

جامعة عمان العربية للدراسات العليا
كلية العلوم المالية العليا

تحديد العوامل المؤثرة في تكوين المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين في الأردن

إعداد

زيد خالد هيكل

إشراف

الدكتور: محمد وهيب العلمي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات نيل درجة الماجستير في تخصص التمويل

قرار لجنة المناقشة

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة وعنوانها " تحديد العوامل المؤثرة في تكوين المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين في الأردن "

وأجيزت بتاريخ:

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً
عضواً
عضواً ومشرفاً

أ. د. زياد سليم رمضان

أ. د. مؤيد عبد الرحمن الدوري

د. محمد وهيب جمال العلمي

تفويض

أنا زيد خالد هيكل أفوض جامعة عمان العربية للدراسات العليا بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الاسم: زيد خالد هيكل

التوقيع: 

التاريخ: ٢٠٠٦/٨/١٤

التفويض

الإهداء

إلى والدي ... رمز الأمانة والعطاء ..
إلى والدي رمز المحبة والحنان.
إلى زوجتي الجميلة رفقة عمري.
إلى أبنائي وإخواني للأفضل.
وإلى كل من ساهم في إنجاح هذه الرسالة.

شكر وتقدير

للا يسعني في نهاية هذه السلسلة، إلا أن أقدم جزيل شكرى وامتنانى، إلى كل من ساهم في إنجاح هذه الرسالة، وأخص بالذكر الدكتور محمد وهيب العلمي، الذي لم يتوان لحظة في مساعدتى وفي تذليل كل الصعوبات التى اجترختنى، وجامعتى، جامعة حماة العربية بكافة أسانذتها، التى منحتنى هذه الفرصة، للحصول على شهادة الماجستير فى التمويل.

الفهرس

ب.....	قرار لجنة المناقشة.....
ج.....	التفويض.....
د.....	الإهداء.....
ه.....	شكر وتقدير.....
و.....	الفهرس.....
ز.....	قائمة الأشكال.....
ح.....	قائمة الجداول.....
ي.....	ملخص.....
م.....	Abstract.....
1.....	الفصل الأول الإطار المنهجي للدراسة.....
27.....	الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة.....
113.....	الفصل الثالث الإطار العملي للدراسة.....
136.....	الفصل الرابع النتائج و التوصيات.....
146.....	الملاحق.....

قائمة الأشكال

الصفحة	المحتوى	الشكل
18	تصنيف العينة من حيث الجنس	(1)
19	تصنيف العينة من حيث المؤهل العلمي	(2)
20	تصنيف العينة من حيث الخبرات	(3)
21	نموذج التحليل الإحصائي	(4)
39	التوقيت الدقيق لتسويق الموجودات الاستثمارية	(5)
40	التوافق بين العائد والمخاطرة	(6)
42	الحد الفعال	(7)
43	المحافظ المجدية وغير المجدية	(8)
44	منحنيات السواء للمستثمر الأكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية	(9)
45	منحنيات السواء للمستثمر الأقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية	(10)
47	تحديد المحفظة المثلى	(11)
59	اختيار المحفظة الملائمة بيانياً	(12)
67	المخاطر النظامية وغير النظامية	(13)
81	سوق التأمين الأردني	(14)
92	تطور رؤوس أموال شركات التأمين في السنوات 2000-2004	(15)
93	تطور استثمارات سوق التأمين الأردني في السنوات 2000-2004	(16)
94	تطور صافي أرباح قطاع التأمين في السنوات 2000-2004	(17)
95	تطور إجمالي أقساط سوق التأمين للسنوات 2000-2004	(18)
96	تطور إجمالي التعويضات لسوق التأمين في السنوات 2000-2004	(19)

قائمة الجداول

الصفحة	المحتوى	الجدول
100	Descriptive Statistics	(1)
101	القوانين والتشريعات	(2)
101	عدم استقرار السياسات الحكومية	(3)
102	المزايا الممنوحة للمستثمرين	(4)
103	الاعفاء الضريبي	(5)
103	التدخل الحكومي	(6)
104	ميول المستثمر تجاه أدوات الاستثمار	(7)
104	ميول المستثمر تجاه الحوافز	(8)
105	ميول المستثمر تجاه العائد المنتظم	(9)
105	الاستعداد للمخاطرة	(10)
106	ميزة المحافظ من جهة تحقيق عائد	(11)
107	تنوع الاستثمار لتقليل الخطورة	(12)
107	التكيف الاقتصادي	(13)
108	المخاطر الاستثمارية	(14)
108	عوائد المحافظ في قطاع التأمين	(15)
109	تغير سعر الفائدة	(16)
110	معدل التضخم	(17)
110	الخبرة الإدارية والمالية	(18)
111	التنافسية الشديدة	(19)
111	اثار العولمة	(20)
112	الميول الاجتماعية والمرجعيات الدينية	(21)

113	الاستقرار الأمني	(22)
113	الثراء الاجتماعي والرفاه الفردي	(23)
114	Correlations	(24)

تحديد العوامل المؤثرة في تكوين المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين في الأردن

إعداد

زيد خالد هيكل

إشراف

الدكتور: محمد وهيب العلمي

ملخص

أدى العدد المتزايد لشركات التأمين، إلى وجود منافسة شديدة بينها من حيث السعر، والجودة، والخدمات التي تقدمها هذه الشركات، سواء على مستوى الأفراد أم على مستوى الشركات، ومن المعلوم أن زيادة عائد الأصول المستثمرة لهذه الشركات، مع ثبات العوامل الأخرى، يؤدي إلى تخفيض أسعار العقود التأمينية الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قدرتها التنافسية، ومن جهة أخرى أخذت شركات التأمين تعتمد و بشكل أساسي، على عوائد استثمار المحافظ الاستثمارية، كمصدر دخل ثان يساعدها في تغطية نفقاتها و تكاليفها المترتبة على عائقها، وذلك نظرا لارتفاع مصاريفها التشغيلية وكلفة بعض العقود التأمينية المبرمة مع هذه الشركات.

وقد هدفت الدراسة إلى تطوير نموذج يحدد العوامل التي تؤثر بشكل فاعل ومباشر في قرار المديرين التنفيذيين المسؤولين عن بناء هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية، التي من خلالها يتم اتخاذ قرار الاستثمار وتفعيله،

وتكوين المحافظ الاستثمارية لهذه الشركات، وبما أن هناك الكثير من العوامل، التي لها تأثير مباشر في هذه المحافظ، قام الباحث باختيار عدد من هذه العوامل، التي قد يكون لها أكبر الأثر في قرار مديري التنفيذ في هذه الشركات، وهذه العوامل تتلخص في: تأثير القوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، وميول المستثمر واتجاهاته حيث إن هذا المستثمر يمثل الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية على شكل المحافظ الاستثمارية، والمخاطر الاستثمارية والعوائد المتوقعة من خلال هذه الاستثمارات، وتأثير المناخ الاقتصادي، في الإقبال على تكوين المحافظ الاستثمارية، إضافة إلى تأثير استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني والمرجعيات الدينية والثراء الرفاه الفردي، في كيفية تشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

وقد تم تحقيق أهداف الدراسة من خلال بيان بعض التعريفات ذات الأهمية البالغة، كاشتقاق مفهوم الاستثمار، وتعريف المحفظة الاستثمارية، وأنواعها والسياسات المتبعة في تكوينها، وصولاً إلى مفهوم المخاطرة الاستثمارية الناتجة عن العملية الاستثمارية، وأنواعها وكيفية قياسها. ومن خلال الدراسة تم عمل استبانته تم توزيعها على جميع شركات التأمين العاملة في الأردن، والبالغ عددها (26) شركة تأمين، وتمثلت نتائج الدراسة بأن العوامل الفعالة في تشكيل المحافظ الاستثمارية هي: دور الدولة متمثلاً بالقوانين والتشريعات. وميول المستثمر واتجاهاته. والوضع الاقتصادي والإداري. إضافة إلى المخاطر الاستثمارية والعائد المتوقع، غير أن الوضع الاجتماعي والمرجعيات الدينية تعتبر متغيرات ليس لها تأثير ملحوظ في تشكيل تلك المحافظ.

وقد خلصت الدراسة إلى عدد من التوصيات منها: أن لا تعتمد هذه الشركات على الدخل الاستثماري كمصدر دخل رئيسي بل ويجب عليها اعتماده كمصدر دخل ثانوي يساعدها في مواجهة التكاليف المترتبة على عائقها، وأن اتباع السياسة الدفاعية والمتحفظة في بناء هذه المحافظ يساعدها في تحقيق دخلاً متدنياً دون التعرض لأي نوع من أنواع المخاطر. غير أنه لا ضير من اتباع السياسة المتوازنة ولكن بشكل مدروس، وبناء على دراسة فاعلة ومسبقّة عن السوق، وضرورة تنويع النشاط الاقتصادي بحيث لا ينفرد في مجال واحد، أو بديل واحد، لأن هذا التنويع يساعد على ضمان استمرار التدفقات الصافية. وكما تقتضي عملية إدارة الاستثمار تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة فيما يتعلق بالضرائب مثل الغرامات وغيرها. وإن الأهداف المنشودة من المحافظ الاستثمارية، هو الحفاظ على رأس المال وكذلك مستوى دخل مستمر، والحفاظ على العوائد والأرباح من خلال السياسة الهجومية، وتنويع الاستثمار لتحقيق العوائد بأقل المخاطر.

Abstract

Developing a Standard Pattern to Specify the Factors that Affect the Forming of Investing Portfolios in the Insurance Sector in Jordan

The increasing number of insurance companies resulted in the existence of a very strong competition between these companies in terms of price, quality and the offered services at individual or companies level. It's known that the increase in the investing returns of these companies with the stability of other factors leads to decreasing of the cost of the new insurance contracts which subsequently leads to more competition. On the other side the insurance companies started to rely mainly on the investing returns of the investing portfolios as a second source of income to cover its expenditures and costs as a result of the increase in its expenditures operating, and the cost of some of signed contracts with these companies.

The study aimed at developing a form that limits the factors which directly and influentially affect the executive managers who are responsible for building these portfolios and administering them at the Jordanian insurance companies by which implementing and forming the investing portfolios are done. Since there are many factors that have a direct influence on these portfolios, the searcher has chosen a number of these factors that may have a great influence upon the decision of executive managers in these companies. These factors can be summarized as follows:

- The effect of laws and governmental regulations.
- The investor's taste and attitudes since he represents the person responsible for forming these portfolios and administering them in the Jordanian companies as investing portfolios.
- The investing risks and the expected returns out of these investments.
- The effect of the economic atmosphere upon the demand of forming the investing portfolios.

- The effect of social stability, including security, religious references, and individual richness upon the way of forming the investing portfolios in the Jordanian insurance companies. The aims of the study have been achieved through shedding light upon some important operations, such as the concept of investment, the identification of investing portfolios and their types, and the followed policy in forming them, reaching to the concept of investing risk that results from the investing process, its types and the way of measuring it.

Through the study a proposal has been made and distributed to all the operating insurance companies in Jordan which are 26 insurance companies.

A number of results have pointed that the effective factors in forming the investing portfolios are:

- The government role represented by its laws and legislations; the investor's tastes and his attitudes.
- The economic and administrative status, in addition to the investment risks and the expected returns, bearing in mind that the social status and the religious references are variables that have no noticeable influence on the forming of portfolios.

The study has a number of recommendations;

- Companies shouldn't depend on the investing income as a basic source of income. They should rely upon as a secondary source of income which helps them face the expenditures incumbent upon them.
- Following the defensive and conservative policy in building these portfolios help them in achieving a low income without being exposed to any kinds of risks. But there is no harm in following the balanced policy but after studying it and according to an effective and previous study to the market.
- The necessity of a variety of economic channels, so they are not isolated in one line or one alternative. Because this variety helps to guarantee the continuing of net profits.

- The process of investment needs security measures to avoid any violation of rules specially those related to taxes and fines. . . .Etc.

The required aims from the investing portfolios are securing the capital, a continuing level of income, and securing returns and profits with the least risks.

الفصل الأول
الإطار المنهجي للدراسة

مقدمة

إن العمل التأميني صناعة في حد ذاتها، وفن للتعامل مع الأطراف المشاركة في عملية التأمين، حيث تعد شركات التأمين نوعاً من أنواع المؤسسات المالية التي تمارس دوراً مزدوجاً، وذلك من خلال تقديم خدمة التأمين لمن يطلبها، سواء أكان تأميناً على الحياة أم تأميناً عاماً على الممتلكات، ومن الجهة الأخرى فهي مؤسسة مالية تحصل على الأموال من خلال تجميع أقساط التأمين لعدد كبير من الأفراد المعرضين لمخاطر ذات طبيعة واحدة، لتكوين حصيلة تساهم في تعويض الأفراد الذين تلحق بهم الأضرار التي تنجم عن إحدى هذه المخاطر، وكذلك تحقيق معدلات مقبولة من توزيعات الأرباح الخاصة بالمساهمين، ومن ثم العمل على استثمار ما تبقى منها، بعد خصم مصاريفها التشغيلية، مقابل عائد يشارك فيه المؤمن لهم، كما هو الحال في بعض وثائق التأمين على الحياة.

وأدى العدد المتزايد لشركات التأمين إلى وجود منافسة شديدة، من حيث السعر والجودة والخدمات التي تقدمها هذه الشركات، وقد نتج عنها اندماج بعض الشركات لزيادة رأس مالها كطريقة لتنظيم وإدارة نمو قطاع التأمين.

من هنا ازدادت أهمية النشاط الاستثماري لشركات التأمين، نتيجة لارتباطه بوظيفة التأمين الأولى (تقديم خدمات التأمين)، حيث إنه من المعلوم أنه إذا زاد عائد الأصول المستثمرة مع ثبات العوامل الأخرى، فإن ذلك يؤدي إلى إمكانية تخفيض الأقساط للوثائق أو العقود الجديدة، وزيادة التوزيعات الخاصة بالأرباح المدفوعة للوثائق القائمة (الحياة)،

وبما أن أسعار الأقساط المدفوعة من الأفراد مقابل الحصول على نوع معين من أنواع التأمين، تعد مصدر التمويل الرئيسي لشركات التأمين في مواجهة التكاليف المترتبة على عائقها، المتمثلة في سداد التعويضات الناتجة عن الأخطار المنفق عليها في عقد التأمين في حال وقوع الخطر موضوع التأمين، إضافة إلى التزام شركات التأمين بدفع المبالغ التي تمثل أرباح عقود تأمينات الحياة، وكذلك تحقيق معدلات مقبولة من توزيعات الأرباح الخاصة بالمساهمين، إضافة إلى تغطية مصاريفها التشغيلية، جاء دور الاستثمار واستخدام الأسس العلمية والنظرية في تكوين المحافظ الاستثمارية، للمساعدة في مواجهة هذه التكاليف، وتحسين الموقف التنافسي لشركات التأمين.

ولهذا فهي تعد شركات استثمارية، طالما أن الدخل الاستثماري يكون جزءا كبيرا من الدخل في تسديد التزامات الشركة على الحياة والممتلكات، ولهذا يحاول مديرو الاستثمار الحصول على أكبر عائد ممكن من الاستثمار، بناء على القيود المفروضة على هذه الشركات بموجب قوانين هيئة التأمين، وقواعد الإدارة الرشيدة، لمواجهة المخاطر التي سوف تتعرض لها في المستقبل.

وعلى هذا الأساس يحاول مديرو الاستثمار الاستغلال الأمثل للأموال مع تجنب المخاطر و تعظيم العوائد عن طريق تكوين ما يسمى بمفهوم المحفظة الاستثمارية، ونتيجة لتأثر هذه المحفظة بعنصر المخاطرة، تختلف السياسة الاستثمارية التي يتبعها المستثمر في إدارة محفظته باختلاف ميله تجاه المخاطرة، وسلوكه تجاه عائد الاستثمار، فإذا كان هدفه تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة دون الاهتمام بعنصر المخاطرة، فإنه يبني محفظة تتسم بالمخاطرة التي من أدواتها الأسهم العادية، لكن إذا كان المستثمر متحفظا تجاه المخاطرة،

ولا يهتم بتحقيق أرباح مرتفعة، فإن محفظته سوف تتسم بقلّة المخاطرة التي من أدواتها السندات الحكومية، لكن غالبية المستثمرين يفضلون تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، التي تحقق الموازنة بين معدل العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.

