

أثر المصادر التمويلية على تنوع المحفظة الاستثمارية لشركات التأمين

(دراسة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين للفترة من 1989 - 2015)

■ د.رضا منصور شيته* ■ أ.وليد رمضان سالم**

ملخص الدراسة

هدفت الدراسة إلى تقييم المصادر التمويلية وأثرها على تنوع المحفظة الاستثمارية لشركة ليبيا للتأمين، حيث تكونت عينة الدراسة من جميع مفردات المصادر التمويلية للشركة خلال الفترة من 1989 إلى 2015، والبالغ عددها (27) سبع وعشرون سنة، وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام سببية Toda And Yamamoto، وتوصلت الدراسة إلى نتائج تفيد من خلال إجراء اختبارات جذر الوحدة بطريقة اختبار (PP.T) لجميع متغيرات الدراسة اتضح أن جميع السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة غير مستقرة في المستوى، حيث أصبح المتغيران (IM) و (X1) مستقرين عند الفروق الثانية لهما. في حين استقرت المتغيرات (IL) و (X2) و (X3) عند الفروق الأولى لها، وبالاستناد إلى إحصائية اختبار (F) كما هو مبين وجود علاقة سببية وأحادية الاتجاه تتجه من حقوق الملكية (X1) نحو الاستثمارات طويلة الأجل. كما أشارت نتائج الاختبار أيضاً إلى غياب أي علاقة سببية بين الاستثمارات طويلة الأجل (IL) والاستثمارات متوسطة الأجل (IM) وباقي المتغيرات التفسيرية.

الكلمات الدالة: المصادر التمويلية، المحفظة الاستثمارية، شركة تأمين، حقوق الملكية، المخصصات، التزامات قصيرة الأجل.

* عضو هيئة التدريس بالمعهد العالي للعلوم والتقنية- بنات - طرابلس

** عضو هيئة التدريس بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة طرابلس

يلعب التأمين دوراً هاماً في المجتمعات الحديثة، بالإضافة إلى الحماية الاقتصادية التي توفرها شركات التأمين لكثير من المشروعات فهو يساهم في تجميع المدخرات اللازمة لتمويل خطط التنمية في المجتمعات النامية أو للاستثمار في أوعية اقتصادية متعددة في المجتمعات المتقدمة اقتصادياً. وبالتالي يعتبر الهيكل المالي لشركات التأمين أحد أهم العوامل التي تؤثر على السياسة الاستثمارية في شركات التأمين، ويقصد بالهيكل المالي في شركات التأمين النسبة بين حجم أموال المساهمين أو ملاك المشروع وحجم أموال حملة الوثائق، حيث تتكون الغالبية العظمى للهيكل المالية لشركات التأمين من أموال حملة الوثائق، يلي ذلك توزيع الهيكل على كل من التأمينات العامة، حيث تختلف طبيعة التزامات تأمينات الحياة عن التزامات وثائق التأمينات العامة. (حضي وقرياقص، ص135، 2003)

عليه حظي علم التمويل وخاصةً الهيكل التمويلي بمكانة بارزة في أدبيات التمويل منذ منتصف القرن العشرين وحتى يومنا هذا، فكان من أهم ملامح الوزن الكبير الذي حظي به موضوع الهيكل التمويلي، وما تم بشأنه من جدل نظري ودراسات تطبيقية على مختلف القطاعات في دولٍ شتى، حيث أظهرت تلك الدراسات بدورها الخلافات والاختلافات، فأصبح من الصعب تعميم استنتاجات معينة على دول بعينها، أو أنظمة اقتصادية بعينها، ويرجع ذلك أساساً إلى اختلاف طبيعة النشاط بين القطاعات واختلاف البنية الاقتصادية بين الدول، كذلك الاختلاف بين المؤسسات داخل القطاع الواحد، من حيث حجم النشاط وحجم الاستثمارات، ومستوى الربحية ودرجة ميل المخاطرة لدى القائمين على إدارة المؤسسة، ويعتبر تأثير مكونات هيكل التمويل على القيمة السوقية لأي مؤسسة من الأولويات الهامة التي عادةً ما تركز عليها إداراتها باستمرار، وهذا يتطلب منها المتابعة المستمرة للتطورات والتغيرات التي تطرأ على مكونات هيكل التمويل، للمحافظة على قيمتها السوقية وبقائها في مجال الأعمال، ولضمان المحافظة على استمرار عملياتها الجارية في كافة مجالاتها وأنشطتها المختلفة.

عليه سيتم في هذه الدراسة التعرف على مكونات الهيكل المالي، الذي تعتمد عليها المؤسسة المالية (شركات التأمين) في تمويل استثماراتها، حيث توجد مصادر مباشرة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، ومصادر غير مباشرة كالتمويل بالاستئجار، وسوف يتم عرض كيفية تقدير تكلفة الأموال للمصادر وصولاً إلى التكلفة الشاملة؛ أي تكلفة المزيج من الأموال (المملوكة والمقترضة)، للوصول إلى هيكل التمويل الأمثل، والتعرف على الهيكل التمويلي لشركة ليبيا للتأمين، وتقديم بعض الرؤى حوله من خلال تقييمها واختبار أثرها على تنوع المحفظة الاستثمارية بالشركة.

2.1. مشكلة الدراسة:

نظراً لما تمثله شركات التأمين من دور جوهري مؤثر في حياة عدد كبير من فئات المجتمع، والأثر المترتب على كيفية تنفيذ نشاطاتها الاستثمارية التي شهدت بعض التذبذب؛ حيث انحدر معدل العائد نتيجة ضعف الربط بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، وبسبب عدم المواثمة في استخدام مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل لتمويل استثمارات طويلة الأجل (شيته وسالم، 2017، ص33)، وما نتج عن ذلك من زيادة في تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض ربحية الشركة موضوع الدراسة، وعليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

هل تؤثر المصادر التمويلية للشركة بشكل موجب على التنوع في محفظة الاستثمارات؟

3.1. هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم المصادر التمويلية للشركة، من خلال اختبار أثر المصادر التمويلية (الالتزامات قصيرة الأجل، المخصصات، وأموال الملكية) على التنوع في محفظة استثمارات الشركة)، وذلك من خلال اختبار وتحليل أثر المصادر التمويلية (الالتزامات قصيرة الأجل، المخصصات، وأموال الملكية) في تحديد وتنوع محفظة الاستثمارات، وبالتالي تقديم مجموعة من التوصيات المتعلقة بمستوى التنوع في مكونات الهيكل المالي للشركة؛ بهدف تحقيق أقصى استفادة ممكنة من التنوع في المصادر التمويلية على تنوع محفظة استثمارات الشركة وبشكل يحقق العائد الذي تسعى الشركة إلى تحقيقه.

4.1. أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع نفسه، والذي يتناول أثر المصادر التمويلية على تنوع المحفظة الاستثمارية لشركات التأمين، حيث يمكن أن يسهم حجم الفوائض المالية لشركات التأمين، في عمليات التمويل والاستثمار في الاقتصاد بشكل عام، وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، فضلاً على أن الدراسات السابقة عن شركات التأمين تناولت الاستثمارات دون التطرق لدراسة وتقييم أثر المصادر التمويلية على تنوع محفظة استثمارات شركات التأمين، مما يعطى الموضوع أهمية خاصة وبالتالي قد يقدم تحليل وتقييم أثر المصادر التمويلية على تنوع المحفظة الاستثمارية لشركات التأمين، وبعض الرؤى لمتخذي القرار والمُشرِّعين حول كفاءة الهيكل المالي لشركة ليبيا للتأمين ومدى إمكانية استمراره بشكل يحقق الأهداف المرجوة من تكوينه.

5. منهجية الدراسة: تتمثل في النقاط التالية:

5.1. فرضية الدراسة:

في ضوء طبيعة مشكلة الدراسة وما هو مستهدف منها، تهدف الدراسة إلى اختبار فرضيتين أساسيتين، وذلك على النحو الآتي:

H_{01} : لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمصادر التمويلية على الاستثمارات متوسطة الأجل.

