه الدراسة على اختبار هذه العلاقة المفترضة. ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحالة من خلال تحليل البيانات المالية لشركة ليبيا للتأمين خلال الفترة مابين 1996-2010م ، باستخدام البرنامج الاحصائي الذي يتناسب وأهداف البحث. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر مهم لتركيبية هيكل التمويل على تنوع هيكل الاستثمارات مابين استثمارات متوسطة الأجل واستثمارات طويلة الأجل ، كما توصي الدراسة بزيادة الإهتمام بقرار اختيار هيكل تمويل استثمارات الشركة من خلال بذل المزيد من الدراسة والرشد وذلك لأهمية قرارات الاستثمار والتمويل وتأثيرهما المتبادل على بعضهما.

1 مقدمة

حظي موضوع الهيكل التمويلي باهتمام بالغ من قبل كثيرٍ من الباحثين في أدبيات التمويل، منذ بضعة عقود وحتى يومنا هذا، ومن أهم ملامح الوزن الكبير الذي حظي به موضوع الهيكل التمويلي، ما تم بشأنه من جدل نظري ودراسات تطبيقية على مختلف القطاعات في دول شتى، حيث أن تلك الدراسات أظهرت بدورها الخلافات والاختلافات، فأصبح من الصعب تعميم استنتاجات معينة على دول بعينها، أو أنشطة اقتصادية بعينها، ويرجع ذلك أساسا إلى اختلاف البيئة الاقتصادية والثقافية بين الدول واختلاف طبيعة النشاط بين القطاعات، وكذلك الاختلافات بين الشركات داخل نفس القطاع من حيث حجم النشاط، حجم الاستثمارات، مستوى الربحية، كفاءة الإدارة، درجة الميل للمخاطرة لدى القائمين على إدارة الشركة (حسن، 1998، ص 769).

وتبرز أهمية دراسة الهيكل التمويلي ، نظرا لحاجة جميع المؤسسات والشركات إلى الأموال من أجل المحافظة على بقائها في بيئة الأعمال المعاصرة، التي يتم تدبيرها عن طريق مصادر التمويل الذاتية المتمثلة في حقوق الملكية، ومصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الخصوم المتداولة والطويلة الأجل (الائتمان التجاري والمصرفي). وتعد القرارات الاستثمارية واحدة من أهم القرارات المالية والإدارية التي تتخذ في شركات الأعمال، وذلك لما لها من آثار كبيرة على أداء هذه الشركات وتحديد معدلات السيولة والربحية في الأجلين القصير والطويل. إلا أنه كثيرا ما تتخذ قرارات الاستثمار دون الأخذ في الحسبان الخليط أو المزيج التمويلي، وهذا بدوره قد يؤثر سلبا على عائد الشركة. فكلما كان هيكلها التمويلي يحقق لها عائد مناسب لحقوق الملكية وقدرة على الوفاء بالتزاماتها، كلما كانت قادرة على الاستمرار في السوق. وهذا يعني أن الهيكل التمويلي يلعب دورا مهم في رسم السياسة الاستثمارية ككل وقرارات قبول ورفض المقترحات الاستثمارية بصفة خاصة. وبالتالي فإن إدراك هذه العلاقة ودراستها لا بد أن يحتل أهمية كبيرة لدى شركات الأعمال لأن ذلك قد يمكنها من العمل على الاستثمار الجيد لأموالها بما يضمن تحقيق أكبر عائد استثماري ممكن من ناحية، وتحقيق قدر مناسب من السيولة والأمان من ناحية أخرى، بما يجعلها قادرة على الوفاء بالتزاماتها.

ومن المعروف أن طبيعة الاستثمارات في شركات التأمين تختلف عن طبيعة الاستثمارات في الشركات الأخرى، فبينما يعتمد الاستثمار الفردي أو المؤسسي في الأنشطة الاقتصادية المختلفة على أدوات الملكية (المخدرات الشخصية أو ما يحتجز من أرباح سابقة) وكذلك أدوات الدين (القروض والسندات)، نجد أن الأموال المتاحة للاستثمار في شركات التأمين إنما هي حقوق حملة الوثائق سواء كانت احتياطيات أو مخصصات فنية أو أرصدة دائنة أخرى أي بمعنى هي أموال الغير ، ومن هنا يعد دور شركات التأمين بمثابة الأمين على هذه الأموال، مما يتطلب التوظيف الأمثل لهذه الأموال لمحاولة المحافظة عليها وحمايتها وتحقيق أكبر قدر من العوائد في حدود المستوى المقبول من المخاطر من ناحية ، كما أن هذه الطبيعة قد تقيد إدارة تلك الشركات من التوسع في التنوع في استخدام مصادر التمويل المتاحة للشركات الأخرى من ناحية أخرى. وبما أن تشكيلة الهيكل التمويلي من العوامل المؤثرة على السياسة الاستثمارية، فإن هذه الدراسة ستحاول أن تتحقق من مدى تأثيره على هيكل استثمارات شركة ليبيا للتأمين وتنوعه وتقديم بعض الرؤى والتوصيات حولها من خلال التحليل والاختبار الإحصائي.

2.1 أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة لتحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- مراجعة الأدب النظري للتعريف بأهمية صياغة هيكل التمويل وتنوع هيكل استثمارات شركات الأعمال وطبيعة العلاقة بينهما.
- التحقق التطبيقي من تأثير تركيبة الهيكل التمويلي على قرارات تشكيل هيكلها الاستثماري في شركات التأمين.

3.1 أهمية الدراسة

تعد هذه الدراسة إضافة للمعرفة واثراء للمكتبة العربية بدراستها لأهمية الهيكل التمويلي ومكوناته وتأثيره على الهيكل الاستثماري في قطاع التأمين في ليبيا ، حيث تتضمن هذه الدراسة نتائج ودلالات عملية تطبيقية حول العلاقة بين كيفية صياغة هيكل التمويل واتخاذ قرارات الاستثمار المختلفة ، التي من شأنها أن تساعد الممارسين بهذه الشركات على فهم طبيعة هذه العلاقة. ومن المتوقع أن تكون نتائج هذه الدراسة حافزا ودافعا يحمس اهتمام الكثير من الباحثين مستقبلاً لدراسة العلاقة التبادلية بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل في المؤسسات والشركات العاملة في قطاعات الأعمال الأخرى.

4.1 فرضيات الدراسة

تلبية لغرض الدراسة فقد تم صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيب الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات متوسطة الأجل للشركة.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيب الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات طويلة الأجل للشركة.

5.1 منهجية الدراسة

يعتمد هذا البحث على منهجية دراسة الحالة التي تتضمن التركيز على دراسة حالة واحدة بشئ من التعمق بهدف الوصول إلى نتائج دقيقة وموثوقة يمكن أن تصلح لتعميمها على كامل مجتمع البحث ، حيث تم تغطية إطاره النظري عن طريق إجراء مسح مكتبي لما توفر للباحثين من كتب ومجلات علمية وغيرها ذات العلاقة بهيكل التمويل والاستثمار. أما الجانب التحليلي (الاطار التطبيقي) فقد استند تصميمه على دراسة وتحليل البيانات المالية التي تحتويها القوائم المالية الصادرة عن شركة ليبيا للتأمين (عينة الدراسة) عن الفترة الزمنية 1996-2010 ، وذلك باستخدام برنامج الحزم الإحصائية (SPSS) ، بهدف ربط الإطار النظري بالواقع العملي والوصول إلى إجابات لمشكلة البحث.

6.1 الدراسات السابقة

في هذا السياق تحاول الدراسة تسليط الضوء حول العديد من الدراسات التطبيقية السابقة الأقرب صلة بموضوع الدراسة وحسب ما توفر لدى الباحثين. فقد قام الزروق (2003) بدراسة حول دور إدارة التمويل في فاعلية الاستثمار، حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أسباب ضعف إدارة التمويل للمشروعات الاقتصادية والاستثمارية بالمصارف المتخصصة، وذلك للفترة ما بين 1990-2000 ، وشملت عينة الدراسة المصرف الزراعي، ومصرف التنمية، ومصرف الادخار والاستثمار العقاري، وقد اعتمدت الدراسة على استمارة استبانة وبعض البيانات والوثائق والتقارير الصادرة عن عينة المصارف المستهدفة وتوصلت إلى أن أداء التمويل بالمصارف المتخصصة كان له دور محدود في عمليات تمويل المشاريع الاستثمارية والاقتصادية. كما أن هناك بعض الشركات والمشاريع لم تستطع

الوفاء بالتزاماتها في رد الإفراط المستحقة لهذه المصارف في مواعيدها المحددة رغم الجهود المبذولة من قبل هذه المصارف ، ويرجع السبب لعدم وجود دراسة جدوى اقتصادية جيدة. وفي عام (2005) قام كشادة بدراسة الهياكل المالية لبعض المصارف التجارية الليبية (مصرفي الأمة والجمهورية) خلال الفترة (1993-2002) ، وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدم تنويع الاستثمار في القروض وذلك لقلّة مجالات الاستثمار، نتيجة للضوابط التي يضعها المصرف المركزي. وأنه في حالة وجود فائض في السيولة لا تزيد المصارف من حجم القروض، إنما يودع في المصرف المركزي، والسحب منه في حالة وجود عجز، وقد أدى ذلك إلى انخفاض معدل العائد. كما قام هناندة (2007) بدراسة حول أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن ، التي هدفت إلى تحديد أثر مصادر تمويل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن في الفترة من 1996-2006 والبالغ عددها (65) شركة، حيث تعد عينة الدراسة جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في تلك الفترة، وتم على خمسة متغيرات مستقلة تتعلق بهيكل رأس المال وهي (القروض طويلة الأجل، والتمويل من خلال أسهم رأس المال، والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة ، حجم الشركة ، عمر الشركة) ومتغير تابع واحد فقط هو الأداء المالي ممثلاً بربحية الشركة . وتوصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من : (القروض طويلة الأجل ، والتمويل من خلال رأس المال ، الأرباح المحتجزة) وبين أداء الشركة.