ولعل تزايد إقبال الأفراد بشكل ملحوظ على عقود التأمين، نتيجة لزيادة الوعي بأهمية مثل هذه العقود، في تخفيف العبء المالي الناتج عن المخاطر التي تواجههم، إضافة إلى أن شركات التأمين أصبحت جزءاً لا يتجزأ من العمود الفقري المكون للاقتصاد الأردني، في تحقيق معدلات مقبولة من الناتج القومي الإجمالي الأردني، فقد جاءت أهمية هذه الدراسة من افتقار الساحة الاستثمارية في اقتصاد المملكة لمثل هذا النوع من الدراسات التي تبين علاقة الاستثمار وتكوين المحافظ الاستثمارية في هذه الشركات، بكل من عوائد هذه المحافظ والمخاطر التي تتعرض لها الشركة نتيجة لاستثمار أصولها في المحافظ الاستثمارية، وتأثير كل من المناخ الاقتصادي والإداري والقوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، في القرارات التي من شأنها، اتخاذ القرار الاستثماري بتشكيل هذه المحافظ، بناء على ميول المستثمر واتجاهاته ووضع الاجتماعي، حيث إن الإدارة الجيدة لمحافظ الاستثمار في شركات التأمين، سوف تحسن من الوضع المالي لتلك الشركات الذي بدوره سيجعلها أكثر قدرة على خدمة عملائها بالشكل الأمثل، وتجنب الشركات والفئات الاجتماعية ذات العلاقة، الأضرار المادية والمعنوية، مما يؤدي إلى زيادة إنتاجية الخدمات التأمينية وفعاليتها، لتصبح أكثر قدرة على مواكبة التطور الاقتصادي والمنافسة المحلية والعالمية.

مشكلة الدراسة

الغرض من هذه الدراسة هو قياس تأثير بعض العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار، من قبل المديرين التنفيذيين، أو من قبل أي مستثمر آخر، عند اتخاذ قرار الاستثمار وتكوين المحافظ الاستثمارية، وخاصة في شركات التأمين الأردنية، فنظراً لحاجة هذه الشركات لزيادة معدل ربحيتها، لتحقيق معدلات مقبولة من توزيعات الأرباح الخاصة بالمساهمين، ومواجهة التكاليف المترتبة على عائقها، والمتمثلة في تغطية مصاريفها التشغيلية، وسداد التعويضات الناتجة عن الأخطار المتفق عليها في عقد التأمين، والتزامها بدفع المبالغ التي تمثل أرباح عقود تأمينات الحياة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قدرتها التنافسية، أدت هذه الحاجة إلى البحث عن مصدر تمويلي ثانوي، تتمكن من خلاله من مواجهة التكاليف المترتبة عليها، فجاء دور الاستثمار كمصدر ربحي مقبول يساهم في هذه المواجهة.

ويمكن توضيح مشكلة الدراسة عن طريق الإجابة عن الأسئلة التالية:

1- هل يوجد تأثير للقوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، في تشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين؟

2- هل يوجد أثر لميول المستثمر واتجاهاته حيث إن هذا المستثمر يمثل الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين، في شكل هذه المحافظ الاستثمارية؟

3- هل يوجد علاقة بين، تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين، والمخاطر والعوائد المتوقعة من تلك الاستثمارات؟

4- هل يوجد أثر للمناخ الاقتصادي، في الإقبال على تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين؟

5- هل هناك تأثير لاستقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني والمرجعيات الدينية والثراء والرفاه الفردي في كيفية تشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية؟

فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى :

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

الفرضية الثانية :

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميول المستثمر واتجاهاته، على اعتبار أن هذا المستثمر هو الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية وتشكيل هذه المحافظ الاستثمارية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميول المستثمر واتجاهاته، على اعتبار أن هذا المستثمر هو الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية وتشكيل هذه المحافظ الاستثمارية.

الفرضية الثالثة :

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية، والمخاطر و العوائد المتوقعة من تلك الاستثمارات.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية، والمخاطر و العوائد المتوقعة من تلك الاستثمارات.

الفرضية الرابعة :

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المناخ الاقتصادي، والإقبال على تكوين هذه المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المناخ الاقتصادي، والإقبال على تكوين هذه المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

الفرضية الخامسة :

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني، والمرجعيات الدينية، والثراء والرفاه الفردي، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني، والمرجعيات الدينية، والثراء والرفاه الفردي، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

وقد تم اختيار الفترة التأمينية الواقعة ما بين الأعوام (2000-2005) لعدة

ميررات منها:

1. لقد تم تفعيل دور الهيئات الرقابية على شركات التأمين المتمثلة في هيئة التأمين الأردنية خلال الفترة الواقعة ما بين (2001-2002).
2. نظرا للنمو الذي شهده قطاع التأمين في الأردن، أخذت شركات التأمين تمثل دورا أساسيا وبارزا، في تحقيق معدلات جيدة تسهم بشكل فعال في الناتج القومي الإجمالي، خلال فترة الدراسة.
3. صعوبة الحصول على البيانات المالية اللازمة للدراسة قبل عام 2000، لعدم استجابة معظم شركات التأمين لطلبات الباحث المقدمة، بهدف الحصول على البيانات.
4. نظرا للأجواء السياسية التي أحاطت بالمنطقة في الأعوام التي سبقت عام 2000، لم تكن هناك أجواء استثمارية فعالة من قبل شركات التأمين في سوق عمان المالي.
5. تم تطبيق الأسس والتعليمات الموضوعية من قبل هيئة التأمين لممارسة دورها الرقابي من بداية عام 2002، مثل هامش الملاءة المالية، أسس ترخيص وسطاء ووكلاء إعادة التأمين، تعليمات إجازات التأمين، حيث كانت هذه الأسس قبل عام 2002 قيد الدراسة ولكنها غير مفعلة.

الدراسات السابقة

1. دراسة أجراها (العلمي والخوري)، سنة 1993، بعنوان "تطور سوق التأمين في الأردن"، وقد هدفت هذه الدراسة إلى إظهار تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية (السكان والدخل القومي ومستوى الأسعار)، في تطور سوق التأمين في الأردن، وبالأخص في إجمالي أقساط التأمين المحصلة من قبل شركات التأمين.

وقد خرج الباحثان بأن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة، بين أقساط التأمين المحصلة من التأمينات العامة (الحوادث)، وبين نصيب الفرد من الدخل القومي الحقيقي، وكذلك الاحتياطات الفنية الخاصة بالمخاطر، ولكن بالنسبة إلى تعهدات العقود في حالة أقساط التأمين على الحياة، فتبين أنها عنصر واضح في تحديد إجمالي أقساط التأمين لهذا الفرع، وكذلك تبين أن الاحتياطات الفنية تؤثر في أقساط التأمين على الحياة.

2 . دراسة أجراها (النسور)، سنة 1994، بعنوان "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية: دراسة تطبيقية في سوق عمان المالي".

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية المدارة مهنيًا، واختبار انتظام أدائها في فترة التقييم، للكشف عن مدى مهارة مديري هذه المحافظ الاستثمارية، وإلقاء الضوء على أنواع المقاييس، والمؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية، وذلك عن طريق أخذ بيانات شهرية لعينة مكونة من 3 محافظ استثمارية، تابعة لوسطاء ماليين عاملين في سوق عمان المالي، في الفترة ما بين 1992/1/1 ولغاية 1994 /5/31.

وقد كانت نتيجة هذه الدراسة أنه في المعدل الطبيعي يكون أداء المحافظ الاستثمارية، لا

يساوي مستوى أداء محفظة السوق ممثلة بمؤشري السوق:

• الرقم القياسي التابع لسوق عمان المالي.

• الرقم القياسي التابع للبنك المركزي.

وقد بينت هذه الدراسة وجود فروقات ذات دلالة إحصائية، بين طرق قياس أداء المحافظ

الاستثمارية، التي تشير نتائجها إلى ملاءمة مقياس جينسن في التقييم تحديداً على سوق عمان

المالي في تلك الفترة.

3 . دراسة أجرتها (الخوري)، سنة 1993، بعنوان "العلاقة بين العائد والمخاطرة: دراسة تحليلية

في سوق عمان المالي".

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة، بين تلك المخاطر والعوائد المتحققة من

الاستثمار، حيث قسمت هذه المخاطر إلى نوعين:

• الأول ::يشتمل على المخاطر المرتبطة ارتباطاً مباشراً بتوزيع العوائد.

• الثاني : يشتمل على المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل في الشركة، مثل نسبة الدين إلى

حقوق الملكية، ونسبة الأرباح الموزعة إلى العوائد.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن كلتا المخاطرتين، له علاقة مباشرة ذات دلالة إحصائية، في تفسير التغير في العائد على الاستثمار في الأسهم، بينما لم تجد الدراسة مثل هذه العلاقة، مع المتغيرات الأخرى التي شملتها الدراسة.

4 . دراسة أجراها (جابر)، سنة 1989، بعنوان "عوائد مخاطر الاستثمار في سوق عمان المالي"، خلال الفترة من (1981 إلى 1987).

وقد هدفت هذه الدراسة إلى استخلاص العلاقة ما بين العائد من الاستثمارات في سوق عمان المالي والظروف الاقتصادية، والعوامل الخارجية المؤثرة في هذا السوق، وقد توصلت هذه الدراسة، إلى أن المستثمرين في السوق المالي، قد حققوا عوائد عالية خلال الفترة (1981-1982)، ويرجع السبب إلى شدة المضاربة التي عصفت بسوق عمان المالي، إلا أن أسعار الأسهم بدأت في التراجع بعد ذلك، كما بينت هذه الدراسة، أن المستثمرين الذين لم يستطيعوا إدراك وفهم الظروف في الاقتصاد، والعوامل الخارجية المؤثرة في السوق، قد تعرضوا لخسائر كبيرة في الفترة (1983-1986).

ولمعرفة أهمية تلك العوائد، قام الباحث بمقارنتها بعوائد الاستثمارات البديلة ممثلة بمعدلات الفوائد التي تدفع على الفوائد، وقد توصل إلى أن عوائد الاستثمار بالأسهم تقل كثيراً عن العوائد التي تتحقق من جراء ربط الأموال بودائع ثابتة، كما استخدم الباحث الانحراف المعياري للعوائد الحقيقية، كمقياس لمخاطر الاستثمار، وخلص إلى أن الاستثمار في سوق عمان المالي يتصف بالمخاطرة الشديدة، وضعف معدلات الأرباح، وذلك نتيجة لعدة أسباب، أهمها عدم وجود تنظيمات متكاملة بشأن الإفصاح المالي، وازدياد ظاهرة تسرب المعلومات الداخلية إلى المستثمرين.

5 . دراسة أجراها (Chan and Chen)، سنة 1988، بعنوان:

"An Unconditional Assets-pricing Test and the Role of Firm Size as Instrumental Variable for Risk"

وقد هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين العائد ومعامل بيتا وطبيعة هذه العلاقة في حال وجود متغير (حجم الشركة)، وقد اشتملت عينة الدراسة على أسهم الشركات المدرجة في سوق نيويورك للفترة الزمنية الممتدة ما بين (1949-1983) إذ تم تشكيل عشرين محفظة من هذه الأسهم وبأوزان متساوية، وتم ترتيب هذه المحافظ على أساس القيمة السوقية للأسهم، وقد أكدت الدراسة العلاقة الخطية ما بين بيتا والعائد المتوقع - باستعمال النموذج الفردي في تسعير الأصول - ولاحظ الباحثان أن هنالك أثراً للحجم في حالة تقدير قيم بيتا باستعمال بيانات لمدة خمس سنوات وبالمقابل فإن القوة التفسيرية لحجم الشركة ستتلاشى، عند تقدير قيم (بيتا) باستعمال بيانات فترة زمنية أطول. ومن ناحية أخرى فقد تطرقت الدراسة إلى موضوع الدقة في تقدير بيتا وأكدت على أن الدقة في التقدير تتبع من استعمال مشاهدات أكثر.

6 . دراسة أجراها (Harrison)، سنة 1994، بعنوان

"The More They Stay The Same The More Thing Change"

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تعرف سلوك عوائد الأسهم المالية لفترة طويلة جداً تمتد إلى قرنين من الزمان بالإضافة إلى تعرف سلوك تكاليف عمليات البيع والشراء خلال الفترة نفسها، وذلك من خلال ربط المتغيرات السابقة مع الزمن بالإضافة إلى تعرف شكل التوزيع الاحتمالي للعوائد.

وقد دلت نتائج الدراسة إلى أن شكل التوزيع الاحتمالي للعوائد هو **Leptokurtic distribution**، كما دلت نتائج الدراسة إلى أن سلوك أسعار الأسهم خلال تلك الفترة الطويلة يميل لأن يكون مستقرًا، وقد فسر الباحث استقرار سلوك العوائد التاريخية باستقرار طبيعة الإطار المؤسسي لسوق الأوراق المالية كذلك استقرار التشريعات المتعلقة بالسوق والطريقة التي تعمل بها السوق من الداخل وأنظمة التداول خلال تلك الفترة الطويلة.

كيف تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

على الرغم من وجود بعض الدراسات، التي قد تطرقت بصورة مباشرة أو غير مباشرة، إلى عامل أو أكثر من عوامل هذه الدراسة، إلا أن أيًا منها لم يدرس بصورة مباشرة العلاقة ما بين متغيرات هذه الدراسة ككل، وتحديدًا في شركات التأمين الأردنية، حيث إن هذه الدراسة قد بينت تأثير بعض العوامل، في القرارات التي من شأنها، اتخاذ بعض القرارات الخاصة بالاستثمار وتكوين المحافظ الاستثمارية في هذه الشركات، بمعنى أن هذه العوامل تشكل في مجموعها إطارًا متكامل الأطراف فيما يتعلق بالقرار الاستثماري، بدءًا من ميول الأفراد واتجاهاتهم، وصولًا إلى القوانين والتشريعات المفوضة من قبل الدولة كما يلي:

1. **المرحلة الأولى:** تأثير ميول المستثمر واتجاهاته، ووضع الاجتماع في قراره الاستثماري وتكوين محفظته الاستثمارية.

2. **المرحلة الثانية:** استقرار الوضع الاقتصادي للدولة، والقوانين والتشريعات الحكومية المفروضة، وتأثيرها في هذا القرار.

3. **المرحلة الثالثة:** قياس كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية التي تم تكوينها، من خلال العوائد التي تم تحقيقها، ونسبة المخاطر التي تعرضت لها هذه المحفظة، وتأثير ذلك في القرارات الاستثمارية اللاحقة.

التعاريف الإجرائية

1. المحفظة الاستثمارية

وهي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر، وهي تخضع لإدارة شخص يعد مسؤولاً عنها يسمى مدير المحفظة، وهذا المدير قد يكون إما مالكاً لها، وإما مأجوراً، ومن هنا سوف تتفاوت صلاحياته في إدراتها، حسب العقد المبرم بينه، وبين مالك المحفظة، وقد تخضع المحفظة لمبدأ التنوع، بمعنى أنها قد تتكون من أصول حقيقية مثل الذهب والعقار والسلع، أو قد تكون أصولاً مالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة والخيارات، ولكن في أغلب الأحيان تكون المحفظة من النوع المختلط، أي أنها تجمع بين الأصول الحقيقية، والأصول المالية، وذلك تقليلاً للمخاطرة ومحاولة في الوصول إلى أفضل عائد.

2. أقساط التأمين

وهي عبارة عن مساهمة المؤمن له في إجمالي الأقساط التي ستدفع لشركة التأمين مقابل الحصول على عقود التأمين بمختلف أنواعها، بحيث يكون هذا القسط عادلاً، لأنه يعكس درجة الخطر التي يجلبها المؤمن له إلى الجمعية التأمينية، ويتحقق العدل في القسط عندما تتحقق الأهداف المرجوة منه التي تتمثل في:

- أ . تغطية الخسائر المتوقعة خلال فترة التأمين.
- ب . خلق احتياطي للمطالبات المتوقعة.
- ج . تكون الاحتياطي.
- د . تغطية جميع مصروفات الشركة وتكاليفها.
- هـ . تحقيق الأرباح المقبولة للشركة التي تضمن استمراريتها.