H_{02} : لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمصادر التمويلية على الاستثمارات طويلة الأجل.

5.2. مجتمع وعينة الدراسة:

5.2.1. مجتمع الدراسة: يتألف مجتمع الدراسة من جميع مفردات المصادر التمويلية لشركة ليبيا للتأمين خلال الفترة الممتدة من 1989 إلى 2015، والبالغ عددها (27) سبعة وعشرون سنة.

5.2.2. عينة الدراسة: تم الاعتماد في المعاينة الإحصائية أسلوب العينة العشوائية وبحساب عينة الدراسة تبين أن حجمها يمثل مكونات للمصادر التمويلية لشركة ليبيا للتأمين وكان عدد المشاهدات 78 ثماني وسبعين مشاهدة.

5.2.3. حدود الدراسة: شملت فترة الدراسة سبعة وعشرين سنة متصلة تبدأ من سنة 1989 إلى سنة 2015 وهي آخر سنة تم قفل قوائمها المالية عند اعداد هذه الدراسة، وقد رُوعي في اختيار فترة الدراسة إدخال أكبر عدد ممكن من السنوات وهي فترة تفي بمتطلبات التحليل الإحصائي، فضلاً عن أنها فترة كافية للحصول على نتائج تعكس إلى حد كبير الواقع الفعلي لموضوع الدراسة، وتعد هذه الفترة أطول فترة تتناولها دراسة تتعلق بشركة ليبيا للتأمين.

5.2.4. مصادر البيانات: تم تجميع البيانات الخاصة بالدراسة من مصادر تقارير النشاط وقوائم الدخل والمركز المالي لشركة ليبيا للتأمين.

6.1. الدراسات السابقة

حظيت الادبيات والدراسات المتعلقة بشركات التأمين بشكل عام باهتمام كبير من قبل الباحثين والمهتمين بالعلوم الادارية والمالية، وذلك لما تمثله هذه الشركات من أداة

لتجميع المدخرات، وتوجيهها إلى الأوعية الاستثمارية المتنوعة التي تسهم في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، ومن ثم رفع معدلات النمو الاقتصادي، إضافة إلى كونها قناة استثمارية مهمة خاصةً لصغار المستثمرين، ونظراً لما تقدمه هذه الشركات من فوائد مالية ذات أحجام كبيرة خاصة في الأسواق الناشئة التي تحتاج أكثر من غيرها إلى هذه الفوائد لكي يتم توجيهها إلى استثمارات حقيقية تسهم بشكل قوى في تحقيق معدلات نمو بمختلف الأنشطة الاقتصادية، ما يميز هذه الدراسة عن شركة ليبيا للتأمين عن الدراسات السابقة التي غطت فترات قصيرة نسبياً، وتناولت تقييم الاستثمارات دون التطرق لدراسة أثر الهيكل المالي على تنوع أوجه استثمارات الشركة وهذا ما يميز هذه الدراسة، مما يعطي للموضوع أهمية خاصة، وبالتالي فمن الممكن تقديم تحليل وتقييم للهيكل المالي وأثره على تنوع أوجه استثمارات شركات التأمين مع تقديم بعض الرؤى لمخذي القرار والمشرعين حول كفاءة أداء شركات التأمين وإمكانية استمرارها بشكل يحقق الأهداف المرجوة من إنشائها.

عليه سيتم في هذه الجزئية من الدراسة عرض مجموعة من الدراسات سواء أكانت عن الشركات المالية بشكل عام أو شركات التأمين بشكل خاص وذلك وفقاً لما يلي:

أظهرت دراسة تناولت أثر التغيير في الهيكل التمويلي على الربحية، أن الشركات التي كانت فيها نسبة الديون أعلى من نسبة حقوق الملكية كانت أكثر عرضة لتحقيق الخسائر، أي أن العلاقة كانت عكسية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار (عبدالرحمن، 1987)، وتشير دراسة بأن النمو يمثل دالة التفاعل بين الهيكل المالي ومجموعة العوامل المؤثرة فيه، حيث هذ الدراسة أن هناك تبايناً في استراتيجيات النمو المالي المتبعة من قبل الشركات قيد الدراسة (النعيمي، 1992) ومن جهة أخرى بينت دراسة استخدمت نموذج ديناميكي معدل تم تطبيقه على عينة من الشركات بلغت 122 شركة بريطانية خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 1996، وعلى 438 شركة أمريكية للفترة الممتدة من 1989 إلى 1996، هذه الدراسة افترضت أن المنشأة تختلف في سرعة تعديل هيكلها المالية في اتجاه الهيكل المالي الأمثل، والذي نفسه يمكن أن يتغير عبر الزمن لنفس المنشأة، وأن هناك متغيرات تؤثر في مستوى الرافعة في المنشأة وهي التغيير في الدخل، النمو المتوقع، الحجم، الربحية والوفورات الضريبية المحققة من مصادر غير فوائد الديون، واستنتجت أن هناك علاقة سلبية بين الربحية والتغيرات في الدخل ومستوى الرافعة المالية في الشركات البريطانية والأمريكية، وأن الأصول الملموسة لها علاقة ايجابية مع

مستوى الرافعة في شركات الدولتين، ومعدل النمو له علاقة ايجابية مع مستوى الرافعة المالية لشركات الدولتين، أما حجم المنشأة فله علاقة سلبية مع مستوى الرافعة المالية في الشركات الأمريكية وعلاقة ايجابية معها في الشركات البريطانية، وعلاقة الوفورات الضريبية الناجمة من مصادر غير فوائد الديون سلبية مع مستوى الرافعة المالية في الشركات البريطانية و ايجابية مع مستوى الرافعة في الشركات الأمريكية، كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لها فرص نمو مرتفعة تعدل هيكلها المالي ببطء نحو الهيكل المالي الأمثل، أما المنشآت الصغيرة تعدل هيكلها المالي بصورة سريعة نحو الهيكل المالي الأمثل مقارنة بالمنشآت الكبيرة، كما وجدت الدراسة أن هناك اختلافات في سرعة تعديل الهياكل المالية وبين الصناعات المختلفة، (Suagata & others 1999)، إن الاستثمارات الخاصة بالشركات أمر في غاية الأهمية لنجاح الشركات في أي دولة، إلا أن الدراسات السابقة تشير إلى وجود أثر للرافعة المالية وتكلفة التمويل على القرارات الاستثمارية وترى أخرى أن هناك أثراً للمصادر التمويلية على اختيار الفرص الاستثمارية، حيث أكدت دراسة على المصارف التجارية أن أكثر التغيرات في الاستثمارات نتيجة تغيرات في الودائع، وأكثرها تأثيراً حسابات التوفير، الودائع الثابتة التي تليها بقية الودائع (دعوب، 2000). من جهة أخرى يرى (الحسيني، 1994) أنه توجد علاقة بين كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار، كما تناولت دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي ومدى تأثير كل عامل من هذه العوامل على مقدرة المنشأة في الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها المختلفة، إلى جانب الاهتمام بهذه العوامل مستقبلاً من أجل كسب ثقة مؤسسات التمويل واستنتجت أن هناك عدد من العوامل التي تؤثر في قدرة المنشأة على الاقتراض والحصول على احتياجاتها المالية بسهولة من هذه العوامل نسبة الديون للسنوات الماضية، فكلما زادت هذه النسبة زادت المخاطرة للمنشأة وانخفض إقبال المقرضين على تقديم الديون لها، وكذلك حجم المنشأة والذي كلما زاد أدى إلى زيادة فرصة المنشأة في الحصول على مصادر تمويل إضافية بالإضافة إلى عوامل أخرى هي ربحية المنشأة وسيولتها والضمانات التي تقدمها للمقرضين ومعدلات النمو (محمد، إبراهيم، 2002). أما من ناحية حقوق الملكية وتقدير قيمة المنشأة وتحديد الاستثمارات فقد أجريت دراسة على 140 شركة اسبانية خلال الفترة الممتدة من 1991 إلى 1997، وتوصل الباحثان إلى جملة من النتائج كان أهمها أن هيكل حقوق الملكية يؤثر في المنشأة، حيث تزداد قيمة المنشأة مع زيادة حقوق الملكية إذا كان المديرون يمتلكون نسبة أقل من