وفي دراسة شلاش وآخرون (2008) التي أجريت على عينة قوامها (58) شركة صناعية بهدف التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي في الفترة من (1997-2001). إذ شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة ، وهي نسبة المديونية السابقة للشركة ، السيولة ، الربحية ، ومعدل النمو ، بينما تمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع في الهيكل المالي للشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي لدى الشركات الصناعية الأردنية 36% وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في دول مثل : الولايات المتحدة ، وألمانيا ، ودول شرق آسيا حيث تتجاوز النسبة 80% . كما خلصت إلى أن هنالك علاقة إحصائية مهمة وموجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية السابقة، ووجود علاقة دالة إحصائية وسالبة بين الهيكل المالي ، والربحية ، والسيولة ، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1% . وأوصت الدراسة أن تتجه المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة وبدرجة عالية على الأرباح المحتجزة . نظراً للخطورة العالية التي تترتب على الاقتراض ، وتماشياً مع الظروف الاقتصادية غير المستقرة التي تواجه الأردن. أما دراسة (Singhania & Seth, 2010) فقامت بهدف ربط خصائص الشركات بخصائص الهيكل التمويلي محاولة بذلك إيجاد قاسم مشترك بين خصائص الشركة وطريقة التمويل ، وقد تم تطبيق هذه الدراسة على عينة قوامها 963 شركة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق بومبي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004-2008 م وتم القيام بتحليل الهيكل التمويلي للشركات قيد الدراسة ومقارنتها بنصوص نظريات التمويل المختلفة. اختبرت الدراسة فرضية أساسية مفادها وجود علاقة إيجابية بين نسبة الدين في أي وقت ومجموعة من المتغيرات هي : حجم الشركة ، سيولة الشركة ، نسبة نمو الشركة ، معدل تغطية الديون لدى الشركة . وتوصلت الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الدين من جهة

ونسبة نمو الشركة ومعدل تغطية الديون لدى الشركة من جهة أخرى ، وأن هناك علاقة إيجابية بين نسبة الدين وحجم الشركة. وقد اختبرت دراسة النعيمي وآخرون (2011) التي أجريت على عينة من شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بهدف اختبار أثر الرفع المالي على كل من العائد على السهم العادي ، والعائد على حقوق الملكية ونصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية للشركة وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد وتحليل المسار بهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات وتوصلت الدراسة إلى أن الرفع المالي والعائد على حقوق الملكية ليس لهما أثر ذي دلالة احصائية في القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين الأردنية. كما قام كل من (Al Taleb & Al Shubiri, 2011) بدراسة متغيرات الربحية ، والنمو في الفرص الاستثمارية ، وحجم الأصول ، والسيولة ، وتم ربط هذه المتغيرات بنسبة الدين لدى مفردات عينة الدراسة ، وقد أجريت هذه الدراسة على (60) شركة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية ، وأظهرت نتيجة الدراسة أن نسبة الدين ترتبط بعلاقة إيجابية مع نسبة النمو في إجمالي الأصول ، في حين ترتبط بعلاقة عكسية مع السيولة وهيكلية الأصول ، في المقابل أظهرت الدراسة أن متغير النمو في الفرص الاستثمارية يرتبط بعلاقة إيجابية مع الديون طويلة الأجل وعلاقة عكسية مع الديون قصيرة الأجل ، وأظهرت الدراسة أيضا أن متغير الربحية والسيولة غير مرتبط بعلاقة مع التغير في حجم الديون. وقد هدفت دراسة (Akhtar et al., 2012) لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات بالتطبيق على قطاع شركات البترول والطاقة فقد قامت هذه الدراسة بفحص فرضية مفادها أن الشركات ذات معدلات الربحية العالية تسعى لزيادة الرفع المالي ، وقد قامت الدراسة بفحص أثر الرفع المالي على مؤشرات العائد على الأصول ، والعائد على حقوق الملكية ، وعدد مرات تغطية الفوائد والديون ، ونسبة توزيعات الأرباح إلى حقوق الملكية، وعدد مرات تغطية الفوائد والديون ، ونسبة توزيعات الأرباح إلى حقوق الملكية ، وصافي الربح التشغيلي ، والنمو في المبيعات ، والعائد على السهم ، وقد أظهرت النتائج أن الرفع المالي يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للشركات ومن ثم زيادة فرص نموها داخل القطاع الذي تعمل بداخله.

وللتعليق على ما تم عرضه بإيجاز بالدراسات السابقة وما احتوته من أهداف ومنهجيات واجراءات متبعة فيها، وأهم النتائج التي توصلت إليها. يمكن التأكيد على أن ذلك وفر الأرضية المناسبة لهذه الدراسة للسعي نحو غايتها وتحقيق اهدافها. وبالرغم من تقارب وتمائل بعض هذه الدراسات إلا أنه يمكن القول بأن هناك جانبا من الاختلاف ، ويتلخص ذلك في أن معظم الدراسات السابقة تناولت الهياكل التمويلية في المصارف والشركات الصناعية وأثرها على عدد من مؤشرات الأداء المالي المختلفة ، بينما تناولت هذه الدراسة اختبار مدى تأثير تشكيلة الهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين على تنوع هيكلها الاستثماري، كما ان معظم نتائج الدراسات السابقة يمكن وصفها بشي من التعارض أو عدم التوافق ، حيث قد يُعزى هذا الاختلاف إلى اختلاف سياق وقطاعات الدراسات ذاتها التي اجريت في إطارها مثل طبيعة البيئة الاقتصادية والثقافية التي اجريت فيها ، إضافة إلى اختلاف طرق قياس متغيرات الدراسة واساليب التحليل ، ويمكن الإشارة أيضا إلى ان هذه الدراسة تميزت عن معظم الدراسات السابقة باتباع منهجية دراسة حالة وتركيزها على بيانات تاريخية حقيقية تشمل سلسلة زمنية طويلة نسبيا قدرها خمسة عشرة عاما (1996-2010). وبناء على ما سبق، وإضافة إلى أن البيئة الليبية لها خصوصيتها وظروفها الخاصة من ناحية

وشح الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة بها ، فإن كل ذلك يستدعي القيام بدراسة معمقة تسلط الضوء على فحص أثر تركيبة هيكل التمويل على تنوع هيكل استثمارات منشآت الأعمال ومن ثم مقارنة نتائجها بتلك التي تم الوصول إليها من خلال الدراسات السابقة.

2 هيكل التمويل (المالي)

يقصد بالهيكل المالي تشكيلة أو توليفة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم ، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل سواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم الهيكل المالي أو التمويلي يختلف عن مفهوم هيكل رأس المال ، حيث ان الاول يشمل كل مصادر التمويل ، في حين ان الثاني يشمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجل (مثل القروض طويلة الأجل ، وحقوق الملكية). الا انه هناك مسألتين هامتين تشغلان اهتمام الإدارة بشأن التمويل قصير الأجل (الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير ، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام): الأولى: تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في الاعتماد على هذا النوع من التمويل ، أما المسألة الأخرى: فتتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة منه. وبالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المنشأة ، كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر. أما بالنسبة للمسألة الثانية والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل ، فإنه يمكن القول بأن هناك اعتبارين رئيسيين في هذا الصدد هما : التكلفة أي الأعباء التي تتحملها المنشأة ، ودرجة إتاحة المصدر أي مدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد المنشأة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات (هندي ، 2011).

ويقصد بالتمويل طويل الأجل بانه ذلك الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي ، والذي يمثل في نفس الوقت مكونات هيكل رأس المال. وتتمثل مصادر التمويل طويل الأجل أساساً في الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة ، والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل بما فيها السندات . ومن ناحية أخرى، فإنه يمكن تصنيف مصادر التمويل المتاحة تبعاً لأجلها إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل ، وتستخدم مصادر التمويل قصيرة الأجل ، لتمويل العمليات التشغيلية الجارية للمنشأة وتغطية رأس المال العامل المتغير (الأصول المتداولة المؤقتة) ، ومن أمثلة هذه المصادر الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل ، ومن ناحية أخرى تستخدم مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل لتمويل الأصول الثابتة والجزء الثابت من رأس المال العامل ، ومن أمثلة هذه المصادر القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم والتمويل التأجيري. كما تصنف مصادر التمويل المتاحة إلى مصادر تمويل داخلية (ذاتية) ومصادر تمويل خارجية وتسمى المصادر الداخلية أو الذاتية للتمويل بأموال الملكية ، وهى أموال يتم الحصول عليها من داخل الشركة ومن أهمها (الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة ، والاحتياطيات) ، فيما تمثل مصادر التمويل الخارجية الأموال التي يتم الحصول عليها من خارج الشركة وأهمها : (القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل ، والسندات ، والتسهيلات الائتمانية والتمويل التأجيري) (اندراس ، 2008).

2.2 محددات هيكل التمويل

يتأثر قرار المنشأة فيما يتعلق بتحديد التركيبة المناسبة لهيكل التمويل من أموال الملكية أو أموال الاقتراض بعدة عوامل من أهمها (آل شبيب، 2007 ، النعيمي وآخرون، 2011 ، البشيرى والطالب، 2013):

1. هيكل الأصول: أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لئلا تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة ، أي أن هناك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين فعندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة ، فإن هذا يعني أن نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة ، بسبب حجم تكلفة إهلاك الموجودات الثابتة ، وهذا يعني بدوره أن الشركة تتميز بدرجة رفع تشغيلي عالية ، وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات ، وهنا يكون الاقتراض عاملاً لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة إلى المساهمين ، وهذا يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه الشركة إلا ضمن حدود ضيقة ، لئلا تساهم في زيادة خطر تقلب أرباح الشركة ، وتجعل نتائجه سلبية. كما أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان ، وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات. نظراً لاتجاه أصحاب الملكية للاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة مرتفعة نسبياً فإنه إذا كان يتم عن طريق الاقتراض سيدفع ذلك الدائنين لطلب رهن أصول المشروع لصالحهم وحمايتهم في حالة فشل المشروع ، ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحوي على أصول قابلة للرهن ، وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين ، وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدى الشركة نتيجة لتسديد القروض ، الذي يمكن أن يستخدمه المديرون لصالحهم الذاتي .

2. درجة التخصص: كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس ، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة التنوع فيصبح من المتوقع أن تمول المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال.

3. استقرار المبيعات: هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين فكما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً استفادت الشركة من رافعة التمويل ، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة . كما أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الاستيعابية للاقتراض ، وتحمل نسب مديونية عالية في الشركات.

4. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر: إن الترتيب الائتماني للشركة ومقدرتها على الاقتراض بشروط قياسية تعتمد في أهم وجوها على نسبة الدين في هيكل تمويل الشركة وكلما احتاجت الشركة إلى تمويل جديد فإن موضوعي هيكل تمويل الشركة ، ومزيج التمويل المناسب يتصدرا المناقشات والمفاوضات بين الشركة والقطاع المصرفي أو مؤسسات التمويل.

5. السيولة: تعبر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها ، وغير المتوقعة وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى " سيولة المؤسسة " ، ومن

خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية ، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل". إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة ، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية ، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل ، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض ، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينها. ومن ناحية أخرى ، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة للمنشآت والأسواق المالية ، فقد تستخدم المنشآت التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها ، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

6. التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات: تعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابية على قيمة المنشأة ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة ، ويشير إلى أنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للمنشأة اتجهت لدرجة أكبر للاعتماد على المديونية التي تطرح كلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة. ومن المحتمل أن تخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال وتوجه المنشأة لفرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض ، مثل : الإهلاك ، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة تنفيذها استثمارات جديدة تشجعها الحكومة في مناطق محددة. إن معظم الدراسات أشارت إلى أن الشركات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة (مقابل الاستهلاك ، والاستثمار في الأصول) مقارنة مع دخلها تحوى على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع الشركات الأخرى المشابهة ، وإن قرار الشركة التمويلي يعتمد على مقدار الاعفاءات الضريبية ، حيث إن عملية قيام الشركة بالاقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المنشأة بإصدار أسهم جديدة ، وذلك لأن الربح على الأسهم يدفع بعد دفع الضرائب.