3 . تعويضات التأمين

نستطيع أن ندرك مصطلح تعويضات التأمين، من خلال الآلية التي تتمثل في قيام المؤمن له بإخطار المؤمن (شركة التأمين) بمطالبة معينة، نتيجة وقوع خسارة في الممتلكات نتيجة خطر معين، وهذا يندرج تحت مفهوم التأمينات العامة، أو في الأرواح وهذا يندرج تحت مفهوم تأمينات الحياة، وبالتالي يلتزم المؤمن (شركة التأمين) في تسوية هذه المطالبات، واستكمال كافة الإجراءات بعد التأكد من أن المطالبة خضعت للشروط القانونية المبرمة في عقد التأمين، حتى يصل إلى دفع مبلغ نقدي تعويضاً للمؤمن له عن الخسارة التي حدثت له، وهذه المبالغ النقدية هي تعويضات.

4. مبدأ الملاءمة

إن المقصود بمبدأ الملاءمة هو ملاءمة البديل الاستثماري، مع رغبات وميول المستثمر، التي يتم تحديدها من خلال دخله وعمره وعمله وحالته الاجتماعية، وهذه المحددات يتم الكشف عنها من خلال التحليل الجوهرى أو الأساسي ومنها:

1- معدل العائد على الاستثمار.

2- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

3- مستوى السيولة، التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

كما ينص على الملاءمة بين آجال عقود التأمينات باختلاف أنواعها، مع آجال الاستثمارات التي قد تم تمويلها من أموال تلك العقود، أي بمعنى آخر الملاءمة تعني التوافق الزمني، بين مدد الالتزامات ومدد الاستثمارات، وهذا يأتي من قدرة الشركة على إيجاد التوافق بين طبيعة التزامات الشركة، وقدرتها على اختيارها للأدوات الاستثمارية التي ستقوم باستثمار أموالها بها، كأن تقوم الشركة باستثمار أموالها في الأراضي والأسهم، إذا كانت الالتزامات المترتبة عليها مستحقة السداد بالسعر السائد في السوق، حيث إن الأراضي والأسهم تتذبذب أسعارها مع التغير في أسعار الفائدة في السوق، وأما إذا كانت الالتزامات المترتبة على الشركة محددة بغض النظر عن تغير أسعار الفائدة عند الاستحقاق، ستقوم الشركة بالاستثمار في مجالات معينة مثل أدوات الخزينة والسندات.

5 . مبدأ التنوع

وهو عبارة عن المبدأ الذي ينص على أن تقوم شركة التأمين بتوزيع المبلغ المخصص للاستثمار، على أصول مختلفة في النوع والجودة، وكما أسلفنا أن المحفظة الاستثمارية قد تتكون من أصول حقيقية (كالعقارات)، أو أصول مالية (كالأسهم)، وهذه الأصول تختلف عن بعضها بعضاً باختلاف أنواعها، في مقدار ونسبة العوائد، وبالتالي نسبة المخاطر المترتبة على الاستثمار بها، ومن الأمثلة على مبدأ التنوع قيام شركة التأمين بالاستثمار في سندات لا تتدرج جميعها في نفس الحقل، فيمكن أن تكون متنوعة بين سندات حكومية، أو سندات لشركات تجارية، أو صناعية، هذا إضافة إلى التنوع في تواريخ الإستحقاق، بحيث تضمن هذه التواريخ تدفقاً نقدياً مستمراً يمكن الشركة من مقابلة التزاماتها التي سترتب عليها.

6 . الرقم القياسي لأسعار الأسهم

يقيس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق النظامي لبورصة عمان، مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم تلك الشركات، ويحتسب من قبل بورصة عمان.

7 . القيمة السوقية للأسهم

تمثل القيمة السوقية لرؤوس أموال الشركات، وتحتسب بضرب إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها في سعر إغلاق آخر يوم تداول (المصدر: بورصة عمان).

8 . حملة بوالص الحياة المستثمرة

وهو جميع العملاء من حملة بوالص الحياة المتمتعين بتغطية تأمينية بالإضافة إلى عائد سنوي على أموالهم المستثمرة، ويحصلون على قيم استردادية (استحقاقات بوالص الحياة) في نهاية عمر البوليصة التي عادة ما تكون فترتها تتراوح ما بين 7-40 سنة.

9 . عائد الاستثمار المالي

يمكن تعريف العائد بأنه المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه. كما يمكن تعريف العائد بأنه صافي الربح بعد الضريبة في المفهوم المحاسبي، أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفق النقدي، منسوباً إلى الأموال التي ولدته.

10 . المخاطرة

يمكن تعريف المخاطرة بأنها عدم انتظام العوائد "Variability of Returns"، فالتذبذب الذي يؤدي إلى التغير في قيمة العوائد، أو في نسبتها إلى رأس مال المستثمر، هو بحصيلته الذي يشكل عنصر المخاطرة.

ويمكن تعريف المخاطرة "بأنها ظاهرة ملازمة للاستثمار، ولا ينفي وجودها إلا أن يكون احتمال حدوث التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار من حيث حجمها وزمن حدوثها يساوي واحداً صحيحاً.

11 . المؤمن له

وهو عبارة عن الشخص أو الأشخاص الذين يوفر لهم عقد التأمين تغطية الأضرار موضوع التأمين وقد يكون المؤمن له شخصاً واحداً يذكر اسمه بالتحديد أمام عبارة المؤمن له، وقد يحتوي عقد التأمين على تعريف آخر للمؤمن له يشمل زوجته على سبيل المثال.

منهجية الدراسة

1- أسلوب الدراسة: إن المنهج العلمي الذي سيتبعه الباحث خلال الدراسة، هو المنهج

الوصفي والتحليلي، عن طريق إجراء دراسة ميدانية على حالة معينة.

2- جمع البيانات: سيتم تحديد الإطار النظري من خلال الاعتماد على المصادر الثانوية، مثل

المراجع، والكتب، والدوريات، والمقالات، والإنترنت، والدراسات المتعلقة بمشكلة الدراسة.

وسيقوم الباحث بجمع معلوماته وبياناته من خلال:

● التقارير السنوية لشركات التأمين.

● الاعتماد على المصادر الأولية، للحصول على المعلومات والبيانات من خلال إعداد

استبانته توزع على المديرين الماليين، والمسؤولين بشكل مباشر عن تكوين المحافظ

الاستثمارية وإدارتها، في جميع شركات التأمين المدرجة في سوق عمان المالي في الأردن،

وعددها (26) شركة تأمين، وقد تم إستلام جميع هذه الاستبانات و عددها (26) استبانته،

بعد التأكد من الإجابة عليها من قبل الاشخاص المعنيين وفق الأصول.

3- مجتمع الدراسة: سيكون مجتمع الدراسة ممثلاً من عينة تمثل جميع شركات التأمين

العاملة في قطاع التأمين في الأردن، والمدرجة في سوق عمان المالي في الأردن، وعددها

(26) شركة.

ركزت هذه الاستبانة على إجابات الأشخاص المسؤولين عن تكوين وإدارة المحافظ الاستثمارية في هذه الشركات. حيث وصل تعدادها في الأردن الى (26) شركة، أما عن الأسلوب العلمي المتبع في تحقيق هدف الدراسة فهو الاستبانة، حيث صمم الباحث استبانة تعالج مواضيع الدراسة (كما سيرد لاحقاً)، أما عن الوسيلة التي استخدمها الباحث في تحليل الدراسة والوصول إلى النتائج، فهي برنامج الحقيبة الإحصائية (SPSS) .

وقبل أن نخوض في التفاصيل، لا بد لنا من ذكر بعض البيانات التعريفية المتعلقة بعينة الدراسة مثل الجنس، والمؤهل العلمي، وعدد سنوات الخبرة.

تصنيف العينة من حيث الجنس



الشكل (1)

من خلال الشكل (1) نجد أن نسبة الذكور إلى الإناث في عينة الدراسة، هي (15.4%) من الإناث، أما الذكور نسبتهم (84.6%).

تصنيف العينة حسب المؤهل العلمي

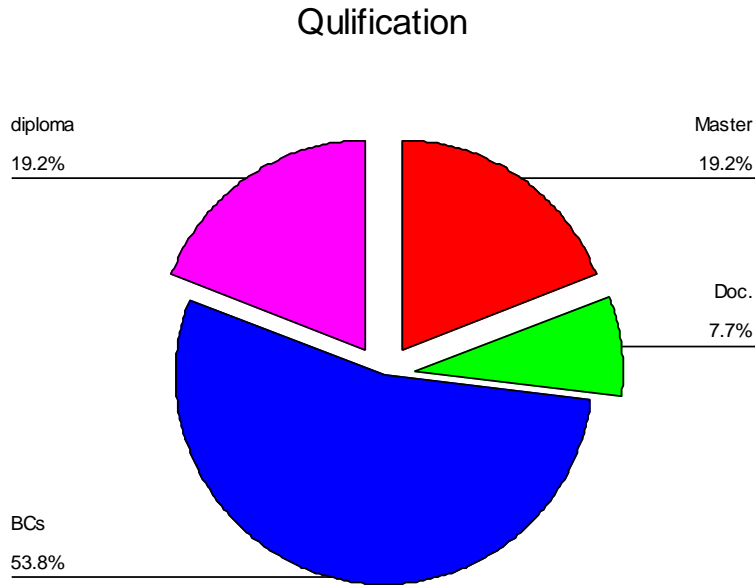
من خلال الشكل التالي نجد أن نسبة التعليم الأكاديمي موزعة حسب النسب التالية :

- حملة الدبلوم نسبتهم (19.2%).
- حملة شهادة البكالوريوس نسبتهم (53.8%).
- حملة شهادة الماجستير نسبتهم (19.2%).
- حملة شهادة الدكتوراه نسبتهم (7.7%).

حيث نلاحظ أن التركيز الأكبر لمن هم حملة الشهادة الجامعية الأولى، ومن ثم نقل النسبة

بمعدل قريب الى النصف لمن هم حملة الماجستير، وأيضا نقل بالمعدل نفسه لمن هم من حملة

شهادة الدكتوراه.

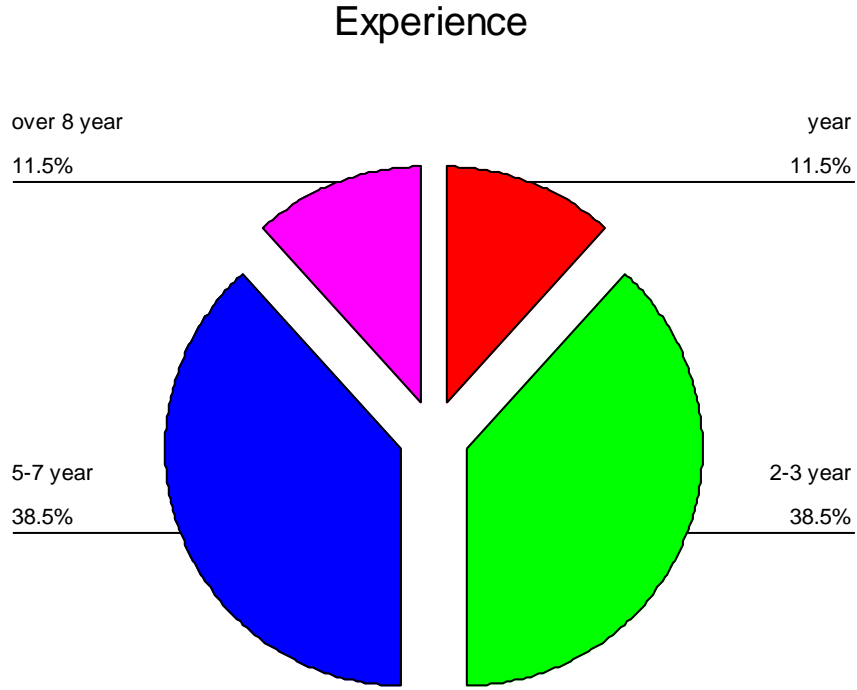


الشكل (2)

تصنيف العينة حسب الخبرة

يلاحظ من خلال الشكل (3)، أن خبرات عينة الدراسة كانت وفق مستويات اربع:

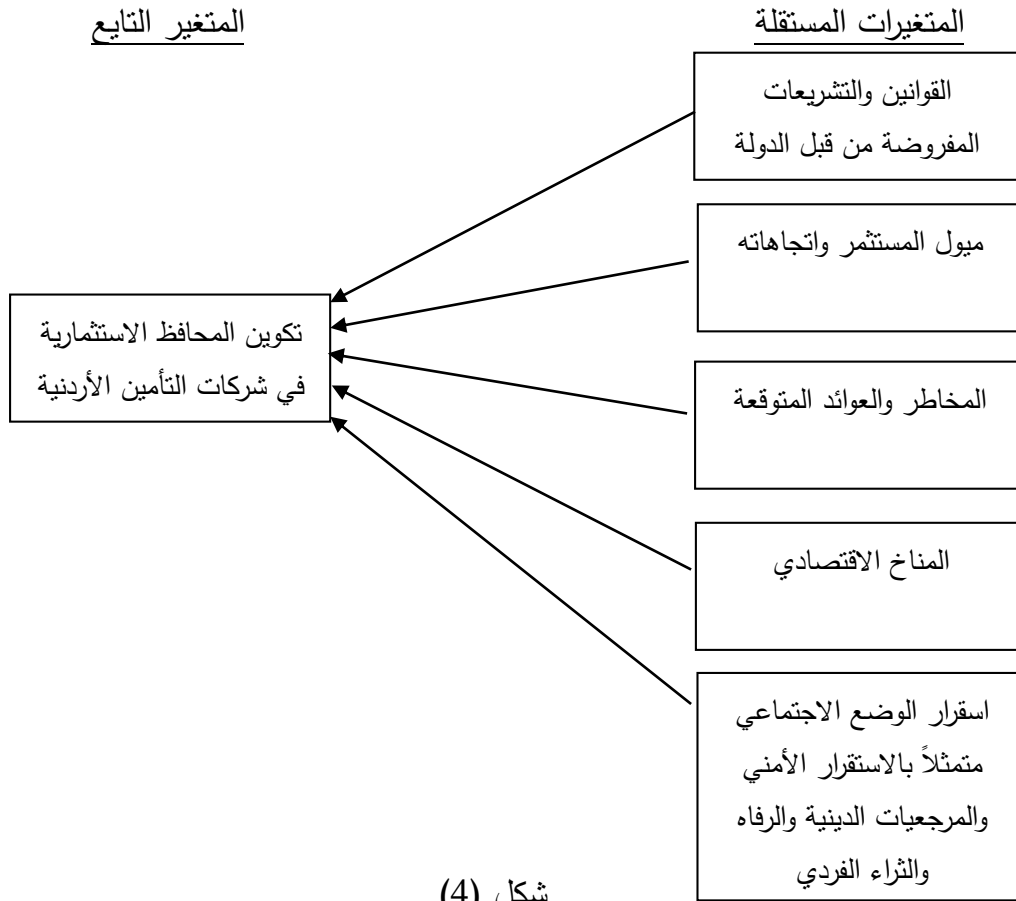
- مستوى خبرة عام فأقل بنسبة (11.5%).
 - مستوى خبرة من عامين إلى ثلاث أعوام كان بنسب (38.5%).
 - مستوى خبرة من خمس إلى سبع أعوام كان بنسبة (38.5%).
 - مستوى خبرة فوق ثماني سنوات (11.5%).
- علما بأن النسبة الأكبر لمستويات الخبرة تركزت ما بين (2-7) سنوات.



شكل (3)

4- أساليب التحليل: فيما يتعلق بكيفية قياس الفرضيات، سيتم ذلك من خلال استخدام الأدوات والمقاييس الإحصائية الملائمة، ومن ثم معالجة البيانات على برنامج الحقيبة الإحصائية (SPSS)، وإثبات الفرضيات.

5- هيكلية التحليل الإحصائي: تقسم هذه الدراسة إلى قسمين رئيسيين، القسم الأول، هو الإحصاء الوصفي، أما القسم الثاني فهو الإحصاء الاستدلالي، لذلك سوف نخصص لكل قسم فصلا خاصا حتى نستطيع أن نوضح العوامل أو المتغيرات التي تؤثر في تكوين المحافظ الاستثمارية، آخذين بعين الاعتبار جميع الجوانب الممكنة لكل عامل او متغير.