20 % ، أو نسبة أكثر من 50 % من إجمالي الأسهم في المنشأة، أما إذا كانوا يمتلكون نسبة بين 20 % إلى 50 % فإن العلاقة تصبح سالبة بين حقوق الملكية وقيمة المنشأة، وأن الرافعة المالية وحجم المنشأة من أهم محددات قيمة المنشأة والعلاقة بينهما معنوية، ولا يوجد ارتباط بين هيكل حقوق الملكية والاستثمار، وأن الاستثمار يتأثر بأداء المنشأة فكلما زادت القيمة السوقية للمنشأة مقارنة بالقيمة الدفترية كلما زادت دوافع الاستثمار في المنشأة، أي أن هناك علاقة ايجابية بين الاستثمار والقيمة السوقية للمنشأة، وأن الرافعة المالية لها تأثير ايجابي في قيمة المنشأة في حالة الاستثمار في الأصول الملموسة، ولها علاقة سالبة أو عكسية في حالة الاستثمار في الأصول غير الملموسة، (Iturraiaaga & Rodriguez 2002). وفي دراسة تناولت الهياكل المالية لبعض المصارف التجارية اللبينية توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن هناك زيادة في حجم الودائع، وبالتالي زيادة في رأس المال، مما أدى إلى زيادة حجم القروض، كذلك لوحظ عدم تنوع الاستثمار في القروض وذلك لقلّة مجالات الاستثمار، نتيجة للضوابط التي يضعها المصرف المركزي، وفي 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 (كشادة، 2005). ولا يفوتنا أن هناك دراسات تناولت أثر الهيكل المالي على تحديد مجالات الاستثمار في شركات التأمين وتم صياغة نموذج الدراسة بفرضيتين رئيسيتين حيث اختبرت الفرضية الأولى أثر الهيكل المالي على التغيرات التي تحدث في الاستثمارات متوسطة الأجل، أما الفرضية الثانية الرئيسية فهي تختبر أثر الهيكل المالي على الاستثمارات طويلة الأجل، وتوصلت الدراسة بوجود أثر موجب للهيكل المالي على الاستثمارات متوسطة الأجل، أما الاستثمارات طويلة الأجل فالهيكل المالي ليس له تأثير موجب على الاستثمارات طويلة الأجل (عبدالفتاح، 2010)، أما مدى تأثير الهيكل المالي على كل من العائد والمخاطرة فقد أجريت عدت دراسات وكان من أهمها دراسة أجريت على عينة تتكون من 26 شركة صناعية عراقية وفي قطاعات متنوعة، وقامت ببناء هيكل تمويل مناسب يتماشى مع الظروف في البيئة العراقية، وافترضت الدراسة وجود علاقات بين كل من الأداء التشغيلي والمخاطر التشغيلية، والهيكل المالي، بحيث يؤثر ذلك في المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب على حقوق الملكية، ومعدل تكلفة التمويل، وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج لعل أهمها وجود علاقة بين الأداء التشغيلي، والمخاطر التشغيلية، والهيكل المالي من جهة، وبين المخاطر النظامية ومعدل العائد على حقوق

الملكية من جهة أخرى (العامري، 1990). هناك دراسات أخرى اختبرت استراتيجيات التنويع واستراتيجيات التمويل، على عينة مكونة من 187 شركة أمريكية للفترة الممتدة من 1982 إلى 1986، حيث افترضت أن الزيادة في التنويع المرتبط لها علاقة سلبية بالتمويل بالديون كحصة في حجم التمويل الكلي وأن الزيادة في التنويع غير المرتبط لها علاقة ايجابية بالتمويل بالديون، وتوصلت الدراسة إلى أن التنويع المرتبط له علاقة سلبية بالتمويل بالديون، بأن فسرت ذلك بسبب اعتماد التنويع بالمرتبط على أنشطة المنشأة الحالية، حيث تستفيد المنشأة من اقتصاديات الحجم الكبير، ومن السوق الحالي لرأس المال، لذلك فإن التمويل المرغوب في استراتيجية التنويع المرتبط هو التمويل بحقوق الملكية، أما التنويع غير المرتبط فإنه يتطلب موارد مالية إضافية من الممولين الخارجيين وبالتالي ارتفاع الرافعة المالية للمنشأة، كما توصلت الدراسة إلى أن الهيكل المالي يؤثر في استراتيجية التنويع للمنشأة، حيث إضافة ديون جديدة للمنشأة له علاقة إيجابية بالتنويع غير المرتبط، وعلاقة سلبية بالتنويع المرتبط، مما يدل على وجود علاقة تبادلية بين استراتيجية التنويع واستراتيجية الهيكل المالي (Rahul & Michael, 1998)، وقد تناولت دراسات أخرى أثر الهيكل المالي على الأداء المالي حيث افترضت دراسة على المصارف أن الهيكل المالي يؤثر في سيولة المصرف وكذلك يؤثر في ربحيته ومدى إمكانية وجود هيكل مالي أمثل متوازن للمصرف ومدى كفاءته. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج كان أهمها: أن المصرف يمتلك عددا كبيرا من الشهادات الاستثمارية كان لها الأثر في التحكم بالسيولة التي مكنته من الاستمرار وسداد التزاماته في مواعيدها، بالإضافة إلى مواجهة سحبوات العملاء (الحسن، 2004). كذلك تناولت عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة سريلانكا بأن قامت بتحليل هيكل رأس المال وأثره على الربحية وتوصلت لمجموعة من النتائج كان أهمها أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية ترتبط ارتباطا إيجابيا وقويا بجميع نسب الربحية: نسبة إجمالي الربح (GPR) ونسبة الربح التشغيلي (OPR)، ونسبة صافي الربح (NPR)، باستثناء العائد على رأس المال المستخدم (ROS) والعائد على الاستثمار (ROE). وأن نسبة نسبة الديون إلى الأصول (D/A) ترتبط بشكل إيجابي وقوي بكل من نسبة الربح التشغيلي (OPR)، ونسبة صافي الربح (NPR)، ومعدل العائد على رأس المال المستخدم (ROS)، وبالمثل ترتبط نسبة الترسيب الرأسمالي (CG) بشكل إيجابي أيضا مع نسبة إجمالي الربح (GPR)، ونسبة صافي الربح (NPR). وعلاوة على ذلك ترتبط نسبة تغطية الفائدة (IC) بشكل كبير مع كل من رأس المال المستخدم (ROS)،