7. الربحية: تعد الربحية الهدف الأساسي لجميع المؤسسات ، وأمر ضروري لبقائها واستمرارها ، وغاية ينطوع إليها المستثمرون ، فهي تمثل نتيجة نهائية لقرارات الاستثمار والتمويل المتخذة بالمنشأة. وقرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الاستثمار في موجوداتها ، بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن ، وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت (الكلفة) ، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض. ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل ، ثم يتبعها القروض ، وأخيراً ، إصدار أسهم جديدة ، وبناءً عليه ، يصبح من المتوقع أن تنتج المنشأة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها ، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة ، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وفي نفس السياق، نتوقع علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون ، والسبب في ذلك أن المنشآت التي تتمتع بربحية متدنية وتواجه فرصاً استثمارية جيدة ستلجأ إلى التمويل الخارجي ، وستبدأ بالديون قبل إصدار حقوق الملكية ، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى الديون في المنشأة. وعلى الجانب الآخر ،

فإن المنشآت التي تتمتع بربحية مرتفعة وتواجه فرصاً استثمارية جيدة ، فإنها تستخدم أرباحها في تمويل الاستثمارات الأمر الذي يجعل نسبة الديون بها متدنية .

8. الحجم: إن الشركات صغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من الشركات الكبيرة ، في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل ، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه الشركات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها ، لذلك تنتج هذه الشركات للاقتراض قصير الأجل ، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية ، عندما تتعرض للمشاكل المالية و ارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبياً ، ووفقاً لذلك، فإنه من المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة ونسبة مديونيتها قصيرة الأجل. وقد كشفت الدراسات السابقة في هذا الشأن عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة ومخاطر الإفلاس ، فالمنشآت الكبيرة ، التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنوع ، تتعرض لتلك المخاطرة بدرجة أقل ، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال . وأضاف الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي .

9. معدل النمو: إن المنشأة الفردية أو المساهمة المحدودة ، التي تعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراتها عادة ما تلجأ إلى الاقتراض لتمويل استثماراتها ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها ، وأن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة ، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تنتم بالنمو ، نظراً لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات ، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية. وهناك من يعتقد أن الاستثمار في الفرص الاستثمارية مع نسبة الديون ذو علاقة عكسية ، من منطلق أن المنشآت التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطر بين طياته قد تضطر إلى العزوف عن الدخول في هذه الاستثمارات ، إضافة إلى ذلك فإن الاستثمارات المرتقبة هي أصول رأسمالية شأنها زيادة قيمة المنشأة في المدى الطويل ، لكنها لا تدر دخلاً في الوقت الحاضر ، كما أنه لا يمكن استخدامها كنوع من الضمان وإن قيمتها معرضة للانخفاض في حالة أن المنشأة تواجه خطر الإفلاس الأمر الذي يجعل علاقتها سالبة مع نسبة الديون. ومن ناحية أخرى ، يرى آخرون أن هذه العلاقة هي طردية ، وذلك لأن الفرص الاستثمارية الربحية المستقبلية تعمل على استنفاد الأرباح المحتجزة ، مما يدعو المنشأة للبحث عن مصادر التمويل الخارجي.

10. السيطرة: غالباً ما يحرص أصحاب المنشأة على المحافظة على سيطرتهم على المنشأة غير منقوصة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال الشركة ، وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلاً عنها ، لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المنشأة.

11. المخاطر: ويقصد بها احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال ، وما يترتب على عدم قدرتها هذه من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للمنشأة ، خاصة إذا كانت الأموال مقترضة ، والعسر المالي الناتج عسراً حقيقياً وهناك عوامل أخرى يتوجب أخذها بعين الاعتبار مثل قيمة الأصل الضامن وتكاليف الإصدار وسرعة الحصول على المال .

12. التوقيت: إن توقيت الحصول على الأموال أمر مهم جداً ، والمقصود به مراعاة حركة الاقتصاد فإن كان الاقتصاد يمر بنهاية مرحلة الركود ويتجه نحو مرحلة الانتعاش والازدهار فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الاقتراض ، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية وأن المنشأة مقبلة على مرحلة ازدهار تستطيع فيها سداد الفوائد والأقساط بكل سهولة ، كما إنها ستستفيد أكبر استفادة من الوفر الضريبي عندما تحقق أرباحاً ، وكذلك ستستفيد من انخفاض القيمة الشرائية للنقود في حالة الازدهار بسبب عوامل التضخم التي ستسود آنذاك ، فتقوم بسداد أموال قوتها الشرائية أقل من القوة الشرائية للأموال التي اقتترضتها ، أما في حالة كون الاقتصاد يمر بنهاية فترة الازدهار ويتجه نحو الركود فإنه من المستحسن أن تستعمل المنشأة أموال الملكية (إصدار أسهم جديدة) لتمويل حاجاتها وذلك لأن الأسهم (أموال الملكية) لا ترتب على المنشأة أية التزامات ثابتة ، كما تفعل السندات أو القروض ، فإن لم تحقق المنشأة أرباحاً فإنه لا يتوجب عليها أن توزع أرباحاً ، وكذلك فإنه في مرحلة الازدهار تكون أسعار الفوائد عالية لذلك يكون من الأفضل عدم الاقتراض ، كما أن أسعار الأسهم تكون مرتفعة نسبياً بسبب الازدهار ، والإقبال على شرائها يكون كبيراً لذلك يكون من السهل على المنشأة التمويل بأموال الملكية في ظل تلك الظروف.

13. التكلفة: تعد تكلفة مصادر التمويل سواء كانت من مصدري الدين أو الملكية من العوامل الهامة لدى المنشأة عند التفكير في الحصول على التمويل ، وبالتالي فإنها تقوم بعملية مقارنة ومفاضلة بين كل أدوات الدين وأدوات الملكية المتاحة في السوق. وهذا من شأنه أن يحسم عملية اختيار وصياغة هيكل التمويل المناسب لها والذي يضمن تحقيق عوائد تفوق تكلفة التمويل المستخدمة لتشغيل عمليات المنشأة.

14. نسبة المديونية السابقة (الرفع المالي): يعد هذا العامل من أهم معايير منح الائتمان (الاقتراض) واجراءات التحليل الائتماني المستخدمة في مؤسسات التمويل المختلفة وذلك لما قد يترتب عليه من مخاطر ائتمانية قد تواجهها تلك المؤسسات. فمثلاً كلما ارتفعت نسبة مديونية المنشأة كلما حدّ ذلك من قدرتها على الحصول على التمويل المطلوب وفق شروط مناسبة والعكس صحيح ، ولذلك فإن البنوك ومؤسسات التمويل تضع هذا الأمر ضمن أهم أولوياتها واهتماماتها من أجل تجنب المخاطر الائتمانية المتمثلة في عدم قدرة العملاء على الوفاء بالتزاماتهم في الوقت المحدد.

3.2 هيكل رأس المال الامثل

إن تركيبة جانب الخصوم بالميزانية (هيكل التمويل) التي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول بالميزانية هي تعبر عن نسب خليط التمويل المرغوب والمكون من الديون وحقوق الملكية ، التي يتحقق عندها تعظيم قيمة أسهم الشركة في السوق. إن التركيبة المستهدفة هذه تختلف باختلاف الوقت وبتغير الظروف ، إلا أنه يجب أن يكون لدى الإدارة تركيبة معينة ، يتم الالتزام بها عند اتخاذ قرار التمويل ، وذلك من خلال القيام بعملية مفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من حيث معدلات العائد ودرجة المخاطرة ، فاستخدام دين كبير يزيد من مخاطر الشركة ، وبالتالي زيادة درجة المخاطرة تؤثر سلباً على قيمة سهم الشركة (تؤدي إلى انخفاضه) ، وفي الوقت ذاته ، فإن استخدام دين كبير يعمل على زيادة العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي ، وبالتالي زيادة العائد المتوقع يؤدي إلى رفع قيمة سهم الشركة. فإذا أخذنا بعين الاعتبار أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم ثروة المساهمين/ الملاك (قيمة السهم

في السوق) ، فلا بد من الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول إلى أعظم قيمة للسهم في السوق ، وعندها تكون الشركة قد حققت ما يسمى بالتركيب المثالي لرأس المال (النعيمة وآخرون ، 2011).

يقصد بهيكل رأس المال الأمثل والذي هو جزء من هيكل التمويل ذلك المزيج من الدين وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية. لذلك يجب على الإدارة أن تحدد لها هيكل تمويلياً مستهدفاً ، لأن وجود هذا الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضح الرؤية أمام متخذ القرار التمويلي مع وجوب الأخذ بالاعتبار أن الهيكل المستهدف قد يتغير بتغير الظروف المحيطة. فعلى سبيل المثال إذا كان معدل القروض الفعلية أقل من المستوى المستهدف فإنه من السهل التوسع في جانب الاقتراض ، بينما إذا كان معدل الدين أعلى من المعدل المطلوب ، فإنه يتم اللجوء إلى إصدار الأسهم والتمويل بحقوق الملكية. إذاً فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد فاستخدام المزيد من القروض يزيد من المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن استخدام المزيد من الديون غالباً ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد، كذلك فإن المخاطرة العالية تقلل أسعار الأسهم لكن في نفس الوقت ، العائد على حقوق الملكية العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها هذا يبين مدى صعوبة مهمة الإدارة المالية في الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل ، أي أنه يجب عليها أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد مع تعظيم أسعار الأسهم (البشيرى والطالب ، 2013). وبصفة عامة تتطوي سياسة أي شركة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق موازنة بين الخطر والعائد ، فتزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطة الشركة يرفع من مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركة ومن ثم حملة الأسهم فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة، وتؤدي مستويات الخطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم الشركة غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرفع هذا السعر. وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة سهم الشركة (اندرأوس ، 2008). إلا أنه هناك جدل واسع النطاق حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة والذي نتج عليه انقسامهم بين مؤيد ومعارض. فبينما يعتقد انصار المنظور التقليدي (نظرية صافي الربح ، النظرية التقليدية) بوجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها ، نجد ان الباحثان Modigliani and Miller (1958) وفي ظل افتراضات السوق التام خلاصاً إلى أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلان تماماً عن التغيرات في الهيكل المالي وقد دلا على ذلك باستخدام فكرة المراجعة. والواقع أن القيمة العلمية لأبحاث Modigliani and Miller لا تكمن في النتيجة المتوصل إليها بقدر ما تكمن في الافتراضات التي وضعها والتي أوضحت للباحثين فيما بعد العوامل والمتغيرات التي يجب الاهتمام بها لفهم محددات الهيكل المالي. ولذلك فإن جميع النظريات التي جاءت بعد ذلك ما هي إلا نتاجاً لإسقاط تلك الافتراضات ولعله من المثير أن البداية كانت على يد Modigliani and Miller أنفسهم من خلال مقالتهما التصحيحية عام (1963) التي يعترف فيها أنه في ظل وجود الضريبة على ربح الشركات فإن قيمة المؤسسة المقترضة تفوق قيمة المؤسسة غير المقترضة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وبالتالي فقد قام العديد من الباحثين بعد ذلك بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي للاقتراض وبذلك تمت صياغة نظرية التوازن التي تفترض وجود معدل تمويل أمثل (نسبة مستهدفة) عن طريق التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس. وفي عام (1976) أسقط Jensen and Meckling افتراض تماثل دالة الهدف لكل من المساهمين والدائنين وتوصلا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل وأيد ذلك Myers (1977) بصورة أخرى، ومنه أصبح هيكل التمويل الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. أما في عام (1977) قام Ross بإسقاط افتراض تماثل المعلومات وتوصل أن اللجوء إلى الاقتراض يعتبر كإشارة على أن الوضعية المالية للمؤسسة جيدة. بعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي للمصادر التي لا تفترض وجود معدل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن وإنما المؤسسة تتبع ترتيب لمصادر تمويل محددة وفق ماتمليه الضرورة للتمويل الخارجي، هذا الترتيب أو التسلسل يتم التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى ومن مؤسسة إلى أخرى تبعاً للهدف الذي تسعى إدارة المؤسسة إلى تحقيقه (زغود ، 2009). وهكذا فإن قادة المنظور الحديث - والمشار إليه آخراً - رجعوا ليؤكدوا تأييدهم وجود هيكل تمويل أمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة إلى أقصى حد عن طريق تخفيض التكاليف إلى أدنى حد ممكن.