نموذج التحليل

اما عن طبيعة المتغيرات التي تعامل معها الباحث فقد جاءت على النحو الآتي:

- **المتغير التابع (Dependant Variable):** حيث يتمثل بتكوين المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين في الأردن، حيث رمز له بالرمز (Y).
- **المتغيرات المستقلة (Independent Variables):** تعالج المتغيرات المستقلة جميع العوامل، المؤثرة في تكوين المحافظ الاستثمارية التي كانت كما يلي:

- أولاً: دور الدولة متمثلاً بالقوانين والتشريعات الاقتصادية (X_1).
- ثانياً: المستثمر وميوله وقناعاته المؤدية لتكوين قرار الاستثمار (X_2).
- ثالثاً: حجم المخاطرة والعائد المالي المتوقع (X_3).
- رابعاً: الوضع الاقتصادي حيث أعطي الرمز (X_4).
- خامساً: استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني والمرجعيات الدينية والرفاه والثراء الفردي (X_5).

بعد تعرف متغيرات الدراسة (المستقلة والتابعة)، سنقوم بدراسة هذه المتغيرات، كما في الخطوات

التالية:

1- وصف تلك المتغيرات كل على حدة، لتعرف الخصائص العامة لذلك المتغير، ومدى تأثيره في عينة الدراسة.

2- من جهة أخرى نود إيجاد مدى العلاقة (**Correlation**)، التي تربط بين المتغيرات المستقلة (X_i)، والمتغير التابع (Y)، أي بمعنى آخر معرفة مدى العلاقة بين المحافظ الاستثمارية، والعوامل المؤثرة في تكوينها، (كالوضع الاجتماعي، دور الدولة، ميول المستثمر، حجم المخاطرة، الوضع الاقتصادي).

3- اختبار الفرضيات التي قامت على أساسها الدراسة.

4- إيجاد أكثر العوامل أهمية في تشكيل المحافظ الاستثمارية، أي أكثر المتغيرات المتسقة تأثيراً على المتغير التابع (Y).

5- كتابة النتائج والتوصيات بناءً على النتائج المبينة في التحليل الإحصائي.

الإطار العام للرسالة

1- الفصل الأول: الإطار المنهجي للدراسة (المقدمة - عناصر مشكلة الدراسة - فرضيات الدراسة - أدبيات الدراسة - التعاريف الإجرائية - منهجية الدراسة - الإطار العام للدراسة - المصادر والمراجع).

2- الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة.

3- الفصل الثالث: الإطار العملي للدراسة.

4- الفصل الرابع: النتائج و التوصيات.

الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة

الاستثمار

الاستثمار واسع المجالات، ويعتمد في مفاهيمه على كثير من العلوم، كالإحصاء والرياضيات وبالأخص علم الاقتصاد، حيث إن مفهوم الاستثمار يستمد أصوله منه، وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية، من أهمها الدخل، والاستهلاك، والادخار والاقتراض. فما المقصود بعلم الاستثمار؟

نظراً للعلاقة الوثيقة ما بين الاستثمار ومفاهيم أخرى، مثل الدخل والاستهلاك والادخار، وجب علينا التطرق لبعض المفاهيم حتى نصل في النهاية إلى تعريف علم الاستثمار كما يلي:

يمكن تعريف الدخل "بأنه ما يستطيع الفرد الحصول عليه خلال فترة زمنية معينة، لينفقها على نفسه، جراء توظيف عوامل الإنتاج بما يزيد على ثروته" (أحمد صيام، 1997، ص 16)، وهذا ما يدفعنا إلى التفريق ما بين الإيراد والدخل، فعندما يقوم شخص معين ببيع بعض ممتلكاته، يعد هذا المبلغ الذي حصل عليه من عملية البيع (إيراداً)، يستطيع أن يصرفه أو يوجهه إلى تلبية بعض احتياجاته، ولكن لا يمكن اعتبار هذا المبلغ على أنه دخل، حيث إن عملية البيع نتج عنها تغيير في شكل ثروته المملوكة، وعليه يمكن تعريف الدخل بأنه مجموع ما يحصل عليه الفرد كدخل إضافي، دون التأثير في قيمة وشكل ممتلكاته، مثل الأجور والرواتب والفوائد والإيجارات وأرباح الأسهم المستثمرة.

ونحن نعلم أن الدخل يتوزع ما بين الاستهلاك والادخار، بحيث يتم اقتطاع جزء من هذا الدخل لإنفاقه على السلع والخدمات، وذلك لإشباع رغبات الفرد وحاجاته المتعددة، وهذا ما يطلق عليه الاستهلاك، ومن المعلوم أنه كلما زاد دخل الفرد، زاد الجزء المستقطع للاستهلاك.

وأما بالنسبة للجزء المتبقي من الدخل بعد اقتطاع الجزء الموجه للاستهلاك، فنطلق عليه ادخاراً، بحيث يكون الادخار "هو ذلك الجزء المستقطع من الدخل الذي لا يتم إنفاقه على السلع والخدمات في الوقت الحاضر، وإنما يتم إيداعه في البنوك ليتم كثره"، (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 17)، وهذا يعني أن الادخار، يمثل الجزء الفائض من الدخل بعد اقتطاع الجزء الذي تم استهلاكه..

ويعد ادخار الأموال بإيداعها بالبنوك اكتنازاً لهذه الأموال، مقابل الحصول على فوائد قليلة نسبياً، وعليه ظهرت الحاجة إلى وجود بعض الطرق العلمية، التي نتمكن من خلالها من الحصول على عائد مالي أكبر، ولهذا يتوجه الأفراد إلى محاولة استثمار هذه الأموال المدخرة، التي نتج عنها زيادة الدخل عن طريق زيادة الإنتاج، وبناء عليه يمكن تعريف الاستثمار بأنه "ذلك الجزء المستقطع من الدخل، واستخدامه في العملية الإنتاجية بهدف تكوين رأس مال، والحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، تعوضه عن النقص في القيمة الحالية لذلك الجزء المدخر، وتكون ملائمة لمستوى المخاطر التي يتعرض لها (أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 17).

ومن الجدير بالذكر أن حجم الاستثمار يتوقف على حجم المدخرات والادخارات التي بدورها

تتأثر بعدة محددات من أهمها (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 18):

1- الدخل: حيث إن زيادة مستوى الدخل تؤدي إلى زيادة الجزء الموجه للادخار، والعكس صحيح، حيث إن انخفاض مستوى الدخل، سيؤدي إلى انخفاض ذلك الجزء الموجه للادخار، وكلما كان الدخل موزعاً على مستوى المجتمع بحيث يشمل أغلب طبقاته، توسع الاستثمار وكان شاملاً، في حين أنه إذا انحصر في يد فئة محددة، سيؤدي إلى احتكار الاستثمار في فئة محددة.

2- الميل الحدي للاستهلاك: حيث إنه كلما كان الميل للاستهلاك أكبر، كان الميل للادخار أصغر، بينما إذا كان الميل للاستهلاك أقل كان الميل للادخار أكبر.

3- العادات والتقاليد: فبعض المجتمعات تتجه للتوفير والادخار، في حين أن بعضها يسود فيه الرغبة في توجيه كل الدخل للاستهلاك.

4- التضخم: بحيث إنه إذا انخفضت القوة الشرائية للنقود، يترتب عليه زيادة الحجم المستقطع من الدخل الموجه للاستهلاك، بحيث إن الفرد سوف يستهلك أكثر من المبلغ الذي كان يستهلكه سابقاً، من أجل الحصول على الكمية نفسها من السلع والخدمات، وهذا في النهاية يؤدي إلى انخفاض الجزء المتبقي للادخار.

5- العبء الضريبي: حيث إن زيادة العبء الضريبي، سيؤدي إلى انخفاض الادخارات، حيث إن جزءاً منها سوف يوجه لدفع الضريبة على السلع والخدمات، من أجل الحصول عليها، وبالتالي التأثير سلباً في عملية الاستثمار.

ومما سبق نستطيع تعريف الاستثمار "بأنه مجموعة التوظيفات، التي من شأنها زيادة الدخل، وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي، من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية، للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر، من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، آخذاً بعين الاعتبار عنصرى العائد والمخاطرة (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 16).

كما يمكن تعريف الاستثمار :بأنه التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة، ولفترة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول، التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن (زياد رمضان، 1998، ص 13):

أ. القيمة الحالية لتلك الأموال التي يتخلى عنها، في سبيل الحصول على ذلك الأصل.

ب. النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم.

ج. المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها.

كما عرف الاستثمار بأنه "عملية اقتصادية مدروسة، من قبل شخص طبيعي أو قانوني، يقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية، بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية، نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية في المستقبل، كتدفقات مستمرة عادة، تضمن قيماً تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية المطلوبة، وفي ظروف تتسم بالأمان والتأكد قدر المستطاع، مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر" (هوشيار معروف، 2003، ص 17).

أهداف الاستثمار

من الملاحظ أنه مهما كان نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به، فإن المستثمر يسعى إلى تحقيق عدد من الأهداف التي تتباين بحسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر، ومستوى وطبيعة طموحاته، وما يتوافر لديه من معلومات بشأن مصادر التسهيلات الائتمانية، وفرص الاستثمار المختلفة، إضافة إلى المناخ الاستثماري الذي يحيط بنشاطاته، ولكن ورغم هذه الاختلافات، نجد أن هناك عدد من الأهداف التي ينظر إليها المستثمر، على أنه لا غنى عن تحقيقها، أو التي تعبر عن مدى نجاحه في القيام بعملية الاستثمار وهي تتمثل في:

1- تحقيق العائد الملائم، حيث إن الفرد عندما قام باستثمار أمواله، كان يهدف إلى تحقيق الأرباح المناسبة التي تتلاءم مع حجم المخاطر التي كان على استعداد للتعرض لها، حيث إن هذا العائد يمكنه من تحقيق ربحية مقبولة، تعمل على استمرارية مشروعه (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 20).

ويجب الأخذ القيمة المالية الصافية للعوائد بعين الاعتبار، بحيث تحافظ هذه الأخيرة على قوتها الشرائية، أي على قيمتها الحقيقية من جانب، وتتجاوز التكاليف الفرصية المتأتية من البدائل الأخرى من جانب آخر.

2- المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع، فالمستثمر الرشيد هو الذي يختار أفضل الأوجه الاستثمارية من بين البدائل الاستثمارية المتاحة أمامه التي تضمن له تحقيق عائد مجزي، ولكن في حال أن هذا البديل لم يحقق له ما يصبو إليه من عوائد، أوحقق نتائج عكسية فإنه يحاول عدم وصول هذه الخسارة إلى رأس المال الأصلي للمشروع (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 20). ومن الملاحظ أن المستثمر يحاول البحث عن أفضل البدائل الاستثمارية التي تحقق له إيرادات مستقبلية، بحيث تكفي لتوجيه جزء منها للاستهلاك، والجزء الآخر المتبقي للاستثمار، أو أن يقوم بادخاره عن طريق إضافته لرأس المال، ولكن في حالة عدم تحقق إيرادات مستقبلية من عملية الاستثمار، فإن الجزء المستهلك قد يصل لاستهلاك جزء من رأس المال.

وعليه وجب على هذا المستثمر الاهتمام الجاد بموضوع الاستخدام الكفاء للأصول المستثمرة، سواء أكان ذلك عند التخصيص الأولي واتخاذ القرار الاستثماري، أم عند تشغيل الأصول المعنية في عمليات تتم بأدنى الخسائر وبأفضل التدفقات الصافية للعوائد.

3- استمرارية الدخل وزيادته، أي أن الفرد عادة ما يتجه استهلاكه نحو الزيادة مع ثبات مستوى الدخل، وهذا ما يدفعه للبحث عن مصدر دخل ثابت يحقق له رغبة في زيادة استهلاكه بعيداً عن الاضطراب، وهذا يمثل أهم أهداف المستثمر من حيث السعي إلى رفع مستوياته المعيشية، ومن ثم قدراته الإنتاجية عن طريق تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيد من النشاطات الجديدة.

4- ضمان السيولة اللازمة، مما لا شك فيه أن النشاط الاقتصادي للشركة الذي يعد واحداً من مكونات النشاط الاقتصادي ككل للبلد الذي تعمل فيه، بحاجة إلى تمويل وسيولة مستمرة لمواجهة التزامات العمل اليومية، وبخاصة المصروفات النثرية اليومية، وذلك تجنباً للدخول في أي نوع من أنواع عدم سداد الالتزامات المالية المترتبة على عاتق الشركة، فالسيولة تعد ضرورة لعدة أسباب أهمها (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 21):

أ- تغطية النفقات الجارية، الخاصة بعمليات التشغيل والصيانة والتطوير.

ب- الوفاء بالديون المستحقة، حيث إن عدم وفائها في أوقاتها المتفق عليها سوف سيؤدي إلى تراكمها، الأمر الذي يؤدي إلى تفاقم العجز في الموازنة الاستثمارية وعليه ضياع هذه الأصول الاستثمارية.

ج- مواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والصحية، سواء أكان بشكل فردي أم مؤسسي، بحيث إن هذه المتطلبات تشكل في حصيلتها متطلبات التنظيم الإداري للاستثمار، عندما يجري الأخير في إطار مؤسسي، فالنقص في السيولة تجاه نفقات التشغيل، يؤدي إلى نتائج عكسية على جهود العاملين، وهو ما يهدد بتعطيل الطاقة الإنتاجية.

وبالتالي فإن الاستثمار الذي يستطيع تحقيق هذه الأهداف، هو ما نطلق عليه بالاستثمار الناجح والذي عمل على تحقيق (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 25):

- 1- الحفاظ على قيمة الاستثمار الأصلية في حالة التضخم أي (انخفاض القوة الشرائية للنقود).
- 2- تحقيق دخل مستمر وريع استثماري، بحيث إن مجموع العوائد يزيد عن المصروفات المتأتية من عملية الاستثمار.
- 3- مراعاة القوانين السائدة، التي تضمن عدم الوقوع في مخالفات تقلل من إيراداته، وتزيد من مصروفاته.
- 4- الحفاظ على درجة سيولة دائمة، تمكنه من الوفاء بالتزاماته شبه اليومية، وتضمن له تحقيق عوائد رأسمالية، تؤدي إلى زيادة رأس مال المستثمر.

الاستثمار المالي

يمكن تعريف الاستثمار المالي، بأنه عبارة عن عملية شراء أو بيع حصة في رأس مال شركة معينة (سهم)، أو حصة في قرض (سندات أو شهادات إيداع)، لشركة معينة مقترضة، بحيث تعطي هذه العملية لحاملها حق المطالبة بالأرباح والفوائد، والحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وعملية البيع والشراء هذه لا تتعدى أن تكون أكثر من عملية نقل لملكية هذا الأصل المالي، حيث يتخلى البائع عن ملكيته لذلك الأصل مقابل حصوله على أصل آخر (النقود)، يتخلى عنه المشتري مع ما يرافق ذلك من فوائد وعمولات، أي بمعنى آخر، إن عملية التبادل لا تؤثر في الناتج القومي للدولة، حيث إن هذا النوع من الاستثمار، لا ينشأ عنه أي قيمة اقتصادية مضافة للناتج القومي (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 19). وهذا يعني أن الاستثمار المالي هو ذلك الاستثمار، الذي لا ينتج عنه زيادة حقيقية في إنتاج السلع والخدمات، وإنما يتم من خلال نقل ملكية وسائل الإنتاج والأموال المستثمرة، من مستثمر لآخر مما يعمل على تحقيق إيرادات، ووفورات مالية.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن عملية إصدار الأسهم والسندات الجديدة، قد تعد للوهلة الأولى استثماراً مالياً، ولكنها تحمل في ثناياها استثماراً حقيقياً، لأن الأموال التي ستحصل إليها الشركة من هذه الإصدارات، سوف تستعمل في شراء أصول حقيقية جديدة مثل الآلات، وهذه الأخيرة، تساهم في خلق منافع اقتصادية جديدة، إما على شكل سلع أو خدمات (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 40).

ومما سبق نلاحظ أن الأصول المالية، لا تستعمل بشكل مباشر في إنتاج سلع الخدمات، ولكنها تعمل على توفير الأصول الحقيقية، من خلال توفير الأموال اللازمة لشرائها، وعليه فإن هناك اختلافات ما بين الاستثمار في الأصول المالية، والاستثمار في الأصول الحقيقية، مثل وجود أسواق متطورة للتعامل بالأصول المالية، إضافة إلى التجانس الكبير في وحداتها، وهي لا تحتاج إلى مصاريف نقل وتخزين، لعدم وجود كيان مادي ملموس لها، وأما فيما يتعلق بصفة الأمان، فإن الاستثمار في الأصول المالية يتصف بدرجات عالية من المخاطرة، بسبب تذبذب الأسعار (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 41).