ونسبة صافي الربح (NPR). كما أن للهيكل الرأسمالي تأثير كبير على جميع نسب الربحية المتمثلة في العائد على رأس المال المستخدم (ROS) والعائد على الاستثمار (ROE) (Nimalathasan & Brabete, 2010)، كذلك استنتجت دراسة قامت بتقييم الهيكل التمويلي وبيان أثره على الأداء العام لصندوق الضمان الاجتماعي الليبي حيث تكونت عينة الدراسة من جميع مفردات الهيكل التمويلي لصندوق الضمان الاجتماعي الليبي خلال الفترة من 1991 إلى 2008، والبالغ عددها (18) ثماني عشرة سنة وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام مقدر OLS وتوصلت الدراسة إلى نتائج من خلال العلاقات تبين أن هناك ارتباطاً جيداً يفيد أن العلاقة موجبة في حدود 64 % بين العائد على الأصول والديون قصيرة الأجل والأداء العام، أما العلاقة الضعيفة فتمثلت في العلاقة بين العائد على الأصول وحقوق الملكية والأداء العام فكانت 14.6 %، حقق هيكل التمويل المتمثل في الديون قصيرة الأجل وحقوق الملكية مجتمعة تأثير معنوي وقوة تفسيرية معنوية ما نسبته 42.2 % من الأداء العام للصندوق عند مستوى معنوية أقل من 5 % (شيته، وبغني، 2014). كما قامت دراسة ماضي (2004) بتصميم نموذج كمي للتوصل إلى أكثر المتغيرات تأثيراً على نسبة العائد على الاستثمار (R.O.I) لعينة تكونت من ست شركات للتأمين المباشر في مصر، حيث تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد المتدرج لتحديد أكثر المتغيرات تأثيراً على نسبة العائد على الاستثمار لكل شركة من شركات التي شملتها الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج لعل أهمها: أن هناك تذبذباً في معدل العائد على الاستثمار لكل الشركات التأمين ما بين الانخفاض والارتفاع خلال فترة الدراسة، وقد اتجه نحو الانخفاض لدى كل الشركات فيما عدا شركتين وذلك خلال آخر سنتين من الدراسة وبالتالي تم التوصل إلى أن المتغير الخاص بكل من (حجم الأموال المستثمرة، وخبرة شركة التأمين، ومعدل الفائدة السائد في السوق، ونسبة الفائدة السنوية لحجم الأموال المستثمرة للشركة) هي أكثر المتغيرات تأثيراً على نسبة العائد على الاستثمار للشركة كما تناولت دراسة سمحان، محمد (2015) معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار بالملكة الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2011، لمساعدة متخذي وصناع القرار التعرف على أهم المتغيرات المؤثرة في قيمة هذا النوع من الشركات، وفي التنبؤ بقيمة الشركة مستقبلاً في ضوء المتغيرات المذكورة، وقد توصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها: أن شركات التعليم والاستثمار في الأردن تمكنت من زيادة قيمتها

السوقية بشكل ملفت خلال فترة الدراسة، كذلك تأثرت قيمة شركات التعليم والاستثمار محل الدراسة باستخدام الرفع المالي، إضافة إلى أسلوب الاعتماد على هيكل رأس المال، كما توصلت الدراسة إلى عدم تأثير مستوى العائد الذي حققه المساهمون على استثمار أموالهم في شركات التعليم والاستثمار الأردنية في القيمة السوقية لهذه الشركات، أيضا هدفت دراسة محمد والفاخري (2015) فهم سلوك المصارف التجارية تجاه هياكلها المالية، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد بطريقة Penal Data وقد أجريت هذه الدراسة على عينة تمثلت في 20 مصرفا تجاري مسجلة في سوق لندن للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من 2004 إلى 2013، وقد توصل الباحثان إلى عدة نتائج لعل أهمها أن حجم المصرف، وربحيته وتركيبته أصوله، بالإضافة إلى فرص نموه، هي عوامل لها تأثير على قرار الاستعانة بأموال الغير داخل المصارف التجارية البريطانية، كذلك أظهرت الدراسة أن نظريتي الموازنة والالتقاط التدريجي يمكن الاعتماد عليهما في تفسير سلوك المصارف التجارية تجاه الاعتماد على أموال الغير في بيئة الأعمال البريطانية وبالتالي فدراسة ادم (2005) تناولت مدى قدرة الشركات الخدمية على تقديم الخدمات والتنمية لمواطنيها معتمدة على مواردها المالية، حيث هدف الباحث إلى توضيح وتعريف الموارد المالية باعتبارها العنصر الأساسي لتحقيق الاستغلال المالي والإداري وتلبية احتياجات المحلية وتطوير مستوى الأداء والخدمات وتحقيق التنمية، معتمداً على فرضية عدم تناسب الموارد المالية لمحلية الخرطوم مع الاختصاصات والمسؤوليات الموكلة لها يؤدي إلى ضعف وكفاءة أداء الخدمات والتنمية بالمحلية، وأن تداخل الاختصاصات التشريعية والتنفيذية على مستوى المحلية وعلى مستوى الولاية يؤدي إلى ضعف كفاءة كفاية الموارد المالية. وكان من أهم نتائجها أن هنالك موارد مالية كافية مخصصة لمحلية الخرطوم إذا أُحسن تقديرها وجمعها واستخدامها، وأن تكلفة جباية الإيرادات مناسبة ولا تضعف كفاءة وكفاية الموارد المالية للمحلية، اما من ناحية استخدام الطرق العلمية في تكوين الهياكل المالية فقد تناولت دراسة أجريت على عينة من شركات سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة ما بين عامي 2000 و2002، وقد سلط الباحث الضوء في هذه الدراسة على المشكلات التي تواجه تحديد هيكل رأس المال للشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، إلى جانب توضيح أهمية استخدام الديون في تمويل المنشآت وفي زيادة قيمة المنشأة، وبيان أثر تركيب رأس المال في تحديد قيمة المنشأة ودراسة جدوى النظريات التي تحكم تكوين الهيكل المالي، وتحليلها وتبيان ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل في كل أنواع

المنشآت بحيث افترضت الدراسة أن الاهتمام بهيكل رأس مال المنشأة وزيادة الاقتراض يعظم قيمة المنشأة في الأسواق المالية، وأن عدم تحديد الحد الأقصى للديون يؤدي إلى نتائج سلبية وتخفيض تكلفة رأس المال إلى ادنى نسبة ممكنة يساعد في الوصول إلى رأس المال الأمثل، وتوصل الباحث إلى جملة من النتائج أهمها: أن التمويل الدائن بنسبة تناسب حجم وطبيعة المنشأة ترفع من قيمة المنشأة السوقية، وزيادته عن الحد المعقول تؤدي إلى نتائج سلبية ومخاطر قد تؤدي إلى تصفية المنشأة، وأن فاعلية وكفاءة سوق الخرطوم ضعيفة ولا تفي بحاجة المستثمر بسبب قلة الشركات المدرجة، وقلة المعاملات المالية، بالإضافة إلى تأخير إصدار التقارير الخاصة بالسوق (محمد، 2004).

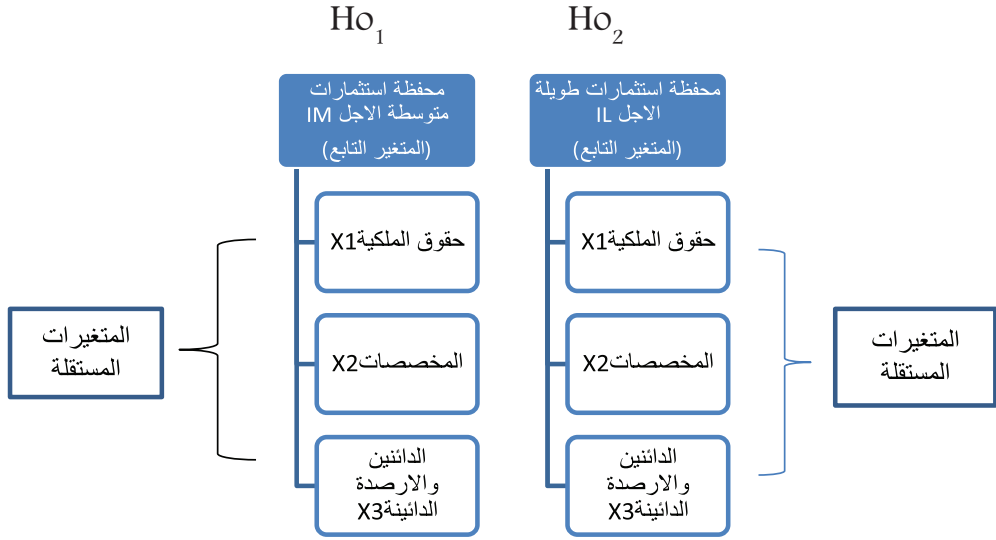
6.2. ما تضيفه هذه الدراسة للدراسات السابقة:

بعد التعرض للدراسات السابقة وما سعت إلى تحقيقه من أهداف، من خلال الاسلوب العلمي المتبع فيها، وما توصلت إليه من نتائج، وهذا ما وفر الأرضية المناسبة لهذه الدراسة للسعي نحو غايتها وتحقيق أهدافها، وبالرغم من تقارب وتمائل بعض الدراسات إلا أنه يمكن القول بأن هناك جانباً من الاختلاف والتوجه، حيث أن معظم الدراسات السابقة تناولت الهياكل المالية وأثرها على الاستثمار، ودورها في تفعيل هذه الاستثمارات، بينما هذه الدراسة تناولت اختبار مدى تأثير المصادر التمويلية لشركات التأمين وأثرها على تنوع المحفظة الاستثمارية، وتميزت هذه الدراسة عن الدراسات الأخرى أنها تناولت فترة زمنية أطول، حيث بلغت هذه الفترة 27 سنة.