1.3 مفهوم قرار الاستثمار

يُعبّر عن قرار التخلي عن أموال يمتلكها الفرد أو المؤسسة في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يتم الاحتفاظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن : أولاً- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخرى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول ، ثانياً- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم ، ثالثاً- المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها (رمضان ، 2005). وبناء على ذلك، فقرار الاستثمار يعنى بتخصيص الأموال لحيازة أصول مادية أو مالية بهدف تحقيق عائد مستقبلي أو هو عبارة على إنفاق مبلغ حالياً من أجل الحصول على عوائد خلال عدة فترات متتابعة. ويُعد قرار الاستثمار من أهم وأخطر القرارات في حياة المؤسسة كونه يؤثر على نموها ويقائنها ، أضف إلى ذلك يُعد الاستثمار بمثابة تجميد للأموال على المدى الطويل على أمل تحقيق عوائد مستقبلية لذلك يصعب التراجع على قرار الاستثمار عند الانطلاق في تجسيده . ولذلك كل ذلك يجعل من هذا القرار أمراً استراتيجياً يتطلب دراسة دقيقة ومعقدة للاستثمار .

ويقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، وعلى هذا الأساس يمكن أن يصنف هيكل استثمارات المنشأة إلى استثمارات حقيقية أو اقتصادية واستثمارات مالية. حيث يعتبر الاستثمار حقيقياً أو اقتصادياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي ، كالعقار والسلع ، ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته ، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة ، أو في شكل خدمة. أما الاستثمارات المالية تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو

سند أو شهادة إيداع ، والأصل المالي يتمثل حقاً مالياً يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي ويكون عادة مرفقاً بمستند قانوني ، كما يرتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة مصدره الورقة المالية (مطر ، 1999).

ولكي نتعرف على أهمية اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسمالية لابد من التعرف على خصائصها ، ومدى انعكاس طبيعة هذه الاستثمارات على القرار ويمكن اختصار هذه الخصائص بما يلي (آل شبيب ، 2007) :

- صعوبة الرجوع عن تنفيذ المشروع الاستثماري أو تبديله بعد إنجاز العمل نظراً لارتفاع حجم الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة لمثل هذه المشاريع.
- إن محصلة الانفاق الرأسمالي ترتبط بالتغيرات طويلة الأجل في البيئة ، وهذه البيئة قد تفرز نتائج غير مؤكدة وتتضمن نتائج في الأمد طويل الأجل عكس التنبؤات في مرحلة التنفيذ ولذلك تترتب على التدفقات المالية المتوقعة مخاطر عديدة.
- إن كلفة الخطأ في الاستثمار الرأسمالي مرتفعة بسبب طبيعة هذه الاستثمارات التي لا يمكن تغييرها إلى استثمار آخر وارتفاع كلفتها وصعوبة تغيير مخرجاتها نحو منتجات أخرى.
- إن التدفقات النقدية المتوقعة تبنى على أساس التنبؤ بالأحداث مستقبلاً وعملية التنبؤ نفسها غير مؤكدة بسبب تأثرها بالعوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتكنولوجية.

2.3 مقومات الاستثمارات الجيدة

ولكى يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمارات المتاحة لابد من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار وهي (رمضان ، 2005) (آل شبيب ، 2007):

1. مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية : عند التفكير في استثمار الأموال الفائضة علينا أن نختار العديد من البدائل ومن ثم اتخاذ قرار اختيار المناسب من بين هذه البدائل ، وحتى يكون القرار المتخذ مثالي يفضل ألا يقل عدد البدائل عن ثلاثة ، والبدائل قد تكون مشاريع مختلفة ضمن القطاع الواحد أو حسب القطاعات أو في مختلف الأدوات الاستثمارية المتاحة ، أو حسب المناطق الجغرافية أو حسب الدول بعد أن ازدادت مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي.

2. مبدأ الملائمة : ونقصد بذلك ملائمة نوعية وحجم وتكنولوجيا الاستثمارات لطبيعة المستثمر ، أي أن تتلاءم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع وكفاءته وخبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات.

3. مبدأ الخبرة والكفاءة : لكي ينجح المشروع الاستثماري الذي يتم اختياره من المفضل أن يحمل المستثمر قدر كبير من الكفاءة والخبرة أو نقوم بالاستعانة بالمستشارين ممن لديهم الخبرة والكفاءة القادرة على الاختيار من بين البدائل المعروضة.

4. مبدأ تنوع الاستثمارات : حتى يتم توزيع وتقليل درجة الخطر التي يتحملها المشروع يتطلب الأمر القيام بعملية التنوع لأن تنوع الأدوات الاستثمارية يؤدي إلى تخفيض الخطر وفي ضوء العلاقة بين العائد والمخاطر نقوم

باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة والتنويع يجب أن يكون محسوب وإيجابي وبمعامل ارتباط سلبي بين الأدوات المختارة .

3.3 العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري في أي بلد من البلدان ومن هذه العوامل (آل شبيب ، 2007):

1. **الاستقرار السياسي** : ويعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على الاستثمار ، إذ أن عدم الاستقرار السياسي يؤثر على حجم الاستثمارات لأن البلد غير المستقر سياسياً يعيش في دوامة الاضطرابات وانخفاض حجم الطلب وتذبذب الأسعار وقيمة العملة وارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع معدلات التضخم وكلها عوامل ومتغيرات تؤثر على الاستثمارات .

2. **الاستقرار الاقتصادي** : أي استقرار استراتيجيات الدولة فيما يتعلق بالأيدولوجية التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي للحكومة هل هو تدخلية أو انفتاحي ؟ وكذلك ما يتعلق بموقف ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والبطالة وحجم الديون الخارجية كلها عوامل تؤثر على قرار الاستثمار .

3. **سعر صرف العملة** : من أهم العناصر التي تؤثر على حجم وأنواع الاستثمارات أسعار صرف العملات لأن انخفاض وارتفاع أسعار الصرف يؤثر على الرقم القياسي للأسعار وتكاليف الإنتاج ومستلزمات الإنتاج ، وعلى الربح المتوقع فكلما كان سعر الصرف ثابت ومستقر أدى إلى ارتفاع معدل الاستثمار .

4. **أسعار الفائدة** : تؤثر أسعار الفائدة في حجم الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية فارتفاع أسعار الفائدة مثلاً يؤدي إلى انخفاض قيمة السندات ، وكذلك قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل للمشاريع فسر الفائدة له دور مؤثر على قرار الاستثمار .

5. **الدخل القومي ومعدل التبادل التجاري** : للدخل القومي ومعدل نموه تأثير كبير على الاستثمارات فمؤ الدخل القومي معناه زيادة في الطلب الكلي وزيادة في حجم المبيعات وزيادة في الأرباح مما يحفز على الاستثمار .

6. **الاستثمارات والسياسات الحكومية** : تلعب السياسات الحكومية دور كبير في التأثير على قرارات المستثمرين كونها تعمل على تبسيط إجراءات الاستثمار وخلق المحفزات للمستثمرين ومنحهم الاعفاءات الضريبية أو التأثير على الاستثمار باتجاه الركود أو الراج نظراً لما تتمتع به الدولة من إمكانية كبيرة في التأثير على السياسات المالية والنقدية وفي الدخول كمستثمر ومشجع للاستثمارات أو العكس .

7. **التضخم** : للتضخم النقدي في اقتصاد بلد ما تأثير كبير على الاقتصاد في ذلك البلد لأن التضخم يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع التكاليف ، مما يؤثر على الأرباح والقدرة الشرائية للنقود ، فكلما انخفض معدل التضخم كلما أدى إلى تشجيع الاستثمارات وإيجاد أرضية مناسبة لزيادة حجمها .

8. **هيكل تمويل المنشأة** : وهو يتضمن طبيعة تركيبة هيكل تمويل استثمارات المنشأة من مصدري الدين والملكية. ويلعب هذا المزيج التمويلي دوراً هاماً في تحديد حجم الأرباح المتوقعة ودرجة المخاطر المختلفة التي قد تتعرض لها المنشأة إذا ما تجاهلت دراسة وبحث تأثيراته المحتملة.

1.4 الدراسة التطبيقية (دراسة حالة شركة ليبيا للتأمين)

اعتمدت الدراسة على منهجية دراسة الحالة ، وتمثل شركة ليبيا للتأمين تمثل عينة هذه الحالة. وبهذا فقد اعتمد بناء إطارها النظري على أسلوب المسح المكتبي بالاستعانة بما هو متوفر من كتب ودوريات ومجلات علمية محكمة لإثراء الجانب النظري . أما الجانب التطبيقي (التحليلي) تناول دراسة وتحليل البيانات التاريخية الواردة في القوائم والتقارير المالية عن حركة مصادر واستخدامات أموال شركة ليبيا للتأمين خلال فترة الدراسة (1996- 2010) ، وذلك لاختبار فرضيات الدراسة والتي تتضمن اختبار العلاقة المفترضة بين تركيبة الهيكل التمويلي وتنوع الهيكل الاستثماري في شركة ليبيا للتأمين ، ولهذا الغرض تم الاستعانة ببرنامح الحزم الاحصائية (SPSS).

2.4 نبذة عن شركة ليبيا للتأمين

تأسست شركة ليبيا للتأمين في 1964/5/30 لتكون بذلك أول شركة تأمين ليبية، وباشرت أعمالها فعلياً في 1965/1/1 وهي أول خطوة لمساهمة رأس المال المحلي في تلبية هذا القطاع، ليتوالى فيما بعد تأسيس باقي شركات التأمين الليبية بمدد تتراوح ما بين سنتين إلى خمس سنوات، لتعود وتندمج هذه الشركات في شركة ليبيا للتأمين، كان آخرها دمج شركة المختار للتأمين مع شركة ليبيا للتأمين بتاريخ 1980/12/28. ووفقاً للتقرير المرفق بقانون النظام الأساسي لتأسيس شركة ليبيا للتأمين فإن الشركة تسعى إلى تحقيق عدد من الأهداف الرئيسية كمايلي:

- توفير جميع أنواع التأمين وإعادة التأمين لزيائنها داخل وخارج ليبيا.
- خلق وعي تأميني لدى المواطنين والمساهمة في وضع الأسس والقواعد لسوق تأميني يواكب الحركة والتطور .
- شراء وبيع وتملك السندات والأسهم وشهادات الاستثمار التي تصدرها الدولة والهيئات والمؤسسات والشركات العامة الليبية في الداخل والخارج، وفق الضوابط المنصوص عليها في قانون الإشراف والرقابة على شركات التأمين.
- شراء وبيع وتملك العقارات داخل ليبيا وخارجها، والمساهمة في تمويل خطة التنمية في جميع القطاعات الاقتصادية المختلفة.