الفرق بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة

يستعمل مفهوم المقامرة (Gambling) للتمييز بين الاستثمار، والمضاربة، فالمقامرة تعد مراهنة على دخل غير مؤكد، فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة في تحمل درجة عالية جداً من عدم التأكد من النتائج (أي درجات عالية جداً من المخاطرة)، سعياً وراء الربح، فإنه يتحول عندئذ إلى مقامر (Gambler) (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 14).

أما المضاربة (Speculation) فتتضمن أن يكون الشخص مستعداً لتحمل درجة عالية نوعاً ما من المخاطرة، ولكن بشكل مدروس، أملاً في تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة، تنتج عن التقلبات المتوقعة في أسعار الأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها، وهذا الشخص يطلق عليه مضارباً (Speculator) (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 14).

وعليه فإن المضارب يركز على الأدوات المالية قصيرة الأجل، لتحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية، في أقصر فترة زمنية ممكنة.

أما الاستثمار، فيتطلب استعداد الشخص لتحمل درجة معقولة من المخاطرة، أملاً في الحصول على ربح ملائم، يتلاءم مع درجة المخاطرة التي يتحملها، وهذا العائد يتمثل في صورة أرباح إيرادية مستمرة، تمثل أرباح الأسهم والسندات التي تكون غالباً طويلة الأجل، وهذا الشخص يطلق عليه مستثمراً (Investor) (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 14).

وبناء عليه فإن المضاربة تأتي في الوسط بين المقامرة والاستثمار، فالمضارب هو مستثمر، ولكن إذا كان قبوله للمخاطر يتعدى الحدود المعقولة للاستثمار، يدخله ذلك في نطاق المقامرة، إلا إذا كان مضارباً محترفاً، يبني معاملاته على تنبؤات محسوبة، بعكس المقامر الذي يبني معاملاته على ضربة حظ.

تعريف المحفظة الاستثمارية The Portfolio

كما ذكرنا أن الاستثمار يقوم على أسس علمية مدروسة وقواعد محددة عادة، وبمعنى أن القرارات الاستثمارية يتم وضعها وفق مناهج معينة، بالاعتماد على دراسات لجدوى المشروع، بحيث ترتفع كفاءة التنبؤات، وعليه تضمن هذه القرارات أعلى حالات الوضوح والتأكد من بين البدائل المتاحة، تتحقق معها أدنى التكاليف الفرصية، وأقل المخاطر، وكما لاحظنا أن هذه القرارات تخضع لمتابعة دقيقة، يمكن أن تجرى من قبل المستثمرين أنفسهم، أو مديري محافظهم الاستثمارية، أو من قبل الجهات المختصة بعملية الرقابة، وعليه فإن الاستثمار يبحث عادة عن، ضمان عوائد تتسم بتدفقات نقدية مستمرة، على افتراض أن الاستثمار يجري في ظروف واضحة ومستقرة، بحيث تضمن هذه العوائد تجاوز القيم الحقيقية للتكاليف أو الخسائر الناجمة عن استهلاك رأس المال، أو التقدم التكنولوجي أو تكاليف الفرص البديلة.

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية بأنها، "أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية، والمالية التي يستثمر بها المستثمر أمواله، مأخوذة كوحدة واحدة، شريطة أن يكون هدف المستثمر من تكوينها (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 30):

1- تقليل مخاطر الاستثمار، عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها.

2- تنمية قيمتها السوقية لتحقيق أرباح رأسمالية، إلى جانب الأرباح الإيرادية التي قد يحصل عليها، من جراء احتفاظه بتلك الأصول الحقيقية والمالية.

كما يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية بأنها "توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية، مثل الأسهم، والسندات، والمشتقات، والودائع، والقبولات، والأدونات، والأوراق التجارية، وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات، والمعادن النفيسة، والمنتجات الفنية، وكل ما لا يوجه للانتفاع الترفيهي، أو للاستهلاك المظهري، بل يكرس للأغراض الاستثمارية، وتحقيق الأرباح، وتقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة، تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية، في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافر فيه الفرص المربحة" (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 222).

ومن التعريف السابق، نستطيع أن ندرك أن فاعلية المحفظة الاستثمارية تعتمد على ثلاثة

عوامل رئيسية هي:

أ. توليفة متنوعة من الأدوات التي تتسم بجوداها الاقتصادية المرتفعة نسبياً.

ب. إدارة تتميز بكفاءة أداء عالية.

ج. مناخ استثماري، يتصف بالاستقرار العام ووجود فرص متعددة.

تكوين المحفظة الاستثمارية

من مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى، نستطيع إدراك أنها تلك المحفظة التي تحقق لصاحبها أكبر عائد ممكن، بأدنى حد ممكن من المخاطرة، وبالتالي فإن القرار المصاحب لتكوين المحفظة الاستثمارية، قرار يتعلق بتحديد نسب أو أوزان العناصر التي ستدخل في تكوين هذه المحفظة، وهذا ما يطلق عليه قرار المزج الذي ينص على تحديد (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 76):

1- نوع الأصول، أو العناصر، التي ستدخل في تركيب المحفظة.

2- أوزان هذه الأصول، أي نسبة كل منها إلى مجموع المحفظة.

وإن مثل هذا القرار يتم اتخاذه على مستويين (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 76):

- مستوى المحفظة الاستثمارية، باعتبارها وحدة واحدة، وعن طريقه يتحدد مجال الاستثمار الذي يتم الاستثمار به، وتحدد بموجبه نسبة تجزئة المحفظة بين الاستثمار في الأصول الحقيقية، والاستثمار في الأصول المالية.
- مستوى مجالات الاستثمار، وعليه يتم تحديد الأدوات الاستثمارية الخاصة بكل مجال استثماري، ونسبة مساهمة كل أداة من هذه الأدوات في هذا المجال.

وهناك سياسات متعارف عليها بين المديرين الحاليين، أو الأشخاص الذي يقومون بتكوين هذه المحافظ وإدارتها، ومن المعلوم بأن السياسة التي يتبعها مدير المحفظة، هي التي تحدد تشكيلة الأصول التي تحتويها هذه المحفظة، وإليك أهم هذه السياسات:

أ- سياسة المخاطرة والسياسية الهجومية Aggressive

من الملاحظ في هذا النوع من المحافظ، أن الأسهم العادية تأخذ وزناً كبيراً في تشكيلة الأصول المكونة لهذه المحفظة، حيث إن (المضاربين) الذين يتبنون مثل هذا النوع من السياسة، يفضلون الحصول على عائد أكبر، دون إبداء ذلك الاهتمام الكبير بعنصر الأمان (المخاطرة)، وبالتالي ينصب جهدهم على جني الأرباح الرأسمالية، بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 80).

ب- السياسة المتحفظة أو الدفاعية Defensive

إن المحافظ الاستثمارية التي تبني بناء على مثل هذا النمط من السياسة، يغلب عليه أن يحتوي على أدوات استثمارية تمتاز بدخلها الثابت، كأذونات الخزينة، والأسهم الممتازة، (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 80)، حيث إن متبني مثل هذا النوع (المستثمرين)، يفضلون الحصول على عائد أقل، بسبب تحفظهم الشديد تجاه عقد المخاطرة، أي أنهم يعطون الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب العائد.

ج- السياسة المتوازنة (الهجومية- الدفاعية) **Balanced**

تعد هذه السياسية وسطاً بين النمطين السابقين، ويتبنى مثل هذا النوع المستثمرون الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم الاستثمارية الذي يضمن لهم تحقيق عوائد معقولة يصاحبها مستويات معقولة ومقبولة من المخاطرة (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 80)، وهذا يدفعهم إلى توزيع رأس مال المحفظة بين الأدوات الاستثمارية المختلفة، بشكل يحقق لهم الحصول على عائد متدنٍ، من الدخل الثابت، مع فرصة تحقيق أرباح راسمالية.

أنواع المحافظ الاستثمارية

إن إدارة المحافظ الاستثمارية عملية شاقة ومعقدة، ولكن في البداية وقبل البدء في إدارتها، يجب علينا وضع الأهداف الرئيسية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها، ومن ثم مراعاة أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة، من حيث الكم والنوع والوقت والمكان، وتجدر الإشارة هنا إلى أن أهداف الاستثمار، تختلف باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر، بالإضافة إلى عمره، ووجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى، إضافة إلى بعض العوامل التي تحدد متطلباته، والمحافظ الاستثمارية أربعة أنواع هي:

1- محفظة الدخل **Income Portfolio**

إن هذه المحفظة تمتاز بأن الأدوات المالية المكونة لها، تكون عادة من السندات الحكومية، أو من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، وعدم تذبذب التوزيعات النقدية للأرباح، ولهذا فإن غالبية الذين يفضلون هذا النوع من المحافظ،

إما أن يكونوا من صغار المستثمرين، الذي يشكل الدخل من هذه الأوراق المالية الجزء الأكبر من دخلهم، أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة، حتى لو كانت عوائد المحفظة أكبر (حسني خريوش، عبد المعطي رشيد، محفوظ جودة، 1999، ص 58). وبالتالي فإن هذه المحفظة، تركز على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً منخفضاً، سواء أكان مصدر هذه الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم، أم الفوائد التي تدفع لحملة السندات.

2- محفظة النمو Growth Portfolio

هذا النوع من المحافظ الاستثمارية، يركز أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً في مبيعاتها، وبالتالي في إيراداتها على مر السنين، وبالتالي فإن المستثمر هنا وبناء على مفهوم النمو، يقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يكون فيها، معدل النمو في إيراداتها أكبر من متوسط معدل النمو في الشركات الأخرى في معظم السنوات (Gordon Alexander, William)
437. (Sharpe, and Jeffery Bailey, 1993, p. 437). وبالتالي نلاحظ أن هذا النوع من المحافظ، يركز على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية، تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، مع العلم أن التوزيعات النقدية للأرباح ليست كبيرة، حيث إن مثل هذا النوع من الشركات يلجأ إلى رسملة الاحتياطيات من أجل استخدامها في عملياتها المختلفة، وتجدر الإشارة هنا إلى أن المستثمرين هنا همهم زيادة معدل نمو الشركة وليس التوزيعات النقدية للأرباح (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 59).

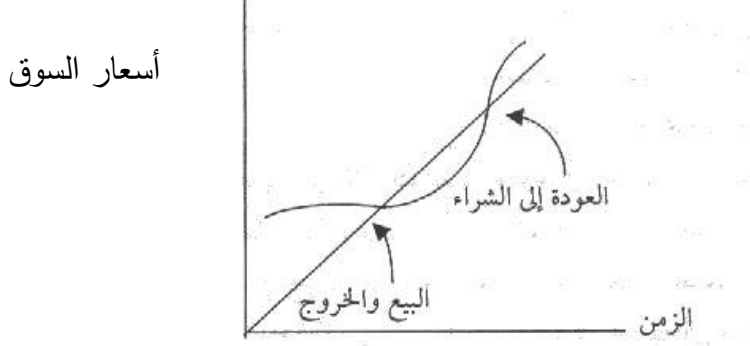
3- المحفظة المختلطة Growth Income Portfolio

بناء على مصطلح المحفظة المختلطة، نستطيع أن نستخلص أن هذا النوع من المحافظ يقوم على مبدأ تنويع الاستثمار، ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 59). وهذا يعني أنها تجمع بين النوعين السابقين من حيث تركيزها على التوزيعات النقدية للأرباح، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها، وعلى أية حال تهدف المحفظة إلى تحقيق عائد أكبر من متوسط العائد السائد في السوق، دون تجاوز المتوسط العام للمخاطر السائد في السوق.

ولتحقيق هذا التناغم في تشكيلة الأدوات يجب بناء استراتيجية تضمن (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 229):

- تكامل تشكيلة المحفظة، عن طريق إعداد ملخص لظروف السوق المالية وأهداف المستثمر وميوله تجاه العائد والمخاطرة، إضافة لحالته الضريبية والتزاماته المالية، ومن ثم اختيار أفضل مجموعة من الأدوات حسب الربحية المتوقعة، واتجاهات الأدوات ودرجة حساسيتها تجاه تقلبات السوق.
- مقارنة الاتجاه الفعلي للمحفظة، مع التوقعات الأساسية للمديرين.

- وضع توقعات دقيقة لتسويق الموجودات الاستثمارية، حيث إن من الضروري الخروج قبل وقت الهبوط، والعودة بوقت مبكر قبل صعود الأسعار.



التوقيت الدقيق لتسويق الموجودات الاستثمارية

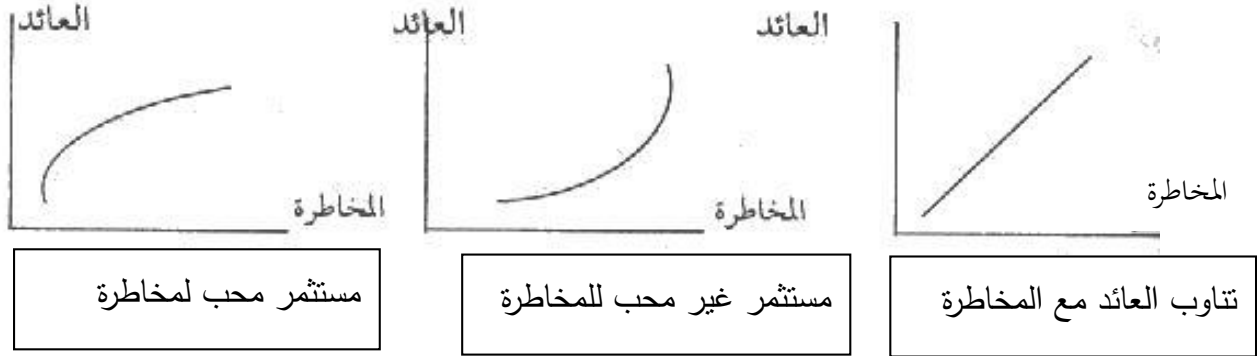
الشكل (5)

المصدر: هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 230.

4- المحفظة المتوازنة **Balanced Portfolio**

وهي تشبه إلى حد كبير المحفظة المختلطة، من حيث مبدأ تنويع الاستثمارات في المحافظ الاستثمارية، حيث تتكون هذه المحفظة عادة من الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات، ومبدأ التنويع كما ذكرنا لتحقيق الأرباح الرأسمالية، وكذلك توزيعات نقدية من أرباح الأسهم، وفوائد السندات (Russell, Fuller, and James Farrell, Jr., 1987, p. 563)، وبالتالي تحقيق المحافظة على رأس المال المستثمر، وعليه نلاحظ أنها تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات،

من خلال ربط التوازن القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السبولة، والطويل الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه المستمرة للعوائد، وهذا ما يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 228).



الشكل (6)

المصدر: هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 229

5- المحافظ المتخصصة Specialized Portfolio

ومن تسمية هذه المحفظة، نلاحظ تركيزها على التخصص في الاستثمار في أسهم شركات أو مؤسسات يتم اختيارها، بناء على عدة عوامل (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 60) كمعدل نمو أرباحها، أو معدل إنتاجيتها، أو خططها المستقبلية، مثل شركات الطيران أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة أو النفط.

وأهم ما يميز هذه المحفظة، هو عدم تلاؤمها مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية، وهو التنوع في عدة مجالات، وهذا النوع غالباً ما يظهر بحالات نادرة أو مؤقتة، ويرجع سبب ظهورها إلى (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 228):

1- عدم توافر المعلومات الكافية، حول الفرص الاستثمارية المتاحة.

2- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر.

3- كره المخاطرة، والبحث عن الأمان والشفافية في العمل.

4- اعتبار المحفظة مصدراً ثانوياً لمعيشة المستثمر وثروته بشكل عام.

5- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية أو سوقية معينة، على الاستثمار في الأوراق

المالية أو الموجودات الاستثمارية.