7. صياغة النموذج القياسي للدراسة الدراسة :

انطلاقاً من نموذج الدراسة والذي قام بصياغته (عبدالفتاح، 2010) وبعد مراجعة الدراسات السابقة حول المصادر التمويلية وأثرها على تنوع استثمارات المحافظ الاستثمارية لشركات التأمين والاطلاع على عدد من الأدوات المستخدمة في الدراسات والبحوث ذات العلاقة بموضوع تنوع محافظ الاستثمار، قام الباحثان بتصميم نموذج قياسي وذلك وفق ما تم دراسته في دراسة كلا من (عبدالفتاح، 2010) ودراسة (شيتيه، وبغني، 2014) لغرض التعرف على نقاط القوة والضعف للمصادر التمويلية وأثرها على تنوع المحفظة الاستثمارية لشركة ليبيا للتأمين، وذلك بعد الاطلاع على أدبيات الدراسات السابقة.

عليه يمكن صياغة النموذج في هذا المخطط :



7.1 : التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة وطرق قياسها:

تعتمد الدراسة على مجموعة من المتغيرات اللازمة لإجراء تحليل أثر كل من المصادر التمويلية (المخصصات، الدائنين والارصدة الدائنية، وحقوق الملكية) كمتغير مستقل على التنوع في محفظة الاستثمارات، وبهذا تنقسم المتغيرات إلى متغير تابع يُعبر عنه التنوع في محفظة الاستثمارات لشركة ليبييا للتأمين، ومتغيرات مستقلة يعبر عنها بالمصادر التمويلية. ولتحقق من متغيرات الدراسة والمتمثلة في الالتزامات قصيرة الأجل، المخصصات، وحقوق الملكية المكونة للمصادر التمويلية لشركة ليبييا للتأمين، وأثرها على التنوع في محفظة الاستثمارات لشركة ليبييا للتأمين له يتطلب استخدام المقاييس التالية:

أولاً المتغيرات التابعة:

أ. محفظة الاستثمارات: استثمارات طويلة الأجل (IL): تشمل هذه الاستثمارات كلاً من الاستثمار في العقارات والمساهمات في شركات محلية وأجنبية، كذلك قروض بضمان وثائق التأمين على الحياة، كما تتضمن أيضاً إنشاءات تحت التنفيذ.

ب. استثمارات متوسطة الأجل (IM): تتكون هذه الاستثمارات من الودائع الثابتة في المصارف.

ثانياً المتغيرات المستقلة:

1. حقوق الملكية:

تتمثل في رأس المال المدفوع والاحتياطيات الرأسمالية التي تكونها شركة التأمين من الأرباح المحتجزة، إما لتدعيم مركزها المالي أو لمواجهة أي ظروف غير متوقعة، وتمثل

هذه الأموال نسبة ضئيلة جداً من حجم الأموال الموجهة للاستثمار (قرعاط، 2009، ص26).

2. المخصصات وهناك نوعين من المخصصات:

المخصصات الفنية لتأمينات الأشخاص والأموال: وتمثلها المخصصات الآتية:

■ **المخصص المحاسبي:** من المعروف أن تأمينات الحياة تختلف من سنة لأخرى حيث يزداد احتمالية تحققه بتقدم المؤمن عليه في السن، وبالرغم من تزايد احتمال تحقق الخطر إلا أن قسط التأمين يظل ثابتاً خلال فترة التأمين. (عطية، 2005 ص38)

■ **مخصص المطالبات تحت التسديد:** هذا المخصص يتم تكوينه بقيمة المطالبات التي لم يتم تسويتها حتى تاريخ إعداد الميزانية. ويتم تكوينه نظراً لطول وكثرة إجراء تقدير وسداد قيمة التعويضات، مما يجعل هناك تعويضات لا زالت تحت التسوية في ختام السنة المالية بتعيين تكوين مخصص لها. (عطية، 2005 ص38)

المخصصات الفنية للممتلكات والمسئوليات: وتمثلها المخصصات الآتية:

■ **مخصص الاخطار السارية:** يتم تكوين هذا المخصص لمقابلة التزامات الشركة من عمليات التأمين قبل انتهاء السنة المالية، وما زالت سارية بعد انتهائها. (زهيري، 2002، ص202)

■ **مخصص التعويضات تحت التسوية:** تنشأ الحاجة إلى تكوين مخصصات التعويضات بسبب وجود فاصل زمني بين تاريخ تحقق الخطر ونشوء الحق في التعويض ودفع التعويض فعلاً. ويتم تكوين هذا المخصص سواءً في تأمينات الحياة، أو في التأمينات العامة، وهو حق من حقوق حملة الوثائق، ويطلق عليه في تأمينات الحياة مخصصات المطالبات تحت السداد، وفي التأمينات العامة مخصص التعويضات تحت التسوية. (طعيمة، 2002 ص43)

■ **مخصص التقلبات في معدلات الاسعار (التقلبات العكسية):** ترجع أهمية تكوين هذا المخصص إلى أن الخسائر تختلف من عام لآخر وبالتالي تختلف معدلات الخسائر من سنة لأخرى. (سلام وموسى، 2010 ص331).

3. أموال غير مرتبطة بالنشاط التأميني:

ويطلق عليها أيضاً المخصصات الأخرى غير الفنية، والتي تخصصها لمقابلة خسائر معينة أو ديون معدومة. وتتمثل هذه الأموال في المبالغ المستحقة لشركات التأمين وإعادة التأمين، وللوكلاء، والمنتجين وأرصدة أي حسابات جارية دائنة، أو دائنين متنوعين وهذه الأموال قصيرة الأجل، وتمثل نسبة ضئيلة جداً مقارنة بموارد الأموال الأخرى، والمتجمعة

لدى شركة التأمين. وبالتالي يعتبر هذا المصدر هو المصدر الأساسي لاستثمارات شركات التأمين. (حنفي وقرياقص 2003 ص121-127).

7.2 النموذج القياسي المستخدم لاختبار فرضية الدراسة:

7.2.1. يتكون النموذج القياسي من العناصر التي تعكسها المعادلة التالية:

$$\pi = \alpha + \sum \beta_i(x_i) + \varepsilon \dots \dots \dots 1$$

$$IM = \alpha + \beta_1(x_1) + \beta_2(x_2) + \beta_3(x_3) + \varepsilon \dots \dots \dots 2$$

$$IL = \alpha + \beta_1(x_1) + \beta_2(x_2) + \beta_3(x_3) + \varepsilon \dots \dots \dots 3$$

IM = تمثل الاستثمارات متوسطة الأجل ويستخرج بقسمة صافي مجموع الودائع الثابتة على إجمالي الأصول ويعبر عنه بمجال الاستثمار.

IL = تمثل الاستثمارات طويلة الأجل ويستخرج بقسمة صافي مجموع الاستثمارات طويلة الأجل على إجمالي الأصول ويعبر عنه بمجال الاستثمار.

α = المقطع الثابت للنموذج.

β_1, β_2 = معاملات ميل الانحدار (حساسية أثر معدلات الهيكل التمويل تجاه مجالات الاستثمار).