وبعد أن بدأت شركة ليبيا للتأمين أعمالها برأس مال قدره (100000) دينار ليبي دأبت على تطويره تماشياً مع ظروف العمل وتطور حجم السوق وتنمية للطاقة الاكتتابية لها حيث أصبح في سنة 1968 رأس مال الشركة المدفوع (200000) دينار ليبي، ثم زيد رأس مالها إلى (250000) دينار ليبي في سنة 1969، ثم ارتفع رأس مال الشركة المصرح به سنة 1976 إلى مليون دينار ليبي.

في سنة 1980 بعد دمج شركة المختار للتأمين في شركة ليبيا للتأمين تضاعف رأس مال الشركة المصرح به والمدفوع إلى (30000000) دينار ليبي، على أن يدفع على ثلاثة أقساط سنوية متساوية من أرصدة احتياطات الشركة في نهاية 1981، 1982، 1983، ومنذ تاريخ 1983/12/31 أصبح رأس مال الشركة المصرح به والمدفوع (30000000) دينار ليبي. وقد بلغ رأس مال الشركة سنة 2008 مبلغ وقدره (50000000) دينار ليبي، وبفضل هذه الزيادات المتتالية لرأس مال الشركة وما صاحبه من زيادة في حجم الاحتياطات المختلفة، تدعم مركزها المالي

مما مكنها من دخول مجالات أكثر اتساعاً وأكثر قدرة على الاكتتاب وقبول الأخطار الكبيرة، سواء في الداخل أو في أسواق إعادة التأمين بالخارج. تسعى شركة ليبيا للتأمين إلى تقديم خدماتها التأمينية للسوق الليبي في أكثر أنواع التأمين التي يتطلبها السوق، انطلاقاً من كونها شركة التأمين الأكبر في البلاد فقد تم اعتمادها كعينة للدراسة بهذا البحث ، وفيما يلي أهم أنواع التأمينات التي تصدرها الشركة:

أولاً: فرع التأمينات العامة : ويشمل هذا الفرع تأمينات السيارات ، تأمينات النقل البري والبحري والجوي ، التأمين ضد الحريق والكوارث الطبيعية ، والحوادث المتنوعة الاخرى مثل التأمينات الهندسية ، تأمينات الحوادث الشخصية ، تأمين خيانة الأمانة ، التأمين ضد السطو والسرقة ، تأمين مسؤولية رب العمل ، تأمينات المسؤولية المدنية ، تأمينات عطب الآلات.

ثانياً: فرع تأمينات الحياة : ويضم هذا الفرع تأمينات الحياة الإجتماعية ، تأمينات الحياة الفردية ، التأمين الصحي. كما أدخلت الشركة حديثاً أنواعاً جديدة من الخدمات التأمينية والتي من بينها التأمين التكافلي المبني على الأسس الشرعية المستمدة من الشريعة الإسلامية ، حيث يجوز في التأمين التكافلي أن يكون التعويض مبلغاً تحده وثيقة التأمين دون الحاجة إلى التقيد بالضرر الفعلي، وفي حالات توحيد مبلغ الاشتراك يلتزم بمقادير الديات الشرعية في النفس أو ما دونها.

ثالثاً: فرع التأمين الطبي : تنفيذاً لقرار رئاسة الوزراء (اللجنة الشعبية العامة سابقاً) رقم (132) لسنة 2000 المؤرخ في: 2000/4/1 بشأن إلغاء هيئة التأمين الطبي وضمها إلى شركة ليبيا للتأمين، أصبحت الشركة مسؤولة عن تنفيذ القانون رقم (17) لسنة 1986 بشأن المسؤولية الطبية، وانتقلت اختصاصات وأهداف هيئة التأمين الطبي إلى شركة ليبيا للتأمين، وتشمل جميع أعمال التأمين والأعمال المتممة لهما وذلك ضد المخاطر التي تنشأ عن ممارسة المهن الطبية والمهن المرتبطة بها التي تسبب ضرر للغير.

3.4 قياس متغيرات الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة اللازمة لإجراء تحليل نموذج الدراسة، وتتمثل المتغيرات المستقلة في تركيبة الهيكل التمويلي الذي يتضمن حقوق الملكية، المخصصات، الدائون والأرصدة الدائنة الأخرى. أما المتغيرات التابعة فهي تتمثل في مكونات الهيكل الاستثماري بنوعيه المتوسط والطويل الأجل. وللتعريف - بشكل تطبيقي- بمتغيرات الدراسة وهي متمثلة في مصادر واستخدامات الأموال ، فإن الأمر يتطلب استخدام ما يلي:

❖ المتغيرات المستقلة وتتمثل في مصادر الأموال وهي:

$$\text{نسبة حقوق الملكية } X1 = \frac{\text{إجمالي حقوق الملكية}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

$$\text{نسبة المخصصات } X2 = \frac{\text{إجمالي المخصصات}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة (دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين)

$$\text{نسبة الدائنين والأرصدة الدائنة} \times 3 = \frac{\text{إجمالي بند الدائنين والأرصدة الدائنة}}{\text{مجوع الخصوم}}$$

❖ المتغيرات التابعة وتمثل في الهيكل الاستثماري وتشمل:

استثمارات متوسطة الأجل: حيث تتكون هذه الاستثمارات من الودائع الثابتة في المصارف، وتستخرج نسبة الإستثمارات متوسطة الأجل وفقاً للمعادلة التالية:

$$Y1 = \frac{\text{مجوع الودائع الثابتة}}{\text{مجوع الأصول}}$$

الاستثمارات طويلة الأجل: تشمل هذه الاستثمارات كلاً من الاستثمار في العقارات، مساهمات في شركات محلية وأجنبية، قروض وسندات، قروض بضمان وثائق التأمين على الحياة، إنشاءات تحت التنفيذ، وتستخرج الإستثمارات طويلة الأجل وفقاً للمعادلة التالية :

$$Y2 = \frac{\text{مجوع الاستثمارات طويلة الأجل}}{\text{مجوع الأصول}}$$

4.4 تحليل حركة مصادر أموال الشركة

يتكون الهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين من ثلاثة مصادر رئيسية تعتمد عليها الشركة لتمويل استثماراتها ، وهي كالتالي:

- **حقوق الملكية :** تتمثل في رأس المال المدفوع والاحتياطيات الرأسمالية التي تكونها الشركة من الأرباح المحتجزة، إما لتدعيم مركزها المالي أو لمواجهة أي ظروف غير متوقعة، وتمثل هذه الأموال نسبة ليست ضئيلة من حجم الأموال الموجهة للاستثمار.
- **المخصصات :** تشمل الأموال المتجمعة نتيجة تحصيل أقساط التأمين وتنقسم هذه الأموال إلى :
 - مخصصات وثائق تأمينات الحياة ويطلق عليها المخصصات الفنية وتُعد المخصصات الفنية أهم مصادر أموال التأمين على الحياة وهو مخصص طويل الأجل نظراً لطول مدد وثائق التأمين على الحياة وبتزايد هذا المخصص من عام لآخر كلما زادت الإصدارات الجديدة. مخصصات أموال التأمينات العامة وتتمثل أهم مصادر هذا المخصصات في مخصص الأخطار السارية، ومخصص التعويضات تحت التسوية، ومخصص التقلبات في معدلات الخسارة.
- **دائنون وأرصدة دائنة أخرى :** تتمثل هذه الأموال في المبالغ المستحقة لشركة التأمين وإعادة التأمين وللوكلاء والمنتجين وأرصدة أي حسابات جارية دائنة أو دائنين متنوعين وهذه الأموال قصيرة الأجل.

جدول (1-1) مكونات الهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين

السنة	حقوق الملكية	المخصصات	داننون وأرصدة داننة أخرى	إجمالي الخصوم
1995	81157970	133591336	141918129	356667436
1996	96374843	125307631	105302864	326985338
1997	97399346	131250388	106274610	334924344
1998	93188440	138720838	102577501	334486779
1999	62760744	157623184	112575837	332959766
2000	28613445	193685760	152472884	374772089
2001	(5693408)	196978081	104561170	295845843
2002	(50713822)	280576438	114263717	344126333
2003	(56073952)	262337708	199802935	406066690
2004	(29426063)	266285903	144283905	381143745
2005	(27370200)	262346626	134043163	369019589
2006	74366558	198636622	110900661	383903842
2007	82502780	185333681	96080848	363917308
2008	82218876	162338816	110179802	354737495
2009	95282098	145736320	80490634	321509053
2010	96674850	142938975	104030894	343644719
المتوسط	42673636	190006465	118522762	351202862

المصدر : إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996-2010)

ومن خلال المعلومات الواردة بالجدول (1-1) ، استعرضت الدراسة حركة ونسبة كل مصدر من مصادر الهيكل المالي للشركة في الجداول التالية:

أ. حقوق الملكية

تتمثل حقوق الملكية لشركة ليبيا للتأمين كما وردت في القوائم المالية في رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة ، ويلاحظ من الجدول (1-2) أن حقوق الملكية لا تمثل جزءاً كبيراً من الهيكل التمويلي للشركة، بينما تُعد درعاً واقياً لامتصاص الخسائر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة من جراء نشاطها. يلاحظ من الجدول (1-2) أن أعلى نسبة لحقوق الملكية من إجمالي الخصوم كانت في سنة 2009 وبنسبة (30%) من إجمالي الخصوم حيث بلغت قيمة حقوق الملكية (95282098 دينار) ، أما أقل نسبة فكانت سنة 2002 وبنسبة (- 15%) حيث بلغت قيمة حقوق الملكية (-50713822 دينار) ، كما يلاحظ أن المتوسط العام لهذه النسبة خلال كامل فترة الدراسة قد بلغت حوالي (13%)، وكذلك انه خلال السنوات 2001 ، 2002 ، 2003 ، 2004 ، 2005 ، كانت نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الخصوم بالسالب، والسبب في ذلك قد يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها شركة ليبيا من جراء التأمين الإجباري، وحتى إيراد الاستثمار لم يغط هذه الخسائر (تقرير الاستثمار لشركة ليبيا للتأمين، 2005، ص 178).

جدول (1-2) نسبة وحركة حقوق الملكية لشركة ليبيا للتأمين

السنة	حقوق الملكية	إجمالي الخصوم	نسبة حقوق الملكية إلى الخصوم	معدل تغير حقوق الملكية
1996	96374843	326985338	%29	%19
1997	97399346	334924344	%29	%1
1998	93188440	334486779	%28	(%4)
1999	62760744	332959766	%19	(%33)
2000	28613445	374772089	%8	(%54)
2001	(5693408)	295845843	(%2)	(%120)
2002	(50713822)	344126333	(%15)	%791
2003	(56073952)	406066690	(%14)	%11
2004	(29426063)	381143745	(%8)	(%48)
2005	(27370200)	369019589	(%7)	(%7)
2006	74366558	383903842	%19	(%372)
2007	82502780	363917308	%23	%11
2008	82218876	354737495	%23	(%0.3)
2009	95282098	321509053	%30	%16
2010	96674850	343644719	%28	%1.5
المتوسط	42673636	351202862	%13	

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

ب. المخصصات

وفقاً لقانون شركات التأمين (رقم "3" لسنة 2005م ، قانون الإشراف والرقابة على شركات التأمين)، ، تلتزم الشركة بتكوين المخصصات الفنية اللازمة لمقابلة إلتزاماتها المالية من قبل حملة الوثائق والمستفيدين منها وذلك على الوجه الآتي:

أولاً: بالنسبة لتأمينات الأشخاص وعمليات تكوين الأموال

أ. المخصص الحسابي ويتم تقديره بمعرفة خبير أكتواري وفقاً للأسس الفنية المتعارف عليها.