مما سبق نلاحظ أن هناك بدائل كثيرة أمام المستثمرين لاستغلال أموالهم، بناءً على أولويات المستثمر واحتياجاته وأهدافه، وعليه فإنه يقوم باختيار المحفظة الاستثمارية التي تتناسب مع هذه الاحتياجات والأولويات، ونتيجة لتأثر هذه المحفظة بعنصر المخاطرة، فعليه تختلف السياسة الاستثمارية التي يتبعها المستثمر في إدارة محفظته، باختلاف ميله تجاه المخاطرة وسلوكه تجاه عائد الاستثمار، فإذا كان هدفه تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة دون الاهتمام بعنصر المخاطرة، فإن محفظته سوف تتسم بالمخاطرة، وهذه المحفظة تتكون من أدوات الاستثمار ذات العوائد المرتفعة والمخاطر العالية، كالاستثمار بالأسهم العادية، ولكن إذا كان المستثمر متحفظاً تجاه المخاطرة، ولا يهتم كثيراً بتحقيق أرباح مرتفعة، فإن محفظته سوف تتسم بقلة المخاطرة التي تتكون من أدوات الاستثمار ذات العوائد المنخفضة والمخاطر القليلة، التي من أدواتها السندات الحكومية، ولكن غالبية المستثمرين يفضلون تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، التي تحقق الموازنة بين معدل العائد المتوقع ودرجة المخاطرة،

أي أنه يقوم باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى optimum portfolio من مجموعة

المحافظ التي تحقق له أحد شرطين (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 73):

1- أعلى عائد متوقع، على مستويات مختلفة من المخاطر.

2- أدنى مخاطر، على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.

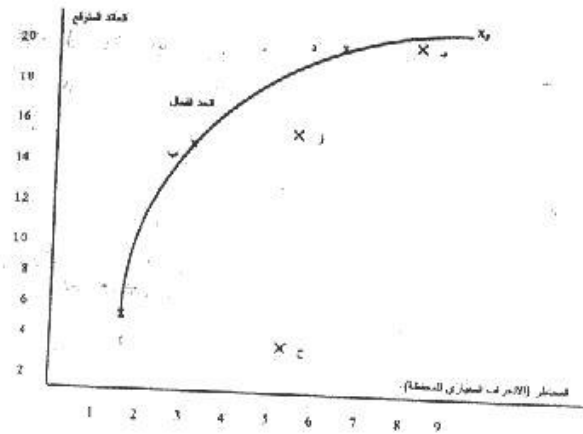
ويطلق على مجموعة المحافظ التي تقابل هذين الشرطين، المجموعة الفعالة Efficient

Set، أو الحد الفعال Efficient Frontier، ولتوضيح فكرة الحد الفعال نقوم برسم منحنى يبين

العلاقة ما بين العائد والمخاطرة يتضح فيه مجموعة المحافظ الممكن تكوينها، ودرجة المخاطر

ومقدار العائد لكل محفظة، وذلك بافتراض أن مجموعة المحافظ المتاحة أمام المستثمر تتصف

بالمخاطرة.

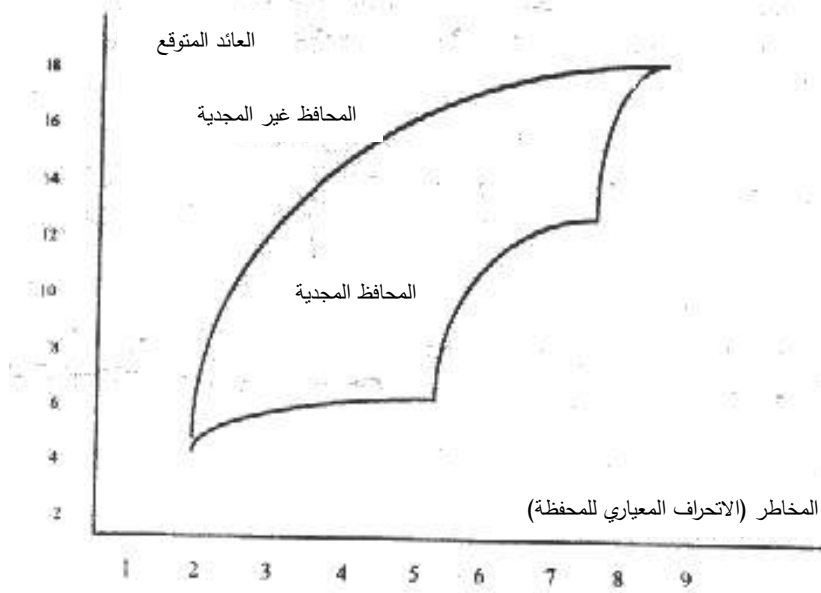


الحد الفعال

الشكل (7)

المصدر: حسني خريوش، مرجع سابق، ص 74

ونلاحظ من خلال الرسم البياني الذي يمثل مبادلة العائد بالمخاطرة، أن الحد الفعال وهو المنحنى (أ ب د و) يمثل مجموعة المحافظ، التي تمثل أفضل مقايضة بين العائد والمخاطرة. وعلى هذا المنحنى يمكن للمستثمر تحقيق أعلى عائد لمستوى معين من المخاطر، أو أقل مخاطر لمستوى معين من العوائد، والمستثمر الذي يتجنب المخاطرة، بإمكانه اختيار النقطة (أ)، بينما المستثمر الذي يفضل المخاطرة سوف يقوم باختيار النقطة (د)، أو (و)، وفي كل من هذه النقاط فإن المستثمر، سوف يحصل على أفضل مقايضة بين العائد والمخاطرة. وعلى الرغم من أننا قد بينا سبع محافظ أو نقاط على الرسم البياني السابق، إلا أنه قد يكون هنالك عدد غير محدود من هذه النقاط، حيث يبدو لنا الرسم البياني لمبادلة العائد بالمخاطرة على الشكل الآتي:



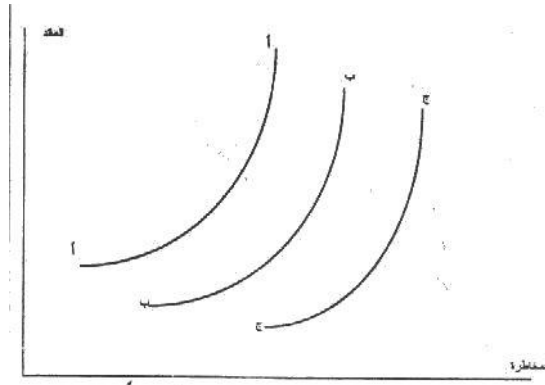
المحافظ المجدية وغير المجدية

الشكل (8)

المصدر: حسني خريوش، مرجع سابق، ص 75

بالإضافة إلى الحد الفعال يبين هذا الرسم البياني المحافظ المجدية (Feasible Sets) أي الممكن تكوينها، وكذلك المحافظ غير المجدية (Infeasible Sets)، والخطوة التالية للمستثمر حتى يصل إلى المحفظة المثلى، هي تحديد منحنيات السواء (Indifference Curves) الخاصة به، وهي المنحنيات التي تمثل تفضيلاته في مقايضة العائد بالمخاطر. وكلما كان المنحنى أشد ميلاً، فإن ذلك يعني أن المستثمر أكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية.

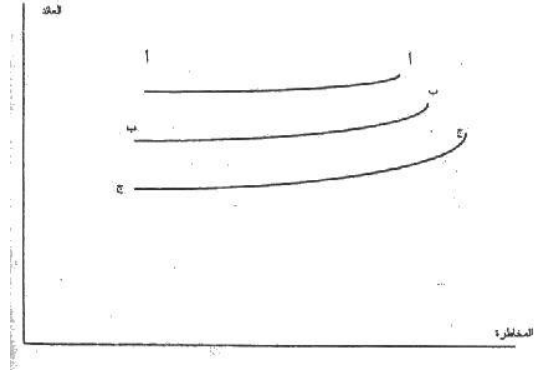
ويبين الشكل التالي منحنيات السواء بالنسبة للمستثمر الأكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية، بينما يبين الشكل الذي يليه منحنيات السواء بالنسبة للمستثمر الأقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية.



منحنيات السواء للمستثمر الأكثر تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية

الشكل (9)

المصدر: حسني خريوش، مرجع سابق، ص 76



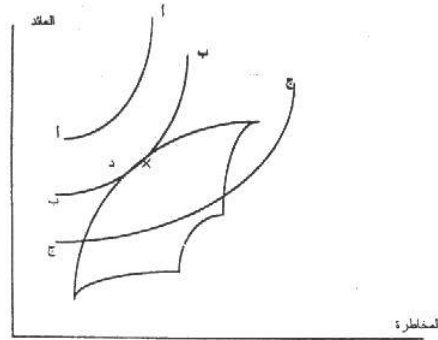
منحنيات السواء للمستثمر الأقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية

الشكل (10)

المصدر: حسني خريوش، مرجع سابق، ص 76

بعد ذلك تتحدد المحفظة المثلى للمستثمر عند نقطة تقاطع أحد منحنيات السواء، مع الحد

الفعال كما هو مبين في الشكل الآتي:



تحديد المحفظة المثلى

الشكل (11)

المصدر: حسني خريوش، مرجع سابق، ص 77.

ومن هنا نستنتج أن المحفظة المثلى للمستثمر هي في نقطة (د) التي تمثل تقاطع أحد

منحنيات السواء للمستثمر (ب ب) مع الحد الفعال.

اتخاذ القرار الاستثماري

لا يختلف القرار الاستثماري الذي يتخذه المستثمر في طبيعته، عن أي قرار آخر، بحيث إن القرار الإداري الأمثل، يمتاز باختياره للبدائل الملائم الذي يتوافق مع أهدافه واحتياجاته، من بين البدائل المتاحة، حيث إن لكل بديل عوائده وتكاليفه المتوقعة، بمعنى أن الاختلافات بين بديل وآخر قد تكون كبيرة جداً، مما ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية، فإذا كان القرار المتخذ يميل لصالح البديل الأضعف، فإنه يؤدي إلى ظهور تكاليف عالية للفرصة البديلة المضاعة، تنأتى من ظهور موارد معطلة، لا تحقق العوائد المناسبة، ومن إهمال المجال الأكثر كفاءة في تخصيص الموارد الاستثمارية أيضاً (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 48)، ولكي يتوصل المستثمر إلى اختيار هذا البديل الذي يحقق له أهدافه، فإن عليه أن يسلك الطريقة العلمية في اختياره التي تتمثل في (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 25):

1- حصر البدائل المتاحة وتحديدها.

2- تحليل هذه البدائل استثمارياً من خلال الآتي:

أ. التحليل الاقتصادي لكافة البدائل (العناصر)، من ناحية العوائد والتكاليف المتوقعتين، باستخدام كافة الطرق العلمية، إضافة إلى حساب الربحية المستهدفة، مع الاهتمام بكافة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 49).

ب. الاهتمام بالأبعاد الزمنية كافة، وذلك بغية تغطية كامل عمر الاستثمار، سواء أكان ذلك خلال الفترة السابقة لسداد قيمة الورقة المالية، أو فترة تشغيل الجهاز الإنتاجي، هو أيضاً لاعتبارات خاصة بتوفير السيولة، حيث إن الاستثمار طويل الأجل يحتاج إلى سيولة أقل، غير أن الاستثمار قصير الأجل قد يلزمه سيولة أيضاً، لسداد بعض الضرائب العالية المتوقعة، وكذلك لمواجهة متطلبات تشغيل النشاط الاستثماري، والوفاء بالالتزامات المالية المختلفة (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 49).

ج. احتساب كافة المخاطر الاستثمارية المتوقعة، من خلال التحليل الكمي بمختلف الأساليب الرياضية والإحصائية والقياسية، علماً بأن المستثمر لا بد أن يقبل بمبدأ القبول بهامش المخاطرة، على أن يقابل هذا الهامش عوائد كافية، لمواجهة أي أزمة قد تصيب النشاط الاقتصادي (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 49).

د. توقع مقدار الربحية الخاصة بكل بديل، حيث إنها ضرورية لاستمرارية العملية الاستثمارية، حيث إن الحفاظ على الأصول الرأسمالية، ومدى القدرة على تعظيم العوائد الصافية، مرتبطة باستمرارية النشاط الاقتصادي (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 50).

3- المقارنة بين البدائل المتاحة، في ضوء نتائج التحليل الاستثماري.

4- اختيار البديل الملائم، حسب المعايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته.

فعد ربة المسمم بقممه فف عملفة الاسممار؁ وكموفن الممفظة الاسممارفة اللف ممقق له أهءافه واحمفامافه اللف ممضمف له ممقق هءه الأهءاف؁ مم ما فمءافق مم موفله ممافه الممافرة؁ ومسلوكه ممافه العائف؁ ومب علفه الالمزام بالمعامفر والأسس العلمفة؁ اللف ممضمف ممقق هءه الأهءاف؁ فعملفة امممار البففل الاسممارف المماسب لفسم بالمعملفة السهله؁ لما فمربم علفها مم نماءم فف المسممبل القرفب أو البعمب.

فبعء مءفبب البءائل الاسممارفة الممافه نمف عء عملفة ممفل هءه البءائل أفها أفضل للمسممار؁ أفها ممممنا مم ممقق أهءافنا بمشكل أفضل؁ فم المقصوء بممفل البءائل اسممارفام؟ ممموم ممالمم ممفل الاسممارم ومعمب ومممف ممسمفها إلى مممومم (مفام ممضان؁ ممم ماسبق؁ ص 25):

أ- ممفل العوامل الءالمفة : وهف ما نمصء به موفل واممافم المسممرفم؁ سوام أكانوا أفراءم أم شمكمم؁ بممف ممعب رعبام المسممرفم ءورام كمببرام فف مءفبب ماممبمها؁ ممف إن موفل المسممار؁ هو اللف مءبب البففل الاسممارف؁ اللف فمءافق مم رعبامه بءافه ممم:

1- ممقق عوامء ملائمة.

2- ممقق ءملم مابم ومممزم مالم.

3- ممان سلامه رأس مال المسممار.

4- ممقق مرمز اممكارف فف السوم.

5- ممففم مام الممافر عن ممرف ممموم الاسممارم

6- المحافظة على القوى الشرائية للأموال المستثمرة.

7- تحقيق مستودع سيولة ملائم عن طريق الاستثمار في الأصول المالية شديدة السيولة.

ب- تحليل العوامل الخارجية : من أجل تحقيق ما يصبو إليه المستثمر، بناءً على ما

يتوافق مع ميوله وأهدافه، من العوامل الداخلية، يجب الأخذ بعين الاعتبار العوامل الخارجية التي

تشكل محددات رئيسية، تفرض نفسها وتؤثر في عملية السعي وراء تحقيق هذه الأهداف والميول

التي منها (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 27):

1- المخاطرة ذات العلاقة بالأصل والأصول المراد استثمارها.

2- التضخم وتأثيره في القوة الشرائية للأموال المستثمرة.

3- الضرائب على الأرباح أو الرسوم الجمركية ووجود أو عدم وجود إعفاءات ضريبية

حسب قوانين تشجيع الاستثمارات.

4- الاستقرار الاجتماعي والأمني والسياسي.

ومهما كانت الأساليب المتبعة في وضع القرارات الاستثمارية، فإن هنالك عوامل مختلفة

تؤثر في اختيار البديل الاستثماري الأمثل، ومنها (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 51-52):

1- ضمان عائد نقدي مستقر لفترة من الزمن، يضاف إلى الدخل الاعتيادي للأسرة.

2- قابلية الأداة للتسويق، والحصول على السيولة المطلوبة عند الحاجة.

3- تنوع المحفظة الاستثمارية، بإدخال أدوات إضافية تتسم بنوع من التأكد أو ترتبط

بأدوات أخرى، تتسم بنوع من عدم التأكد وذلك لتجاوز المخاطرة.

4- تجنب العبء الضريبي وتخفيفه، من خلال اختيار البديل والوقت المناسبين لتحقيق

هذا الغرض.

5- سمعة الشركة مصدرة الأوراق المالية، من خلال مستوياتها التكنولوجية ومركزها

الائتماني.

المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار

وفي النهاية بعد أن يقوم المستثمر بعملية الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة، في

ضوء النتائج التي حصل عليها، بناء على العوامل السابقة الذكر، لا بد له من مراعاة مجموعة من

المبادئ العامة للاستثمار، وهي تعد فعالة ومؤثرة في القرار الاستثماري الذي سيتم اتخاذه، وهي:

1. مبدأ الاختيار Choice

يقوم هذا المبدأ على افتراض، أن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة

لما لديه من مدخرات، ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له، كما

يفرض أن المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار، يجب عليه الاستعانة بوسيط مالي، لديه

الخبرة في هذا المجال (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 28).