(X1) = ويعبر عنه أثر حقوق الملكية

(X2) = ويعبر عنه أثر المخصصات

(X3) = ويعبر عنه أثر الدائنين والأرصدة الدائنة

(ε) = الخطأ العشوائي.

8.1. التمهيد لاختبار فرضيات الدراسة:

تم اختبار فرضيات الدراسة، من خلال الدراسة التطبيقية التي تمت على البيانات الخاصة بعينة الدراسة المتمثلة في جميع مفردات المصادر التمويلية لشركة ليبيا للتأمين خلال الفترة من 1989-2015، حيث تم حساب البيانات بشكل سنوي بالاعتماد على الميزانيات العمومية للشركة، والمثلة بالدالة رقم (1) كل هذه البيانات تم التعامل معها بالقيم الحقيقية وبالعملة الليبية المحلية وهي الدينار الليبي.

ولتحقيق هدف الدراسة استخدم التحليل القياسي على ثلاث مراحل، تتمثل المرحلة الأولى في تحديد ما إذا كانت المتغيرات موضع الدراسة ساكنة في مستوياتها أم عند

فروقها الأولى أو غير ذلك، لذلك يستوجب استخدام اختبار جذور الوحدة (Unit Root Test) وذلك لجميع متغيرات الدراسة، في حين أن المرحلة الثانية تتمثل في تحليل ما إذا كانت هذه المتغيرات تتصف بخاصية التكامل المشترك (Co-integration) فيما بينها، أي أن هناك معادلة توازن في المدى الطويل أم غير ذلك. فإذا كانت تتصف بخاصية التكامل المشترك فإننا سنلجأ عندئذ إلى استخدام نموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) لمعرفة معادلة التوازن وذلك كمرحلة ثالثة المتمثلة في تقدير دالة تنوع المحفظة الاستثمارية.

8.2. اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

بداية وقبل الشروع في اختبارات فرضيات الدراسة، يجب التأكد من طبيعة السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة، كونها ساكنة من عدمه، وتحديد رتبة تكاملها، وذلك بهدف تحديد الأسلوب المناسب للاختبارات وتجنب الوقوع في خطأ التقدير الزائف. وبإجراء اختبار فيليبس وبيرون (PP.T)، تم الحصول على النتائج المبينة بالجدول التالي.

جدول رقم (1) يبين نتائج اختبار جذر الوحدة Phillips-Perron

Variables	1 st Differenc		2 st Differenc		Order of Integration
	constant	Trend and constan	Constant	Trend and constan	
IL	-6.22847 ^{0.00002}	-6.23869 ^{0.00021}	----	-----	I(1)
IM	-3.434064 ^{0.0201}	-3.470043 ^{0.0667}	-6.390681 ^{0.0000}	-6.909126 ^{0.0001}	I(2)
X1	-3.380449 ^{0.0226}	-3.357082 ^{0.0822}	-7.680678 ^{0.0000}	-7.517020 ^{0.0000}	I(2)
X2	-4.308774 ^{0.0028}	-4.206094 ^{0.0155}	----	----	I(1)
X3	-5.652222 ^{0.0001}	-5.867587 ^{0.0004}	----	----	I(1)

أوضحت نتائج اختبار (PP.T) الملخصة في الجدول (1) أن جميع المتغيرات قيد الدراسة كانت تعاني من مشكلة جذر الوحدة (عدم السكون) عند مستوياتها الأصلية، وباستخدام طريقة أخذ الفروق، تم التخلص من الجذور الأحادية التي كانت تعاني منها المتغيرات قيد الدراسة، حيث أصبح المتغيران (IM) و (X1) مستقرين عند الفروق الثانية لهما. في حين استقرت المتغيرات (IL) و (X2) و (X3) عند الفروق الأولى لها.

8.3. اختبار السببية لمتغيرات النموذج:

لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين الاستثمارات طويلة الأجل (IL) كمتغير تابع، وباقي المتغيرات التفسيرية. تم استخدام اختبار جرانجر للسببية، والتي بينت نتائج وجود علاقة سببية وأحادية الاتجاه تتجه من حقوق الملكية (X1) نحو الاستثمارات طويلة الأجل، كما أشارت نتائج الاختبار أيضا إلى غياب أي علاقة سببية بين الاستثمارات طويلة الأجل وباقي المتغيرات التفسيرية. ويوضح الجدول (4) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (2) يبين نتائج العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة لنموذج استثمارات طويلة الأجل

P- value	اختبار F	Obs	فرضية العدم
0.5663	0.58690	23	حقوق الملكية (X1) لا تسبب الاستثمارات طويلة الأجل (IL)
0.4098	0.93778	23	الاستثمارات طويلة الأجل (IL) لا تسبب حقوق الملكية (X1)
0.4149	0.92406	23	المخصصات (X2) لا يسبب الاستثمارات طويلة الأجل (IL)
0.9212	0.08246	23	الاستثمارات طويلة الأجل (IL) لا تسبب المخصصات (X2)
0.9674	0.03315	23	مصادر التمويل قصيرة الأجل (X3) لا تسبب الاستثمارات طويلة الأجل (IL)
0.1740	1.93009	23	الاستثمارات طويلة الأجل (IL) لا تسبب مصادر التمويل قصيرة الأجل (X3)

جدول رقم (3) يبين نتائج العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة لنموذج استثمارات متوسطة الأجل

P- value	اختبار F	Obs	فرضية العدم
0.4698	0.78811	23	حقوق الملكية (X1) لا تسبب الاستثمارات متوسطة الأجل (IM)
0.8640	0.14732	23	الاستثمارات متوسطة الأجل (IM) لا تسبب حقوق الملكية (X1)
0.2714	1.40334	23	المخصصات (X2) لا يسبب الاستثمارات متوسطة الأجل (IM)
0.5792	0.56299	23	الاستثمارات متوسطة الأجل (IM) لا تسبب المخصصات (X2)
0.8679	0.14278	23	مصادر التمويل قصيرة الأجل (X3) لا تسبب الاستثمارات متوسطة الأجل (IM)
0.1783	1.90062	23	الاستثمارات متوسطة الأجل (IM) لا تسبب مصادر التمويل قصيرة الأجل (X3)

8.4. تقدير نموذج الاستثمارات طويلة الأجل:

استناداً إلى نتائج اختبار فيليبس وبيرون (PP.T) التي أظهرت استقرار متغيرات الدراسة عند رتب تكامل مختلفة، الأمر الذي ينفي وجود أي علاقة توازنية في المدى الطويل بين

متغيرات نموذج الدراسة. لذلك تعد منهجية الانحدار الذاتي هي المنهجية الأنسب لتحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين الاستثمارات طويلة الأجل كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة في المدى القصير من عدمه. وبإجراء هذا الاختبار تم الحصول على النتائج التالية:

جدول رقم (4) يبين نتائج التقدير بين متغيرات الدراسة لنموذج استثمارات طويلة الأجل

Dependent Variable: D(IL)
 Method: Least Squares
 Date: 04/17/15 Time: 16:44
 Sample (adjusted): 1991 2013
 Included observations: 23 after adjustments

$$D(IL) = C(1)*(IL(-1) - 33.1730490642*X1(-1) - 33.8576653701*X2(-1) - 28.2426359185*X3(-1) + 31.5663821944) + C(2)*D(IL(-1)) + C(3)*D(X1(-1)) + C(4)*D(X2(-1)) + C(5)*D(X3(-1)) + C(6)$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.048395	0.057528	-0.841251	0.4119
C(2)	-0.312558	0.282558	-1.106174	0.2841
C(3)	-1.819237	2.315432	-0.785701	0.4429
C(4)	-1.828194	2.317561	-0.788844	0.4411
C(5)	-1.666382	2.226641	-0.748384	0.4645
C(6)	0.014844	0.012644	1.173999	0.2566
R-squared	0.141188	Mean dependent var		0.010870
Adjusted R-squared	-0.111404	S.D. dependent var		0.054848
S.E. of regression	0.057822	Akaike info criterion		-2.643421
Sum squared resid	0.056838	Schwarz criterion		-2.347205
Log likelihood	36.39934	Hannan-Quinn criter.		-2.568923
F-statistic	0.558957	Durbin-Watson stat		2.029198
Prob(F-statistic)	0.729912			