ب. مخصص المطالبات تحت التسديد بقيمة المطالبات التي لم يتم تسويتها حتى تاريخ إعداد الميزانية.

ثانياً: بالنسبة لتأمينات الممتلكات والمسؤوليات

أ. مخصص الأخطار السارية : يتم تكوينه لمقابلة إلتزامات الشركة من عمليات التأمين المصدرة قبل إنتهاء السنة المالية متى كان سبب المخصص لا يزال سارياً بعد إنتهائها على الأقل على النسب السارية عن النسب التالية:

1. (47%) من عمليات التأمين الإجباري عن المسؤولية المدنية الناشئة عن حوادث المركبات الآلية.

2. (25%) عن عمليات التأمين من أخطار النقل البحري والجوي والبري.

3. (40%) عن باقي العمليات ماعدا التأمينات الهندسية.

4. بالنسبة لعمليات التأمينات الهندسية بمختلف أنواعها تحسب على أساس نسبي عن الفترة المحددة لإنشاء المشروع.

- ب. مخصص التعويضات تحت التسوية عن الحوادث التي تم الإبلاغ عنها. ويتم تقدير هذا المخصص من واقع كشوف جرد فعلي سنوي لملفات الحوادث التي تم الإبلاغ عنها بالقدر الكافي (شاملاً مصاريف التسوية) لمواجهة التزامات الشركة على هذه الحوادث بصورة سنوية دورية ولا يجوز للشركة ترحيلها أكثر من خمس سنوات.
- ج. مخصص لمقابلة حوادث وقعت ولم يبلغ عنها حتى تاريخ إعداد الميزانية وتحسب على أساس مبلغ يقدر بنسبة مئوية من مخصصات التعويضات تحت التسوية في نهاية السنة المالية تتراوح ما بين 10% و 20% من هذا المخصص عن كل نوع من أنواع التأمين.
- د. مخصص التقلبات العكسية، يقصد بمخصص التقلبات العكسية بأنه ذلك الجزء المحتجز من إيرادات فرع معين من فروع التأمينات العامة خلال سنة مالية معينة غالباً ما تنسم بإنخفاض معدل الخسارة الفني الفعلي عن معدل الخسارة الفني المتوقع بهذا الفرع وذلك لمواجهة الزيادة المتوقعة في معدلات الخسارة الفنية خلال السنوات المالية المقبلة وذلك للتقليل من أثر التقلبات العنيفة في معدلات الخسائر الفنية المتوقعة ويُعد مخصص فني وليس إحتياطي، ويحتسب من حساب إيرادات ومصروفات كل فرع من فروع تأمينات الممتلكات والمسؤوليات في نهاية كل سنة مالية ويحتسب هذا المخصص وفقاً للتالي: نسبة 20% لكل من (الحريق . الهندسي . التأمينات العامة) ونسبة 15% للسيارات، 10% للتأمين البحري و 10% للتأمينات الأخرى التي لم تذكر صراحة، مع ملاحظة أنه لا يتم تكوين هذا المخصص في فروع التأمينات خلال السنوات التي تزيد فيها معدلات الخسارة عن 100%، كما لا يجوز استخدام هذا المخصص إذا زاد معدل الخسائر الفعلي عن العام بما قيمته 20% من معدل الخسائر المقدر وذلك بحد أقصى 20% من الرصيد المخصص المكون في بداية السنة المالية. وفي جميع الأحوال يتعين أن تكون هذه المخصصات كافية لمقابلة حقوق حملة الوثائق وإذا ما رأيت وزارة الاقتصاد والتجارة (أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة سابقاً) خلال فحص هذه المخصصات عدم كفايتها يتعين على الشركة إتخاذ الإجراءات اللازمة لإستكمالها وفقاً للقواعد التي تحددها وزارة الاقتصاد والتجارة (أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة سابقاً) في هذا الشأن (المادة 7، اللائحة التنفيذية لقانون الإشراف والرقابة على شركات التأمين).

- وتمثل المخصصات الجزء الأكبر من الهيكل التمويلي الذي تعتمد عليه الشركة في تمويل استثماراتها، والجدول (1-3) يوضح نسبة المخصصات من إجمالي الهيكل التمويلي للشركة خلال سنوات الدراسة.

جدول (1-3) نسبة وحركة المخصصات لشركة ليبيا للتأمين

السنة	المخصصات	إجمالي الخصوم	نسبة المخصصات إلى الخصوم	معدل تغير المخصصات
1996	125307631	326985338	38%	(6%)
1997	131250388	334924344	39%	5%
1998	138720838	334486779	41%	6%
1999	157623184	332959766	47%	14%
2000	193685760	374772089	52%	23%
2001	196978081	295845843	67%	1.7%
2002	280576438	344126333	82%	42%

هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة (دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين)

2003	262337708	406066690	%65	(%7)
2004	266285903	381143745	%70	%1.5
2005	262346626	369019589	%71	(%1)
2006	198636622	383903842	%52	(%24)
2007	185333681	363917308	%51	(%7)
2008	162338816	354737495	%46	(%12)
2009	145736320	321509053	%45	(%10)
2010	142938975	343644719	%42	(%1.9)
المتوسط	190006465	351202862	%54	

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

من خلال دراسة تحليل الجدول (1-3) المتعلق بتحديد نسبة المخصصات من الهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين من خلال فترة الدراسة، فنجد أن أعلى نسبة للمخصصات إلى إجمالي الخصوم كانت عند سنة 2002 وبنسبة (82%) حيث بلغت قيمة المخصصات (280576438 دينار)، أما أقل نسبة للمخصصات فكانت في سنة 1996 وبنسبة (38%) وبقيمة (125307631 دينار)، أما بقية سنوات الدراسة فكانت بنسب متفاوتة وبمتوسط عام خلال كامل فترة الدراسة يقدر بحوالي (54%).

ج . الدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى

يتمثل هذا المصدر في التعويضات تحت الدفع، وأقساط تحت التحصيل، واحتياطيات محجوزة من معيدي التأمين، وأقساط مؤجلة، وحساب جاري ومؤمن لهم، وأرصدة دائنة أخرى، والجدول (1-4) يوضح نسبة وحركة الدائنين والأرصدة الدائنة الأخرى خلال فترة الدراسة.

جدول (1-4) نسبة وحركة الدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى لشركة ليبيا للتأمين

السنة	دائنون وأرصدة دائنة أخرى	إجمالي الخصوم	نسبة الدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى إلى الخصوم	معدل تغير الدائنون
1996	105302864	326985338	%32	(%26)
1997	106274610	334924344	%32	%1
1998	102577501	334486779	%31	(%3)
1999	112575837	332959766	%34	%10
2000	152472884	374772089	%41	%35
2001	104561170	295845843	%35	(%31)
2002	114263717	344126333	%33	%9
2003	199802935	406066690	%49	%75
2004	144283905	381143745	%38	(%28)
2005	134043163	369019589	%36	(%7)
2006	110900661	383903842	%29	(%17)
2007	96080848	363917308	%26	(%13)
2008	110179802	354737495	%31	%15
2009	80490634	321509053	%25	(%27)
2010	104030894	343644719	%30	%29
المتوسط	118522762	351202862	%33	

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

يتضح من خلال دراسة وتحليل الجدول (1-4) والمتعلق بتحديد نسبة وحركة الدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى من إجمالي الهيكل التمويلي ، حيث نجد أن أعلى نسبة للأرصدة الدائنة تحققت في سنة 2003 ، ونسبة (49%) ، وقيمة (199802935 دينار) ، أما أقل نسبة للأرصدة الدائنة ، فكانت في سنة 2009 ونسبة (25%) وقيمة (80490634 دينار) ، كما حققت الأرصدة الدائنة متوسط عام لكامل فترة الدراسة يقدر بـ (33%) من الهيكل التمويلي.

من خلال مقارنة وتحليل مصادر الأموال لشركة ليبيا للتأمين خلال فترة الدراسة (1996-2010) ، وذلك من خلال الجداول (1-2) ، (1-3) ، (1-4) نلاحظ ما يلي:

1. ان حقوق الملكية تمثل 13% كمتوسط عام من حجم الأموال المكونة للهيكل التمويلي للشركة، خلال فترة الدراسة.
2. ان المخصصات تمثل 54% كمتوسط عام من حجم الأموال المكونة للهيكل التمويلي للشركة، خلال فترة الدراسة ، وهذه النسبة تُعد من أكبر النسب المكونة للهيكل التمويلي.
3. ان الدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى تمثل 33% كمتوسط عام من حجم الأموال المكونة للهيكل التمويلي للشركة.

5.4 تحليل حركة هيكل الاستثمار في شركة ليبيا للتأمين

لابد من الإشارة إلى أن قانون الإشراف والرقابة لشركات التأمين في ليبيا لا يسمح بالحجز على أموال شركات التأمين وإعادة التأمين المحددة وفق المادتين 15-16 من القانون رقم (3) لسنة 2005م سواء كانت مودعة في حسابات مصرفية جارية أو مستثمرة أو يحتفظ بها كضمان لسداد إلتزامات حملة الوثائق. وتوظف الأموال المخصصة تنفيذاً لحكم المادة (16) من القانون على النحو الآتي:

1. 50% من هذه الأموال المخصصة في حسابات جارية أو تحت الطلب أو ودائع ثابتة في مصارف ومؤسسات مالية عاملة في ليبيا أو خارجها.
2. 30% من هذه الأموال المخصصة في عقارات سواء أكانت أراضي لغرض البناء عليها أو مباني جاهزة موجودة في ليبيا، ويجب في هذه الحالة أن تقدم الشركة إلى وزارة الاقتصاد والتجارة (أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة سابقا) المستندات وتقارير الخبراء المؤيدة لقيمتها وكذلك شهادة من السجل العقاري بخلوها من الحقوق العينية.
3. 20% من هذه الأموال المخصصة في سندات مالية صادرة من شركات أو مؤسسات أو هيئات ليبية، كما يجوز المساهمة في شراء أسهم في شركات ليبية غير شركات التأمين أو إعادة التأمين، وعلى كل شركة أن تقدم إلى وزارة الاقتصاد والتجارة (أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة سابقا) بيانات عن أموالها المخصصة وفقاً لأحكام هذه المادة في ميعاد لا يجاوز 30 من شهر إبريل عن كل سنة مالية بياناً مفصلاً بأموالها المخصصة في 31 من شهر ديسمبر من السنة السابقة طبقاً للمادة (15) من القانون رقم (3) لسنة