2 . مبدأ المقارنة Comparability

وهذا يعني أن تتم المقارنة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، لاختيار المناسب منها وذلك من خلال التحليل الجوهرى الأساسي لكل بديل، حيث إن بعض هذه البدائل يتطلب تحليلاً أكبر للوصول إلى البديل الأفضل من بين البدائل المتاحة تفوق تحليل العوامل الداخلية والخارجية، وهذا ما يسمى بالتحليل الجوهرى أو الأساسي، وهو يعتمد على آراء المهنيين في مجال الاستثمار (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 50)، التي تتركز عادة على (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 28):

1- معدل العائد المتوقع من البديل ومقارنته بالعائد المرغوب فيه.

2- درجة المخاطرة التي يتصف بها كل بديل.

3- تكاليف الفرصة البديلة، ويطلق على هذا النوع من التحليل (التحليل الجوهرى)، ويركز هذا النوع على أداة الاستثمار أو على الشركة التي قامت بإصدار هذا النوع من الأدوات، فكما نعلم فإن اختيار أداة معينة للاستثمار بها وترك أداة أخرى، يصاحبه كلفة يتحملها المستثمر، فقد يكون هذا الاختيار لهذا النوع من الأدوات الاستثمارية قليل أو معدوم المخاطر، بالتالي فإن العائد المترتب على هذا الاستثمار سيكون منخفضاً، بينما يستطيع المستثمر أن يحصل على عائد أكبر في حال قيامه بالاستثمار في أدوات أخرى، مع مراعاة أن حجم المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر تكون أكبر،

4- وهذا ما يسمى تكلفة الفرصة البديلة، حيث إن المستثمر عندما قام بالاستثمار بأدوات منخفضة العوائد والمخاطر، قد ضحى بعائد أعلى يستطيع الحصول عليه من أداة أخرى، مقابل تحمل نسبة أكبر من المخاطرة، وكذلك الحال بالنسبة لشراء أسهم شركة ذات ملاءة ائتمانية جيدة وعليه سعر سهمها أعلى من شركة أخرى ذات ملاءة ائتمانية أقل، وتجدر الإشارة هنا إلى أن اختيار شركة معينة دون أخرى، يعتمد على عدة عوامل مثل درجة الاقتراض، أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي تمارسه.

ومن ثم مقارنة نتائج هذا التحليل مع عملية اختيار البديل الأفضل، من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملاءمة.

3. مبدأ الملاءمة Relevance

إن المقصود بمبدأ الملاءمة هو ملاءمة البديل الاستثماري، مع رغبات وميول المستثمر، التي يتم تحديدها من خلال دخله وعمره وعمله وحالته الاجتماعية، وهذه المحددات يتم الكشف عنها من خلال التحليل الجوهري أو الأساسي ومنها (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 28):

- 1- معدل العائد على الاستثمار.
- 2- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.
- 3- مستوى السيولة، التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

كما أنه ينص على الملاءمة بين آجال عقود التأمينات في شركات التأمين باختلاف أنواعها، مع آجال الاستثمارات التي قد تم تمويلها من أموال تلك العقود، أي بمعنى آخر الملاءمة تعني التوافق الزمني، بين مدد الالتزامات ومدد الاستثمارات، وهذا يأتي من قدرة المنشأة على إيجاد التوافق بين طبيعة التزامات المنشأة، وقدرتها على اختيارها للأدوات الاستثمارية التي ستقوم باستثمار أموالها بها، كأن تقوم المنشأة باستثمار أموالها في الأراضي والأسهم، إذا كانت الالتزامات المترتبة عليها مستحقة السداد بالسعر السائد في السوق، حيث إن الأراضي والأسهم تتذبذب أسعارها مع التغير في أسعار الفائدة في السوق، وأما إذا كانت الالتزامات المترتبة على الشركة محددة بغض النظر عن تغير أسعار الفائدة عند الاستحقاق، ستقوم الشركة بالاستثمار في مجالات معينة مثل أدونات الخزينة والسندات.

4. مبدأ التنوع Diversification

وهو عبارة عن المبدأ الذي ينص على أن يقوم المستثمر بتوزيع المبلغ المخصص للاستثمار، على أصول مختلفة في النوع والجودة، وكما أسلفنا فإن المحفظة الاستثمارية قد تتكون من أصول حقيقية (كالعقارات)، أو أصول مالية (كالأسهم)، وهذه الأصول تختلف عن بعضها بعضاً، في مقدار ونسبة العوائد باختلاف أنواعها، وبالتالي نسبة المخاطر المترتبة على الاستثمار بها، ومن الأمثلة على مبدأ التنوع، قيام المستثمر بالاستثمار في سندات لا تتدرج جميعها في الحقل نفسه، فيمكن أن تكون متنوعة بين سندات حكومية، أو سندات لشركات تجارية، أو صناعية، هذا إضافة إلى التنوع في تواريخ الإستحقاق،

بحيث تضمن هذه التواريخ تدفقا نقدياً مستمراً يمكن الشركة من مقابلة التزاماتها التي ستترتب عليها.

كما أن هناك بعض الأمور المهمة التي يجب أخذها بعين الاعتبار وتمثل (أحمد صيام، مرجع سابق، ص 21-23):

1. **حدود الانكشاف:** وهي حدود لا يسمح بتجاوزها من قبل المستثمر، للتقليل من درجة المخاطر، فلا يبالغ بالاقتراب أو البيع أو الشراء من جهة معينة أو سعر معين، سواء أكانت مؤسسة أو سوقاً أو غيره.
2. **درجة التصنيف الائتماني:** وهو ما يطلق على السمعة الائتمانية والمركز المالي للشركة، مصدره الأداة المالية، فكل مؤسسة أو شركة درجة تصنيف ائتماني تتوافق مع مركزها المالي، وبالتالي يجب على المستثمر اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، التي تحقق له عائداً مقبولاً يتناسب مع مستوى المخاطرة الذي سيتعرض له، بناء على السمعة الائتمانية والمركز المالي للشركة.
3. **اختيار الزمن المناسب:** فهو يمثل الوقت المناسب للقيام بالعملية الاستثمارية، كذلك اختيار الاداة الاستثمارية المناسبة والأكثر سيولة التي تضمن بسهولة تحويلها إلى نقد في المدى القصير.

4. **الربحية** : فكما أسلفنا فإن المستثمر، يسعى إلى تحقيق عوائد مجزية نتيجة لتوظيف أمواله في العملية الاستثمارية، وهذه العوائد تمثل الربحية المتوقعة من توظيف الوحدة الواحدة من رأس المال، وهذا يعني أن الربحية تمثل العائد الفعلي الذي حصل عليه المستثمر، نتيجة لقيامه بعملية الاستثمار.

5. **الثقة والأمان** : على اعتبار أن البنية آمنة ومستقرة، فلا بد للمستثمر أن يختار أدوات استثمارية تحقق له أفضل عائد ممكن، مع أقل مستوى مقبول من المخاطرة.

إعداد استراتيجية الاستثمار

كما يتضح لنا فإن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب أسساً مختلفة يركز عليها مستقبل القرار المتخذ، وهنا يظهر دور الاستراتيجية المعتمدة في تكوين المحفظة الاستثمارية، والتي يقصد بها تحديد المجال العام للنشاط المقرر، مع بيان التأثيرات المتداخلة لهذا النشاط مع مجاله العام (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 52)، وكل ذلك اعتماداً على أسس تسهم في تحسين العملية الاستثمارية، في ظروف عدم التأكد تضمن للمستثمر أفضل عائد ممكن.

وعليه عند إعداد استراتيجية الاستثمار، يتم التركيز على الأمور التالية (هوشيار معروف،

مرجع سابق، ص 53):

1- تحديد مواصفات الاستثمار :

أ- فئات الأصول.

ب- أوزان الفئات.

ت- مجالات التخصيص.

التي تقودنا إلى الوصول إلى المزج الأمثل
للمحفظة الاستثمارية.

2- تنوع النشاط الاقتصادي، بحيث لا ينفرد في مجال واحد أو بديل واحد، لأن هذا التنوع

يساعد على ضمان استمرار التدفقات الصافية.

3- الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية، والنشاطات الاستثمارية، وخاصة المتعلقة بالالتزامات المالية

المرتتبة على هذه النشاطات، وبما يضمن منع الانكشاف المالي الذي يؤثر في درجة

التصنيف الائتماني للمستثمر، ويحمي سمعته من صدمات أو تقلبات مستقبلية، هذا مع العلم

أن مرور الوقت يؤثر في الاستثمار، ويقضي بتحويله من استثمار غير جذاب إلى آخر

جذاب.

4- التحسين الإداري الذي يتحقق من خلال الاهتمام بكافة التفاصيل الإدارية، من حيث الوظائف المختلفة والمبادئ الحديثة، وخاصة للإدارات الاستراتيجية التي تضمن تجنب مخاطر التخلف أو الفشل الإداري، عندما تتخذ قرارات خاطئة غير مدروسة، نتيجة لعدم توافر المعلومات الكافية، أو عند التعامل مع القوانين والأنظمة والتعليمات السائدة بأساليب غير مقبولة، بهدف تحقيق أرباح سريعة.

5- تعزيز الكفاءة التنافسية للمستثمر، ولمجمل نشاطاته الاستثمارية الذي يساعد على توسيع هذه النشاطات، وتحقيق حصص سوقية جديدة في الأسواق المحلية والعالمية.

6- اعتماد مصادر مؤسسية معتمدة للائتمان، والعمل على تنويع هذه المصادر، لتخفيض المخاطر إلى أقل درجة ممكنة، وهذا ما يبدو جلياً في الدول المتقدمة، حيث إن هذه الأخيرة تتيح فرصة كافية أمام المستثمرين، لتوفر مثل هذا النوع من المصادر، بينما يصعب ذلك في الدول النامية لقلة هذا النوع من المصادر وضعف إمكاناتها.

إدارة عملية استثمار المحفظة الاستثمارية

نلاحظ أن الإدارة المسؤولة عن إدارة المحفظة الاستثمارية، تحاول جاهدة الوصول إلى تحقيق وإنجاز مجموعة من المهام، والتي تمثل إدارة عملية استثمار المحفظة الاستثمارية كما يلي (هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 222-225):

1- تحديد أنواع الأصول الاستثمارية، مع بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية، وذلك بالاعتماد على عملية مسح أولي شاملة ودقيقة للأسواق المالية، والفرص الاستثمارية المتاحة في السوق.

2- بناء استراتيجية الاستثمار التي تختلف عادة من أداة استثمارية إلى أخرى، أو حسب الظروف السائدة في السوق، وفي النهاية يتم اعتماد إحدى سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية التي ذكرناها مسبقاً.

3- صياغة السياسات الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة، والخطط المختلفة بما فيها الخطط الاستراتيجية طويلة الأجل والخطط قصيرة الأجل التي تتعلق عادة بالتداول اليومي في الأوراق المالية، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه مهما كانت فترة الخطة وأهدافها، لا بد للإدارة أن تضعها في إطار علمي، بحيث يظهر ولو بشكل مبدئي بسيط العوائد المتوقعة، والتكاليف المباشرة لكل أداة يتم الاستثمار فيها، وصولاً إلى ربط الموارد الفعلية والكامنة، مع الأهداف المقررة لتحقيق أفضل استغلال لهذه الموارد. فمثلاً يستطيع المستثمر أن يقوم بدراسة المؤسسات والأسهم، والمفاضلة بينها عن طريق دراسة العوائد والمخاطر، كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نمواً في رأس المال، وتضمن دخولاً مستمرة تزيد قيمتها مع الزمن.

4- توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية، من خلال الربط ما بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة،

وذلك بالاستناد إلى تنوع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية، والعمل في ظروف تتسم بالشفافية،

فلا يتهور المستثمر في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة تجلب له الخسارة.

5- تنفيذ الخطط المرسومة مباشرة، والإشراف على عملية التوجيه التي تتضمن ترتيب

النشاطات التي تمارس من قبل الكوادر العاملة والوسطاء الماليين، وتحديد القنوات المسؤولة

عن إجراء الاتصالات، ونقل المعلومات وتنسيقها مع الأسواق المالية المحلية والدولية،

إضافة إلى أن عملية التنفيذ يجب أن تتم في الوقت المناسب، حيث يختار المستثمر الوقت

الذي يدخل فيه السوق والوقت الذي يخرج منه، فمثلاً يقوم بعملية الشراء عند انخفاض

الأسعار و البيع عند ارتفاعها، وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية.

6- تسجيل وقائع العمل بشكل يومي، وذلك لإجراء عمليات تحليل ودراسة لاكتشاف الأخطاء

لمحاولة تجنبها، ودراسة التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية، بناء على كافة النتائج المادية

الملموسة، سواء أكانت إيجابية أم سلبية لمعرفة فاعلية هذه القرارات، كأن يقوم المستثمر

بمراقبة حركة الأسهم، فيبيعهها إذا شعر أن الأسعار ستتخفض ليتجنب

الوقوع في خسائر جسيمة، عن طريق دراسة حركة السوق والأسعار معاً.

7- توفير السيولة النقدية اللازمة لمواجهة الظروف السوقية المتغيرة، ومواجهة المصاريف

الاستثمارية اللازمة لعمليتي الإدارة والاستثمار.

8- وأخيراً تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية، من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية

والمالية، وخاصة فيما يتعلق بالضرائب مثل المخالفات والغرامات المالية وغيرها.

وإذا استطاعت الإدارة تحقيق الأسس سابقة الذكر، تستطيع الوصول إلى تحقيق الأهداف

المنشودة من محفظتها الاستثمارية التي تتمثل في:

1. الحفاظ على رأس المال الأصلي من الاندثار.

2. الحفاظ على مستوى دخل مستمر.

3. الحفاظ على عوائد وأرباح، من خلال السياسة الهجومية.

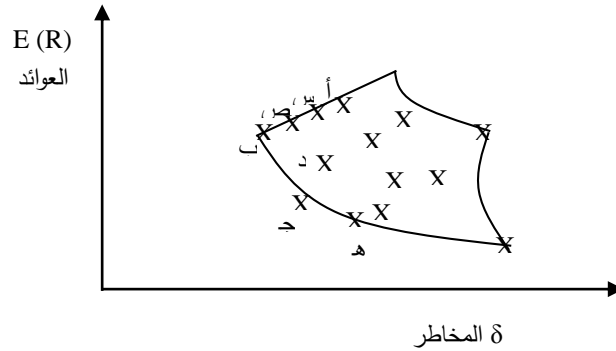
4. تنويع الاستثمارات، لتحقيق أفضل العوائد بأقل المخاطر.

5. ضمان تسييل الأوراق المالية عند الحاجة.

6. الإبقاء على مركز مالي سليم بعيد عن التقلبات

اختيار المحفظة الملائمة بيانياً

لقد بات من المعلوم لدينا أن المحفظة الاستثمارية تتكون من خليط من الأدوات الاستثمارية التي تختلف من حيث مقدار المخاطرة التي يواجهها المستثمر نتيجة الاستثمار بها، وحجم العائد الذي يحصل عليه هذا المستثمر، وهذه الاختلافات تشكل في حصيلتها مقدار المخاطر والعوائد الكلية لهذه المحفظة، ومما سبق فإن المستثمر الرشيد، هو الذي يستطيع أن يختار أفضل محفظة استثمارية، تضمن له أفضل العوائد بأقل مقدار من المخاطرة، ولتسهيل عملية الاختيار هذه، يمكن حصر المحافظ الملائمة ومن ثم الاختيار من بينها، وعملية حصر المحافظ الملائمة تكون عن طريق الرسم البياني، حيث توضع على شكل نقاط تمثل المحافظ المختلفة، فيتشكل عندئذ شكل يشبه قشرة البيض الممسوحة (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 78)، كما يلي:



الشكل (12)

المصدر: زياد رمضان، مرجع سابق، ص 78

وبالنظر إلى الشكل السابق نستطيع أن نلاحظ ما يلي:

1- يسمى الخط الواصل ما بين النقاط أ ب ج هـ (Efficient Frontier Line)

2- يستطيع المستثمر أن يقوم باختيار المحافظ الواقعة على (Efficient Frontier Line)

كما يشاء، مع مراعاة مقدار المخاطر المترتبة على المحفظة المختارة، فمثلاً المحفظة (د)

أفضل من (ج)، لأنها تقع على مستوى المخاطر نفسه، ولكن عوائدها أكبر، وبالمنطق نفسه

فإن المحفظة (أ) أفضل من (د)، وعليه فإنها أفضل من (ج)، في حين أن المحفظة (ب)

أفضل من (د)، لأنها تحقق العائد نفسه ولكن مخاطرها أقل، وهي كذلك أفضل من (ج)

لأنها تحقق عائداً أكبر بمخاطر أقل.