تشير نتائج التقدير إلى وجود علاقة سالبة الأثر بين متغير حقوق الملكية للعام الماضي ($X1_{-1}$) والاستثمارات طويلة الأجل للعام الحالي إلا أن أثر هذه العلاقة غير معنوي من الناحية الإحصائية وسبب ذلك قد يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها الشركة من جراء التأمين الاجباري كما أفادت نتائج التحليل قصير الأمد أن الاستثمارات طويلة الأجل

للعام الحالي لا تتأثر بالتغيرات التي تحدث في حجم المخصصات للعام الماضي ($X2_{-1}$) وسبب ذلك يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تكبدتها الشركة وكان على الشركة تغطية هذه الخسائر من بند المخصصات كذلك أسفرت النتائج عن عدم قدرة مصادر التمويل في الأجل القصير للعام الماضي ($X3_{-1}$) من الناحية الإحصائية على تفسير التغيرات التي تطرأ على الاستثمارات طويلة الأجل للعام الحالي. أما نتائج التقدير لنموذج الاستثمارات متوسطة الأجل (IM) فيعبر عنها في الجدول رقم (5) كما يلي:

جدول رقم (5) يبين نتائج تقدير السببية بين متغيرات الدراسة لنموذج استثمارات متوسطة الأجل

Dependent Variable: D(IM)

Method: Least Squares

Date: 04/17/15 Time: 16:50

Sample (adjusted): 1991 2013

Included observations: 23 after adjustments

$$D(IM) = C(1) * (IM(-1) - 33.8292776991 * X1(-1) - 32.6773285361 * X2(-1) - 36.3524322175 * X3(-1) + 33.7212249689) + C(2) * D(IM(-1)) + C(3) * D(X1(-1)) + C(4) * D(X2(-1)) + C(5) * D(X3(-1)) + C(6)$$

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.065628	0.079066	0.830033	0.4180
C(2)	0.138969	0.240641	0.577494	0.5712
C(3)	0.881617	2.560826	0.344270	0.7349
C(4)	0.643165	2.560354	0.251202	0.8047
C(5)	0.958663	2.582987	0.371145	0.7151
C(6)	-0.013189	0.013618	-0.968519	0.3464
R-squared	0.206478	Mean dependent var		-0.014348
Adjusted R-squared	-0.026910	S.D. dependent var		0.061261
S.E. of regression	0.062080	Akaike info criterion		-2.501319
Sum squared resid	0.065517	Schwarz criterion		-2.205103
Log likelihood	34.76517	Hannan-Quinn criter.		-2.426822
F-statistic	0.884697	Durbin-Watson stat		1.465917
Prob(F-statistic)	0.512490			

تشير نتائج التقدير إلى وجود علاقة سالبة الأثر بين متغير حقوق الملكية للعام الماضي ($X1_{-1}$) والاستثمارات متوسطة الأجل للعام الحالي إلا أن أثر هذه العلاقة غير معنوي من الناحية الإحصائية وسبب ذلك قد يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تعرضت لها

الشركة من جراء التأمين الإجباري كما أفادت نتائج التحليل قصير الأمد أن الاستثمارات متوسطة الأجل للعام الحالي لا تتأثر بالتغيرات التي تحدث في حجم المخصصات للعام الماضي ($X2_{-1}$) وسبب ذلك يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تكبدتها الشركة وكان على الشركة تغطية هذه الخسائر من بند المخصصات كذلك أسفرت النتائج عن عدم قدرة مصادر التمويل في الأجل القصير للعام الماضي ($X3_{-1}$) من الناحية الإحصائية على تفسير التغيرات التي تطرأ على الاستثمارات متوسطة الأجل للعام الحالي.

8.5. اختبارات تقييم الجودة الإحصائية والقياسية للنموذج المقدر:

للتحقق من جودة النموذج المقدر، يستلزم التأكد من خلوه من مشاكل القياس المتمثلة في مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة التوزيع الطبيعي بالإضافة إلى مشكلة تباين حد الخطأ، وبإجراء الاختبارات التشخيصية، تبين خلو النموذج المقدر للاستثمارات طويلة الأجل من مشكلة الارتباط الذاتي، حيث ظهرت إحصائية داربون واتسون (D.W) تساوي 2.09، مما يعني أن النموذج المقدر خال من مشكلة الارتباط الذاتي. كما أظهرت نتائج اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ما بين البواقي، حيث كانت قيمة $F = 0.301594$ بمستوى دلالة إحصائية $P\text{-Value} = 0.7440$ ، كذلك أثبتت نتائج اختبار (Jarque- Bera) أن حدود الخطأ تتبع التوزيع الطبيعي، أي أن النموذج المقدر لا يعاني من هذه المشكلة أيضاً، حيث بلغت قيمة الاختبار $J = 0.693551$ بمستوى دلالة محسوب $P\text{-Value} = 0.706964$. أيضاً بينت نتائج اختبار تباين حد الخطأ خلو النموذج المقدر من هذه المشكلة، حيث بلغت $F = 0.670017$ بمستوى دلالة إحصائية محسوب $P\text{-Value} = 0.7101$ كذلك بالنسبة للنموذج المقدر للاستثمارات متوسطة الأجل تبين خلو النموذج المقدر للاستثمارات طويلة الأجل من مشكلة الارتباط الذاتي، حيث ظهرت إحصائية داربون واتسون (D.W) تساوي 2.11، مما يعني أن النموذج المقدر خال من مشكلة الارتباط الذاتي. كما أظهرت نتائج اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ما بين البواقي، حيث كانت قيمة $F = 3.265636$ بمستوى دلالة إحصائية $P\text{-Value} = 0.0665$ ، كذلك أثبتت نتائج اختبار (Jarque- Bera) أن حدود الخطأ تتبع التوزيع الطبيعي، أي أن النموذج المقدر لا يعاني من هذه المشكلة أيضاً، حيث بلغت قيمة الاختبار $J = 0.763272$ بمستوى دلالة محسوب $P\text{-Value} = 0.682744$. أيضاً بينت نتائج اختبار تباين حد الخطأ خلو النموذج المقدر من هذه المشكلة، حيث بلغت $F = 0.745317$ بمستوى دلالة إحصائية محسوب $P\text{-Value} = 0.6531$ ، ويلخص الجدولين رقم (6.7) نتائج هذه الاختبارات .

جدول رقم (6) يوضح تشخيص بواقي النموذج المقدر للاستثمارات طويلة الأجل

Residual Diagnostic Tests	F-statistic	Probability	Result
<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM</i>	0.301594	0.7440	No
<i>White Heteroskedasticity</i>	0.670017	0.7101	No
<i>Normality test</i>	Jarque-Bera	0.706964	No
	0.693551		

جدول رقم (7) يوضح تشخيص بواقي النموذج المقدر للاستثمارات متوسطة الأجل

Residual Diagnostic Tests	F-statistic	Probability	Result
<i>Breusch-Godfrey Serial Correlation LM</i>	3.265636	0.0665	No
<i>White Heteroskedasticity</i>	0.745317	0.6531	No
<i>Normality test</i>	Jarque-Bera	0.682744	No
	0.763272		

النتائج والتوصيات:

أولاً النتائج:

هدفت الدراسة إلى تقييم المصادر التمويلية لشركة ليبيا للتأمين، من خلال اختبار أثر المصادر التمويلية (الالتزامات قصيرة الأجل، المخصصات، أموال الملكية على التنوع في محفظة استثمارات الشركة)، وذلك من خلال اختبار وتحليل أثر المصادر التمويلية (الالتزامات قصيرة الأجل، المخصصات، أموال الملكية) في تنوع وتحديد محفظة الاستثمارات. وبعد محاولة الباحثين تجميع وإحصاء النتائج المتحققة من ثانيا الدراسة تمّ التوصل إلى النتائج الآتية:

1. من خلال إجراء اختبارات جذر الوحدة بطريقة اختبار (PPT) لجميع متغيرات الدراسة اتضح أن جميع السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة غير مستقرة في المستوى، حيث أصبح المتغيران (IM) و (X1) مستقرين عند الفروق الثانية لهما. في حين استقرت المتغيرات (II) و (X2) و (X3) عند الفروق الأولى لها.
2. استناداً إلى إحصائية اختبار (F) وكما هو مبين، وجود علاقة سببية وأحادية الاتجاه تتجه من حقوق الملكية (X1) نحو الاستثمارات طويلة الأجل. كما أشارت نتائج الاختبار أيضاً إلى غياب أي علاقة سببية بين الاستثمارات طويلة الأجل والاستثمارات متوسطة الأجل وباقي المتغيرات التفسيرية.