2005م. (المادة 8، اللائحة التنفيذية لقانون الإشراف والرقابة على شركات التأمين)، وتقوم شركة ليبيا للتأمين بإستثمار الأموال التي لديها وذلك من خلال استثمار أموالها في مشاريع إنتاجية وخدمية تُسهم في تنمية الاقتصاد الوطني من جهة، وتنمية مواردها المالية من جهة أخرى من خلال العوائد المالية التي تحققها الاستثمارات، وتحكم عمليات استثمار أموال شركة ليبيا للتأمين ثلاثة مبادئ رئيسية تتمثل في السيولة والربحية والضمان، والتي نجدها تحكم أيضا استثمار أموال شركات التأمين في معظم دول العالم، ولتحقيق هذه المبادئ يتحتم توزيع استثمارات الشركة بين استثمارات طويلة الأجل وأخرى متوسطة الأجل، وخاصة الودائع لأجل، حيث يتناسب تاريخ استحقاقها مع تاريخ الحاجة إلى سيولة، ويُعد ارتفاع معدل العائد على رؤوس الأموال المستثمرة مؤشراً على نجاح السياسة الاستثمارية، غير أن الرغبة في تحقيق معدل عائد عالي قد يتعارض مع مبدأ الضمان، ولهذا تتوزع استثمارات شركة ليبيا للتأمين كما وردت في الميزانيات العمومية على النحو التالي: (5-1):

جدول (5-1) مكونات الهيكل الاستثماري لشركة ليبيا للتأمين

السنة	استثمارات متوسطة الأجل	استثمارات طويلة الأجل	إجمالي الاستثمارات	إجمالي الأصول	نسبة الاستثمارات متوسطة الأجل إلى الأصول	نسبة الاستثمارات طويلة الأجل إلى الأصول
1995	180448800	45234371	225683171	356667436	51%	13%
1996	179714053	47282413	226996466	326985338	55%	14%
1997	182449053	51764268	234213321	334924344	54%	15%
1998	181684053	53616461	235300514	334486779	54%	16%
1999	149752695	49806538	199559233	332959766	45%	15%
2000	132442768	64365062	196807830	374772089	35%	17%
2001	88506128	74140075	162646203	295845843	30%	25%
2002	96359917	92262162	188622079	344126333	28%	27%
2003	116301521	88491819	204793340	406066690	29%	22%
2004	128428483	89172459	217600942	381143745	34%	23%
2005	145035720	91195319	236231039	369019590	39%	25%
2006	124176101	144816926	268993027	383903842	32%	38%
2007	125842063	133611301	259453364	363917308	35%	37%
2008	81937222	147088558	229025780	354737495	23%	41%
2009	44754594	165099022	209853616	321509053	14%	51%
2010	36309938	166524255	202834193	343644719	11%	48%
المتوسط	120912954	97282443	218195396	351202862	35%	28%

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

أ. استثمارات متوسطة الأجل:

قامت شركة ليبيا للتأمين في الاستثمار في الودائع المصرفية في عدة مصارف وينسب وفوائد مختلفة التي عادة ما تتغير القيمة المستثمرة فيها بالزيادة أو النقصان، مع أن الإستثمار في الودائع الثابتة في المصارف يُعد من

الإستثمارات قصيرة الأجل إذ أن هذا الإستثمار لا يتجاوز السنة، إلا أن شركة ليبيا للتأمين تصنف هذا الإستثمار بأنه إستثمار متوسط الأجل في قوائمها المالية خلال جميع سنوات الدراسة، ويوفر هذا الإستثمار هدف الضمان والسيولة للأهداف التي تقوم عليها إستثمارات شركات التأمين، والجدول (1-6) يوضح نسبة الاستثمارات المتوسطة الأجل ومعدل نموها خلال فترة الدراسة.

جدول (1-6) الاستثمارات متوسطة الأجل (الودائع الثابتة) من إجمالي الاستثمارات

السنة	استثمارات متوسطة الأجل	إجمالي الاستثمارات	نسبة الاستثمارات متوسطة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات	معدل تغير الاستثمارات المتوسطة
1996	179714053	226996466	%79	(%0.4)
1997	182449053	234213321	%78	% 1.5
1998	181684053	235300514	%77	(%0.4)
1999	149752695	199559233	%75	(%18)
2000	132442768	196807830	%67	(%12)
2001	88506128	162646203	%54	(%33)
2002	96359917	188622079	%51	%9
2003	116301521	204793340	%57	%21
2004	128428483	217600942	%59	%10
2005	145035720	236231039	%61	%13
2006	124176101	268993027	%46	(%14)
2007	125842063	259453364	%49	%1
2008	81937222	229025780	%36	(%35)
2009	44754594	209853616	%21	(%45)
2010	36309938	202834193	%18	(%19)
المتوسط	120912954	218195396	%55	

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

يلاحظ من الجدول (1-6) أن نسبة الاستثمارات متوسطة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات قد شهدت انخفاضاً خلال الفترة (2008 - 2009 - 2010) حتى وصل أداها في سنة 2010 حيث بلغت النسبة (18%) وبقيمة (36309938 دينار) ، حيث حققت الاستثمارات متوسطة الأجل متوسطاً عاماً خلال فترة الدراسة يقدر بـ (55%) وهذا الانخفاض قد يرجع إلى انخفاض معدل الفائدة التي تمنحها المصارف على الودائع أو قيام الشركة بتسييل بعض ودائعها لتغطية التزاماتها.

ب . استثمارات طويلة الأجل:

يشمل هذا المجال من الاستثمارات الاستثمار في العقارات، والاستثمار في القروض والسندات، والاستثمار في الإنشاءات تحت التنفيذ، والاستثمار في القروض بضمان وثائق التأمين، والاستثمار في المساهمات في الشركات الأجنبية والمحلية، ويوفر الإستثمار طويل الأجل هدف الضمان والربحية لشركة ليبيا للتأمين، والجدول (1-7) يوضح هذا الاستثمار.

جدول (1-7) الاستثمارات طويلة الأجل من إجمالي الاستثمارات

السنة	استثمارات طويلة الأجل	إجمالي الاستثمارات	نسبة الاستثمارات طويلة الأجل إلى إجمالي الاستثمارات	معدل تغير الاستثمارات طويلة الأجل
1996	47282413	226996466	%21	%5
1997	51764268	234213321	%22	%10
1998	53616461	235300514	%23	%4
1999	49806538	199559233	%25	(%7)
2000	64365062	196807830	%33	%29
2001	74140075	162646203	%46	%15
2002	92262162	188622079	%49	%24
2003	88491819	204793340	%43	(%4)
2004	89172459	217600942	%41	%0.8
2005	91195319	236231039	%39	%2
2006	144816926	268993027	%54	%59
2007	133611301	259453364	%51	(%8)
2008	147088558	229025780	%64	%10
2009	165099022	209853616	%79	%12
2010	166524255	202834193	%82	%0.9
المتوسط	97282443	218195396	%45	

المصدر: إعداد الباحثان من القوائم المالية للشركة (1996 - 2010)

يلاحظ من الجدول (1-7) أن أدنى نسبة للاستثمارات طويلة الأجل كانت في سنة 1996 حيث بلغت (%21) من إجمالي الاستثمارات وقيمة (47282413 دينار)، أما أعلى قيمة للاستثمارات طويلة الأجل فكانت في السنة الأخيرة للدراسة 2010 وبلغت (%82) وقيمة (166524255 دينار)، وبمتوسط عام خلال فترة الدراسة يقدر بـ (%45) ، وإن أغلب سنوات الدراسة كانت في حالة تصاعد مستمر، وقد يعود هذا الارتفاع في هذا المجال من مجالات الاستثمار إلى قيام الشركة بتغيير السياسة الاستثمارية، وذلك بتخفيض قيمة الاستثمارات متوسطة الأجل وتحويل قيمتها إلى استثمارات طويلة الأجل، أو وجود فرص استثمارية طويلة الأجل.

ومن خلال مقارنة هيكل الاستثمارات لشركة ليبيا للتأمين وذلك من خلال الجدولين (1-6) ، (1-7) يلاحظ ما يلي:

1. نسبة الاستثمارات متوسطة الأجل في السنوات الأولى من الدراسة كانت مرتفعة حيث بلغت ما نسبته (%79) من إجمالي الاستثمارات في سنة 1996 ، إلا أنها انخفضت هذه النسبة بعد ذلك إلى أن وصلت في سنة 2010 إلى (%18)، وكانت هذه النسبة يغلب عليها الانخفاض.
2. نسبة الاستثمارات طويلة الأجل في السنوات الأولى من الدراسة كانت منخفضة حيث بلغت ما نسبته (%21) من إجمالي الاستثمارات في سنة 1996 ، ومن ثم ارتفعت هذه النسبة بعد ذلك إلى أن وصلت في سنة 2010 إلى (%82)، وكانت هذه النسبة يغلب عليها الارتفاع.

وهذا يشير إلى تغيير شركة ليبيا للتأمين لسياستها الاستثمارية، وذلك بتخفيض قيمة مجال الاستثمارات متوسطة الأجل وزيادة قيمة مجال الاستثمارات طويلة الأجل.

6.4 اختبار فرضيات الدراسة

للتعرف على أهم محددات هيكل استثمارات شركة ليبيا للتأمين تم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية بواسطة تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد¹، وبالتالي يتكون النموذج القياسي المستخدم في الدراسة من العناصر التي تعكسها المعادلات التالية:

$$Y_1 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3$$

$$Y_2 = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3$$

وقد تمثلت فروض الدراسة في الآتي :

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيبية الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات متوسطة الأجل للشركة .
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيبية الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات طويلة الأجل للشركة .

وفي سبيل اختبار صحة الفروض من عدمها قام الباحثان بالحصول على البيانات التالية:

- الوزن النسبي للإستثمارات متوسطة الأجل Y1
- الوزن النسبي للإستثمارات طويلة الأجل Y2
- الوزن النسبي لحقوق الملكية X1
- الوزن النسبي للمخصصات X2
- الوزن النسبي للدائنين والأرصدة الدائنة الأخرى X3

✓ اختبار الفرض الأول للدراسة

تمثل الفرض الأول في أنه : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيبية الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات متوسطة الأجل للشركة. وقد اتضح من الإختبار الاحصائي المستخدم أن الوزن النسبي للإستثمارات متوسطة الأجل قد تأثر بالوزن النسبي لمكونات هيكل التمويل والمشتتل على حقوق الملكية والمخصصات والدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى ، وكما هو مبين بالنتائج ادناه والتي أشارت إلى جودة النموذج حيث يفسر ما قيمته 29.7% من التغيرات التي تحدث بالمتغير التابع (الاستثمارات متوسطة الأجل)، مما يشير إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتشكيلة الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات متوسطة الأجل للشركة.