وبمقارنة النتائج المتحصل عليها عن طريق تطبيق نموذج الدراسة بالفرضيات الأساسية التي اعتمدت عليها الدراسة تم التوصل إلى الآتي:

- افترضت الفرضية الأولى أنه لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمصادر التمويلية على الاستثمارات متوسطة الأجل. وبالفعل أثبتت الدراسة أنه لا يوجد أثر للمصادر التمويلية على الاستثمارات متوسطة الأجل، وسبب ذلك يرجع إلى الخسائر الكبيرة التي تكبدتها الشركة نتيجة التعويضات في العشر سنوات السابقة.
- أما الفرضية الثانية فقد افترضت بأنه لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمصادر التمويلية على الاستثمارات طويلة الأجل. حيثُ أثبتت الدراسة أيضاً أنه لا يوجد أثر للمصادر التمويلية على الاستثمارات متوسطة الأجل، للأسباب نفسها وهي الخسائر الكبيرة التي تكبدتها الشركة نتيجة التعويضات في آخر عشر سنوات.

ثانياً: التوصيات

بناءً على ما تمّ التوصل إليه من نتائج بعد إجراء اختبار فرضيات الدراسة، يُوصي الباحثان بما يلي:

1. من خلال تحليل العلاقة السببية بين متغير حقوق الملكية ($X1$)، المخصصات ($X2$)، والالتزامات قصيرة الأجل ($X3$)، أنه لا توجد علاقة سببية واضحة بين المتغيرات وبين استثمارات المحفظة (IL, IM)، وبالتالي يوصي الباحثان بزيادة الاهتمام بهذه المتغيرات من حيث التركيز على إدارتها بشكل أكثر كفاءة وفاعلية، وإعادة هيكلة وتنظيم هذه المتغيرات بشكل يجعلها تسهم بشكل مهم وإيجابي في تنوع المحفظة الاستثمارية، بحيث تحقق معدلات أداء تؤثر إيجابياً على الكفاءة المالية للشركة.
2. من خلال الإدخال المتزامن لمتغيرات الدراسة تبين أن النموذج لا يفسر التنوع في المحفظة الاستثمارية، الأمر الذي يستوجب البحث عن حلول أكثر فاعلية في إدارة المصادر التمويلية بكفاءة أعلى؛ لذا يوصى الباحثان باستثمار جزء من الفوائض المالية في استثمارات إضافية مبنية على دراسات جدوى اقتصادية، بحيث يصبح لها الأثر القوي على التنوع في المحفظة الاستثمارية تضمن قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماته في المدى الطويل.
3. إجراء تقويم دوري مستمر لجميع استثمارات الشركة لاستبعاد الاستثمارات التي قد ينخفض عائدها وتصبح غير ذات جدوى اقتصادية.

المراجع

مراجع باللغة العربية:

أولا الكتب:

1. - أحمد صلاح عطية، محاسبة شركات التأمين، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2005
2. - بشير زهيرى، محاسبة شركات التأمين، دمشق، مديريةية الكتب الجامعية، 2002
3. - ثناء محمد طعيمة، محاسبة شركات التأمين: الإطار النظري والتطبيق العملي، القاهرة، 2002
4. - رضا منصور شيته، وليد رمضان سالم، مبادئ التمويل، دار العربية للنشر والتوزيع، طرابلس، ليبيا، 2017
5. - عبدالغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003

ثانياً الرسائل العلمية:

1. - ادم عوض الله ادم، أثر الموارد المالية على أداء الخدمات والتنمية بمحلية الخرطوم- الخرطوم، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة ماجستير غير منشورة، 2005.
2. - أسيل جميل قزعاط، تحليل العوامل المؤدية إلى ضعف نمو قطاع التأمين واستثماراته في فلسطين، (دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال، 2009
3. - إيمان حسن احمد الحسن، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للجهاز المصرفي، دراسة تطبيقية على مصرف التضامن الإسلامي، الخرطوم، جامعة ام درمان، رسالة ماجستير غير منشورة، 2004
4. - بشرى أحمد الحسن، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة صنعاء، اليمن، 1994
5. - حسين سمحان، حسين محمد، أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية، مجلة جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 17، جوان 2015
6. - طلعت أحمد عبد الرحمن، أثر التغير في الهيكل التمويلي على ربحية المنشأة، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، 1987
7. - عبد الرحمن محمد دلعوب، مصادر التمويل وأثرها على اختيار فرص الاستثمار المتاحة للمصارف التجارية، دراسة تحليلية لمصرف الأمة والجمهورية خلال الفترة 1985 - 1999، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، 2000.
8. - عبدالفتاح محمد خليفة، دراسة الهيكل المالي وأثره في تحديد مجالات الاستثمار في شركات التأمين، دراسة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، 2010.

9. - عدنان النعيمي، النمو والهيكل المالي، رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد. 1992
10. - محمد علي العامري، اثر الهيكل المالي في العائد والمخاطرة بإطار نظرية المحفظة، رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 1990
11. - ليلى محمد كشادة، دراسة الهياكل المالية لبعض المصارف التجارية الليبية خلال الفترة 1993 - 2002، دراسة تطبيقية على مصارف الأمة والجمهورية والوحدة، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، 2005.
12. - محمد ابكر احمد محمد، هيكل رأس المال وأثره في القيمة السوقية للشركات، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، رسالة ماجستير غير منشورة، 2004
13. - محمد ماضي، محددات العائد على الاستثمار لشركات التأمين المصرية (نموذج كمي)، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 29، 2004
14. ثالثاً الدوريات والمجلات العلمية:
15. - رضا شيبته، إلياس بغني، الهيكل التمويلي وأثره على ربحية صندوق الضمان الاجتماعي الليبي، مجلة الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة طرابلس، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد الأول، العدد الثالث عشر، 2014
16. - عبدالقادر محمد وبابكر إبراهيم، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية، الرياض مجلة الإدارة العامة، المجلد الثاني والأربعون، 2002
17. - محمد فرج محمد، الصالحين قاطش الفاخري، محددات الهيكل التمويلي للبنوك التجارية: دراسة تطبيقية على بنوك تجارية بريطانية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد الأول، يونيو 2015

مراجع باللغة الانجليزية:

- 1 - Balasundaram Nimalathan. University of Jaffna. Faculty of Management Studies & Commerce. Jaffna, Sri Lanka Valeriu Brabete . University of Craiova. Faculty of Economics and Business Administration. Craiova, Romania
- 2 - Felix J .Lopez Iturraiga & Juan Antonio Rodriguez -Onership -Structure, Corporate Value And Firm Invesment(.Spanish Univerity Of Valladolid 2002 .
- 3- Rahul Kochhart & Michael A.Hill, Research notes And communication Linking corporate Strategy To Capital Structure: Diversification Strategy. Type & source Of finance. “ Strategic Management Journal”, 1998, Vol 19, No 6
- 4 - Suagata Banerjee & Almas Heshmati & Clas wihlboeg . -The Dynamic Of Capital Structure .Rome :No1999 .333