Pearson's correlation & Collinearity Statistics باستخدام من الاختبارات Multicollinearity تم فحص استقلالية المتغيرات والتأكد من مدى وجود مشكلة¹ ، وتجدر الإشارة إلى ان قيم ونتائج هذه الاختبارات كانت في الحدود المقبولة والتي تؤكد استقلالية المتغيرات المستقلة وبالتالي ملاءمتها للتحليل الاحصائي (TOL-VIF) باستخدام اختبار الانحدار الخطي.

$$Y1 = 0.538 + 0.763 X1 - 1.429X2 + .909X3$$

(4.369) (18.261) (-3.854) (13.260)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.541 ^a	.297	.288	.073492

a. Predictors: (Constant): X1, X2, X3

b. Dependent Variable: Y1

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1.680	3	.560	11.691	.001 ^a
Residual	.527	11	.0479		
Total	2.207	14			

a. Predictors: (Constant): X1, X2, X3

b. Dependent Variable: Y1

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.538	.172		4.369	.007
X1	.763	.081	.113	18.261	.002
X2	-1.429	.048	-.542	- 3.854	.000
X3	.909	.594	.194	13.260	.003

a. Dependent Variable: Y1

✓ اختبار الفرض الثاني للدراسة

تمثل الفرض الثاني في أنه : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيب الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات طويلة الأجل للشركة. وقد اتضح من النتائج أدناه أن الوزن النسبي للإستثمارات طويلة الأجل قد تأثر بالوزن النسبي لتوليفة الهيكل التمويلي للشركة والمتمثلة في حقوق الملكية والمخصصات والدائنون والأرصدة الدائنة الأخرى وذلك بقدرة تفسيرية 38.7%، مما يعني أن مكونات الهيكل المالي وتغيراتها خلال فترة البحث هي مسؤولة

بنسبة 38.7% عن التغيرات التي تحدث بالمتغير التابع ، وهذا يشير إلى تأكيد فرضية الدراسة على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتركيبية الهيكل التمويلي بشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات طويلة الأجل للشركة.

$$Y2 = 0.685 + 0.943 X1 - 2.745X2 - .856X3$$

(5.873) (20.324) (-5.567) (-16.485)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.622 ^a	.387	.369	.0649332

a. Predictors: (Constant): X1, X2, X3

b. Dependent Variable: Y2

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.490	3	.830	13.566	.008 ^a
Residual	.674	11	.06127		
Total	3.164	14			

a. Predictors: (Constant): X1, X2, X3

b. Dependent Variable: Y2

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.685	.295		5.873	.009
X1	.943	.164	.236	20.324	.004
X2	-2.745	.072	-.842	- 5.567	.002
X3	-.856	.630	-.367	-16.485	.001

a. Dependent Variable: Y2

5 النتائج

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدد من النتائج النظرية والتطبيقية والتي تم تلخيصها فيما يلي:

1- مراجعة الأدب النظري لموضوع البحث تؤكد على أن القرارات المالية (قرار التمويل ، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) هي قرارات استراتيجية وحاسمة تستوجب الكثير من البحث والدراسة وقدر من الرشد ، وذلك لأن على أساسها يتحدد مستقبل المؤسسة/الشركة في السوق، كما انها قرارات ذات

طبيعة متكاملة مع بعضها أي أحدها يؤثر على الآخر (إذ أن قرار التمويل يحدد لنا حجم ونوع قرار الاستثمار الذي سنتخذه ، وهذا الأخير يحدد لنا سياسة توزيع الأرباح المتبعة من خلال النتائج والأرباح التي يحققها).

2- بيّنت نتائج التحليل الوصفي لبيانات البحث عن الفترة من (1996-2010)، أن متوسطات مكونات ومصادر هيكل تمويل شركة ليبيا للتأمين خلال فترة الدراسة قد بلغت (13%) كمتوسط عام لحقوق الملكية، و(54%) كمتوسط عام للمخصصات، و (33%) كمتوسط عام للدائنين والأرصدة الدائنة الأخرى. أما هيكل استثمارات الشركة فهو يشتمل على (55%) كاستثمارات متوسطة الأجل (الاستثمار المصرفي كالودائع وغيرها) و(45%) كاستثمارات طويلة الأجل (مثل الاستثمار في العقارات والسندات والمساهمة في حصص راس مال بعض الشركات.. وغيرها).

3- اشارت نتائج تحليل الانحدار إلى أن هناك تأثير مهم للهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين على حجم الاستثمارات متوسطة الأجل بها، وبقوة تفسيرية بلغت (29.7%)، وهذا يعني أن الهيكل التمويلي يفسر أو مسؤول عن ما نسبته (29.7%) من التغيرات التي حدثت أو قد تحدث في الاستثمارات متوسطة الأجل، وعليه فإن ذلك يؤكد قبول فرضية البحث التي تقترض وجود تأثير مهم ذو دلالة إحصائية للتغيرات في تركيبة الهيكل التمويلي على التغير في حجم الاستثمارات متوسطة الأجل.

4- كما تشير نتائج تحليل الانحدار إلى وجود تأثير مهم أيضا للهيكل التمويلي على حجم الاستثمارات طويلة الأجل بشركة ليبيا للتأمين، وبقوة تفسيرية بلغت (38.7%)، وبالتالي فإن هذا يعني أن تركيبة هيكل التمويل التي تختارها الشركة لتمويل استثماراتها تلعب دور هام في تنوع وتشكيل هيكل استثماراتها ، وخاصة تلك الطويلة الأجل منها. ولذلك يتم قبول فرضية البحث التي تقترض وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للتغيرات في تشكيلة الهيكل التمويلي على التغير في حجم الاستثمارات طويلة الأجل.

التوصيات :

بناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة ، فإنه تم اقتراح عدد من التوصيات كما يلي:

1- ان الاعتقاد بوجود هيكل تمويل امثل للشركة سيبقى دائما اشكالية مطروحة للنقاش والجدل حولها لن تنتهي بفلسفة اي نظرية ، نتيجة للطبيعة المتغيرة لظروف السوق وسلوك المؤسسة وخصائصها ، لاسيما مع التوسع والانتشار الخارج عن السيطرة في الاسواق والأنشطة الاقتصادية المتنوعة الذي تشهده بيئات الأعمال المعاصرة في دول الغرب والشرق التي تقتحمها يوميا العديد من المتغيرات والمؤثرات الجديدة على مستوى سلوك المؤسسات وسلوك الأفراد وتفضيلاتهم في الارتضاء بالعوائد في مقابل تحمل المخاطر .

وبالتالي ، فإننا نعتقد أنه لا يوجد هيكل تمويل أمثل بشكل دائم وأنه ما يكون هنا أمثلاً قد لا يكون هناك أمثل ، وذلك لأن درجة المثالية والكفاءة هذه قد تتوقف على عدد من المتغيرات الداخلية

والخارجية أحيانا. وفي هذا الشأن ، على الأقل ، نوصي بإتباع التكنيك والأساليب العلمية المبنية على التخطيط والقياس عند قيام المؤسسة بالمفاضلة واختيار مصادر تمويل استثماراتها وذلك لضمان التأثير والعلاقة التكاملية الايجابية لقرارات التمويل وقرارات الاستثمار ، وأن تضع دائما استراتيجيات وخيارات تمويل بديلة جاهزة للتنفيذ في الظروف الطارئة ، مع التركيز دائما على تعديل وتشكيل هيكلها التمويلي وفق ميزان العائد والتكلفة والخطر .

2- التركيز على محركات النمو من خلال زيادة الاهتمام بالاستثمارات طويلة الأجل وتوفير أدوات ومصادر تمويل لها ، كأن يتم نشر الوعي التأميني للأنواع المختلفة للتأمين وخاصة التأمين على الحياة الذي يوفر للشركة أموالاً طويلة الأجل وهو ما يساعد المؤسسة في البحث عن فرص استثمارية جديدة ، وأن تكون الاستثمارات المتوسطة الأجل في الحدود المعقولة حتى لا تؤثر على العوائد المرجوة، مع المحافظة على تحقيق التوازن النسبي بين مكونات الهيكل الاستثماري للمؤسسة وحسب ظروف السوق ومتطلباته.

3- من المفيد والمستفاد أن يتم اجراء مزيد من الأبحاث النظرية والتطبيقية حول العلاقات التبادلية بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وذلك بمختلف القطاعات والانشطة الاقتصادية (الصناعية، الخدمية) ، والبحث في اسباب قوتها وضعفها ، فهذا سيؤدي إلى توفير المعلومات والادلة والحقائق حولها التي بالنهاية ستشكل النظريات والمعارف التي نوصى حقا بدراستها والتدريب عليها من قبل المديرين ومنتخذي القرارات المالية.

المراجع:

1. آل شبيب ، دريد كامل ، (2007) ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الأردن.
2. اندراوس ، عاطف ولیم ، (2008) ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، الاسكندرية ، مصر .
3. البشري، فارس ناصيف، الطالب، غسان سالم ، (2013) ، مبادئ المالية "2" ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الاردن.
4. حسن، محروس محمد ، (1998) ، تحليل العلاقة التبادلية بين الرفع المالي وكل من الربحية والنمو في شركات الأعمال العام للغزل والنسيج ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، العدد 4 ، ص 769 - 816 ، القاهرة.
5. رمضان ، زياد ، (2005) ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر ، الأردن.
6. الزروق، طارق محمد ، (2003) ، دور إدارة التمويل في فاعلية الاستثمار : دراسة تطبيقية على المصارف الليبية المتخصصة خلال الفترة 1990-2000 ، رسالة ماجستير غير منشورة ، أكاديمية الدراسات العليا ، طرابلس.

7. شلاش، سليمان ، وآخرون ، (2008) ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال ، حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من (1997-2001) ، عمان ، مجلة المنارة ، المجلد 14 ، العدد 1، ص 45-81
8. كشادة ، ليلي محمد ، (2005) ، دراسة الهياكل المالية لبعض المصارف التجارية الليبية خلال الفترة (1993-2002) : دراسة تطبيقية على مصارف الامة والجمهورية والوحدة ، رسالة ماجستير غير منشورة ، أكاديمية الدراسات العليا ، طرابلس.
9. مطر ، محمد ، (1999) ، إدارة الاستثمارات : الإطار النظري والتطبيقات العلمية ، الطبعة الثانية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، الأردن.
10. النعيمي ، محمد عبدالعال ، وآخرون ، (2011) ، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في سوق عمان (2004-2009) ، مجلة الفكر المحاسبي ، القاهرة ، المجلد 15 ، العدد 2 ، ص 238-301.
11. النعيمي، عدنان تايه ، الساقى، سعدون مهدى، سلام، أسامة عزمي، موسى، شقيري نوري ، (2011) ، الإدارة المالية : النظرية والتطبيق ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الاردن.
12. هناندة ، موافق الرفاعي ، (2007) ، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن ، اطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، الاردن.
13. هندي ، منير إبراهيم ، (2011) ، الإدارة المالية : مدخل تحليل معاصر ، الطبعة السادسة ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، مصر.
14. تبر ، زغود ، (2009) ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية : دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر.

References:

1. Akhtar et al., (2012), Relationship between financial leverage and financial performance: Evidence from Fuel and Energy Sector of Pakistan, European Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 11, PP 2222-2339.
2. Al Taleb, G. and Al Shubiri, F., (2011), Capital structure decision and debt maturity structure: An Empirical evidence from Jordan, Journal of Commerce, Vol. 3, No. 4, PP 49-60.
3. Jensen, M. and Meckling, W., (1976), Theory of the firm: Managerial, agency costs and capital structure, Journal of financial economics, 3 October, PP 305-360.
4. Modigliani, F. and Miller, M., (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review, Vol. 48, PP 261-297.

5. Modigliani, F. and Miller, M., (1963), Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, American Review, Vol. 53, PP 433-443.
6. Myers, S., (1977), Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, 5, PP 147-175.
7. Ross, S., (1977), The determination of financial structure: The incentive signaling approach, The Bell Journal of Economics, Vol. 8, PP 23-40.
8. Singhania, M. and Seth, A., (2010), Financial leverage and Investment Opportunities in India: An Empirical Study, International Research Journal of Finance and Economics, ISSN 1450-2887, Issue (40), PP 136-148.