3- بالنظر إلى المحفظة (أ) والمحفظة (ب)، نلاحظ أن المحفظة (أ) عائدها أكبر، ولكن

مخاطرها أكبر أيضاً، وعليه فإن الاختيار ما بين هاتين المحافظتين يتم بناء على شخصية

المستثمر، ومدى المخاطر التي يتقبلها، فمثلاً الشخص الهيباب من المخاطر الذي يفضل

أقل مستوى من المخاطر حتى لو انخفض العائد، يختار المحفظة (ب) لأنها تحقق له ميوله

تجاه العائد وسلوكه تجاه المخاطرة، والعكس صحيح.

مفهوم المخاطرة

يمكن تعريف المخاطرة بأنها عدم انتظام العوائد "Variability of Returns"، (Jack

Clark Francis, 1991, p.12)، فالتذبذب الذي يؤدي إلى التغير في قيمة العوائد، أو في نسبتها إلى

رأس مال المستثمر، هو بحصيلته الذي يشكل عنصر المخاطرة، والسبب في هذا التذبذب يعود إلى

حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية،

فمثلاً الاستثمار الذي يحتمل أن يعطي عائداً نسبته (20%) إذا استمرت الظروف الاقتصادية الجيدة، ويحتمل في الوقت نفسه أن يحقق خسارة بنسبة (15%) مثلاً في ظل ظروف اقتصادية غير جيدة، يقال أو يوصف بأنه استثمار محفوف بالمخاطر، (Geoffrey Hirt. And Stanley Block, 1993, P. 14)، وبالتالي فإن المخاطرة المتعلقة بأي استثمار، تعود إلى ظروف عدم التأكد الخاصة بنتائج هذا الاستثمار، وأن هذا ما ذكرناه مسبقاً بأن كل مستثمر يكون المحفظة الاستثمارية الخاصة به بناء على احتياجاته وأهدافه، وبالتالي فإنه يختار ما يتناسب مع هذه الأهداف والاحتياجات، وبالتالي فإن ميوله تجاه المخاطرة وسلوكه تجاه العائد، يلعب الدور الأساسي في تحديد نوع محفظته الاستثمارية، أي أن المستثمر العادي يسعى إلى تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر، يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره، فالمستثمر المغامر يكون على استعداد لقبول درجة أعلى من المخاطر في أي مشروع من المستثمر المتحفظ، والمستثمر صغير السن يكون لديه استعداد لتحمل درجة أعلى من المخاطر، لأنه يدرك أن بإمكانه وبحكم سنه تعويض أي خسائر إن تحققت، وبالتالي نصل إلى أن "التغير في مستوى المخاطر التي تتطوي عليها استثمارات قائمة أو جديدة، يؤدي إلى رفض المستثمرين قبول هذه المخاطر ما لم يترتب على ذلك زيادة ملائمة في معدل العائد المتوقع" (منير هندي، 1991، ص 397).

ومن هنا نجد أن المستثمر الذي يكون متحفظاً تجاه المخاطرة، ولا يهتم بتحقيق أرباح مرتفعة، فإن محفظته سوف تتسم بقلة المخاطرة، وهذا النوع يفضل عدم الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المرتفعة، ويفضلون الالتزام بجانب السلامة والحيطة والحذر،

فيبحثون عن مشاريع ذات مخاطر أقل حتى ولو كانت عوائدها أقل وتكون محفظته مشتملة في الغالب على السندات الحكومية، أو السندات المكفولة من الحكومة التي تتصف بأنها أقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم، حيث تعطي السندات فائدة ثابتة محددة يكون تذبذب أسعارها في حدود ضيقة.

وأما إذا كان هدفه تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة دون الاهتمام بعنصر المخاطرة، وهو ما يطلق عليه المستثمر المغامر، فإن هذه المحفظة في الغالب تتكون من الأسهم العادية، حيث إن التوزيعات النقدية للأرباح تتذبذب من شركة لأخرى، ومن سنة لأخرى، ويكون تذبذب أسعارها بشكل أكبر نسبياً بالمقارنة مع السندات.

ومن هنا نصل إلى أن المستثمر عندما يتخذ القرار الاستثماري، فإنه يجري مبادلة ما بين العائد والمخاطرة الأعلى، فقد يتحمل درجة أعلى من المخاطر إذا كان الاستثمار ذا المخاطر الأعلى، يحمل في طياته احتمال الحصول على عائد أكبر، والعكس صحيح (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 42).

ويمكن تعريف المخاطرة "بأنها ظاهرة ملازمة للاستثمار، ولا ينفى وجودها إلا أن يكون احتمال حدوث التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار من حيث حجمها وزمن حدوثها يساوي واحداً صحيحاً، وهذا يعني أنها مؤكدة، بمعنى أنه كلما زاد عدم التأكد من الحصول على عائد الاستثمار، أو من حجمه، أو من زمن الحصول عليه، كان الاستثمار أكثر خطورة والعكس صحيح (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 22)،

فمثلاً كلما زاد عدم تأكد المستثمر في أصل ما أو مشروع ما من تحقيق تدفق نقدي (عائد) أو ثباته عند مستوى معين، زادت المخاطرة، في حين أنه كلما زاد تأكد هذا المستثمر من حصوله على العائد، قلت المخاطرة في هذا الاستثمار.

ولهذا تتفاوت مجالات الاستثمار وأدواته من حيث درجة المخاطرة التي تلازمها، وكذلك يتفاوت المستثمرون في مدى استعدادهم لتحمل هذه المخاطرة، وبالتالي يلجأ هؤلاء المستثمرون للتوزيع في استثماراتهم من أجل تخفيف درجة المخاطرة التي يستطيعون أن يتقبلوها، وتجدر الإشارة هنا إلى أن هناك طرقاً متعددة لقياس المخاطرة في الاستثمار وحساب درجة مخاطرة كل أداة من أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة الاستثمارية، وتعد هذه الطرق من الطرق الجيدة والناجحة في قياسها، نذكر منها مقاييس التشتت ومن أهمها الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، وكذلك هناك ما يسمى معامل بيتا، ولكل نوع منها طريقة مختلفة في حساب وقياس درجة المخاطرة (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 23).

ومن المعلوم أن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند قيامه بعملية الاستثمار، تنقسم إلى عدة أنواع:

1- المخاطر النظامية Systematic Risks

وهي عبارة عن المخاطر التي تظهر وتواجه نظام السوق ككل نتيجة لحدوث حالة اقتصادية أو سياسية أو بيئية معينة، أي أنها تتأثر بالظروف الاقتصادية والسياسية والبيئية، مثل حالات الكساد أو الازدهار الاقتصادي والكوارث البيئية أو الأزمات السياسية كالحروب،

وهذه الحالات أو الظروف تؤثر سلباً أو إيجاباً فس أسعار أصول المحفظة الاستثمارية، (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 43) وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه الحالات، قد لا تؤثر بنسب متساوية في كافة أدوات الاستثمار، أي أنها قد تؤثر في أداة معينة، ولا تؤثر في أداة أخرى ولكن في النهاية فهي تؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار، وهذه المخاطر تتكون من:

أ- مخاطر أسعار الفائدة Interest Rate Risk

أن التغير في سعر الفائدة من العوامل الهامة والمؤثرة بشكل رئيسي في عملية الاستثمار المالي، لما لها من تأثير معاكس في أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فأى ارتفاع لسعر الفائدة سوف يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، ويرجع السبب إلى أن المستثمر العادي سوف يفضل بيع هذه الأوراق المالية التي يمتلكها، ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك وبالتالي الحصول على عائد أعلى (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 43).

ومن الجدير بالذكر أن درجة تأثير ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، تختلف من أداة استثمارية إلى أخرى، حسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية، ومن هنا فإن التغير الحاصل في سعر الفائدة في السوق، سوف يكون له الأثر الأكبر على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل، بشكل أكبر من تأثيرها في أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل (Thomas Simpson, 1987, p. 145).

ب- مخاطر انخفاض القوة الشرائية Purchasing Power Risk

ويرتبط هذا النوع من المخاطر بالتغير في معدلات التضخم، أو ما يطلق عليه القوة الشرائية للنقود، حيث إنه من المعروف أن القوة الشرائية التي يتم الاستثمار بها اليوم، تختلف عن القوة الشرائية للكمية نفسها من النقود بعد فترة زمنية معينة، فيما لو ارتفعت أو انخفضت معدلات التضخم (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 44).

وعادة ما يكون المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار، يختلف عن المعدل الاسمي في حالة وجود ارتفاع أو انخفاض في معدلات التضخم، ومن الملاحظ أن الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً، أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن هذا يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار، عن المعدل الاسمي لهذا العائد الذي تم تحديده بنسبة معينة مسبقاً (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 44).

ولحساب المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار، نطبق المعادلة (حسني خريوش، مرجع

سابق، ص 45):

$$ق = \frac{1 + ي}{1 + ث}$$

حيث ق = المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار.

ي= المعدل الاسمي للعائد على الاستثمار .

ث= معدل التضخم .

فإذا كان (ي) لاستثمار معين = 12% بينما (ث) في تلك السنة=8%

يتضمن أن (ق) = $0.037 = 1 - [(0.08 + 1) / (0.12 + 1)]$ = 3.7%

ج- مخاطر السوق Market Risk

من الملاحظ بشكل كبير أن أسعار الأوراق المالية في السوق، دائماً في حالة صعود وهبوط ولا تستقر عند مستوى محدد، وهذا التذبذب في الأسعار يحمل في طياته مخاطر محددة، يكون مصدرها حالة عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل، فقد يتعرض السوق إلى فترات هبوط أو ارتفاع للأسعار يستمر لأسابيع أو لأشهر أو ربما سنوات، حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة، إضافة إلى تأثرها بالعوامل النفسية في السوق، مثل الولاء لأسهم شركة معينة أو الاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، وقد يؤول السبب إلى اتخاذ قرار الشراء بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 46).

ويتحدد سعر السهم في السوق عادة بقوة العرض والطلب، أو يتوقف على أعلى سعر يرغب المستثمرون في دفعه كقيمة للسهم، وعلى أرخص سعر يكون البائعون على استعداد بقبوله ثمناً للسهم (مختار بلول، 1992، ص 103).

د- مخاطر قانونية واجتماعية

حيث إن كثيراً من الدول تلجأ إلى عملية تأمين المشاريع، وعملية التأمين هذه تؤثر في مصلحة المستثمر، كما أن لبعض العادات والقوانين السائدة في كثير من الدول، كطبيعة الاستهلاك والميول والرغبات وأذواق الناس لها دورها كذلك.

وهذه المخاطر النظامية باختلاف أنواعها لها خصائص معينة تميزها عن غيرها، مثل

(زياد رمضان، مرجع سابق، ص 333):

1- لا يقتصر تأثيرها في شركة معينة أو قطاع معين.

2- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

3- ترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والبيئية، مثل حالات الكساد أو

الازدهار الاقتصادي أو الكوارث البيئية والأزمات السياسية كالحروب، وهذه الظروف

تؤثر سلباً أو إيجاباً في أسعار أصول المحفظة الاستثمارية.

ومن الجدير بالذكر أن الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر المنتظمة، هي تلك

الشركات التي تنتج سلعاً صناعيةً أساسية، كصناعة السكك الحديدية وصناعة الأدوات، وكذلك

الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية مثل شركات الطيران، أي أن مبيعات هذه الشركات تعتمد

وتتأثر بشكل رئيسي بمستوى النشاط الاقتصادي، وكذلك نشاط سوق الأوراق المالية، أي أن

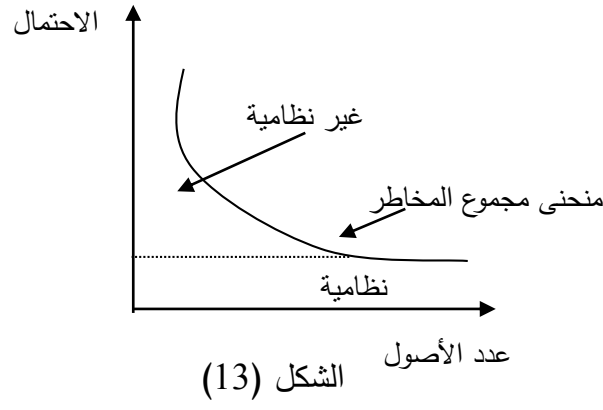
حساسيتها تتأثر بشكل كبير للتغيرات التي تطرأ على السوق (زياد رمضان، مرجع سابق، ص

333).

2- المخاطر غير النظامية Non Systematic Risks or Company Risk

وهي عبارة عن المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين، (ولهذا يمكن تسميتها بمخاطر الشركة أو مخاطر العمل Business Risk) (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 334)، حيث إن سبب ظهورها ناتج عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها، والأخيرة تؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار بهذه الشركة، وهذه العوامل تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة معينة (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 334):

- 1- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة، أو القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.
- 2- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.
- 3- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة، والحملات الإعلانية من المنافسين.
- 4- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة.
- 5- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.



المصدر: زياد رمضان، مرجع سابق، ص 334

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير النظامية، تكون في الغالب من الشركات التي تنتج سلعاً استهلاكية غير معمرة، مثل شركات المشروبات الغازية وشركات السجائر، حيث إن الشركات تعتمد بدرجة رئيسية على درجة النمو والتطوير حينها، التي تؤدي إلى ارتفاع مبيعاتها السوقية، ولا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي، أو على حالة السوق بدرجة كبيرة، وهذا يعني عدم تأثر مبيعات هذه الشركة للتغيرات التي تطرأ في السوق.

ومن الجدير بالذكر أن هناك بعض العوامل التي قد تعطي المستثمر صورة مبدئية، لمدى إمكانية تعرض شركة معينة للمخاطر غير النظامية، من هذه العوامل (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 335):

1- درجة استخدام الاقتراض في تمويل الشركة.

2- زيادة المنافسة في مجال نشاط العمل.

3- حدوث تغير أساسي في الإدارة.

4- انتهاء عقود معينة لها علاقة بالشركة.

5- اتخاذ قرارات إدارية خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة، تؤثر في آلية سير عمل الشركة (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 47).

6- عدم توافر المواد الخام اللازمة لصناعة معينة (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 47).

7- ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى وقف الطلب، أو الحد منه على المنتجات القديمة (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 47).

8- إلغاء الإعفاءات الضريبية التي كانت ممنوحة لبضائع معينة، أو زيادة الضريبة على صناعات أخرى، تؤثر في أرباح كافة الشركات التي تعمل في ذلك المجال (حسني خريوش، مرجع سابق، ص 47).

وهناك بعض الطرق التي تعد من الطرق العلمية الجيدة في مواجهة احتمال حدوث المخاطر غير النظامية، مثل تنويع الاستثمارات Diversification من حيث أدوات الاستثمار، كالأسهم والسندات والعقار، أو من حيث القطاعات الممكن الاستثمار فيها، كالاستثمار في الأسهم في قطاع البنوك أو التأمين، أو من حيث الاستثمار في أدوات محلية أو أجنبية، مع العلم أن المخاطر النظامية لا يمكن تجنبها عن طريق تنويع الاستثمارات، إذ إنها مخاطر تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة.

قياس مخاطر الاستثمار بالأوراق المالية

إن المخاطر الناتجة عن عملية الاستثمار في الأوراق المالية، إما أن تكون نظامية (مخاطر السوق)، وإما غير نظامية (مخاطر الشركة)، ونظراً لأهمية المخاطر النظامية التي تواجه السوق ككل، نجد أن هناك بعض الطرق العلمية التي من خلالها نستطيع قياس هذا النوع من المخاطر، ولعل من أبرز هذه الطرق ما يسمى معامل بيتا (Beta Co-Efficient)، كما يمكن قياسها بمقاييس التشتت التي من أكثرها استعمالاً في هذا المجال هو التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، وقد اتفق علمياً بأن التباين (The Variance)،

هو أحد أفضل المقاييس للمخاطرة، حيث إنه كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمشروع ما، دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها وعلى عدم ثباتها، وتعدد احتمالاتها وبمعنى آخر زيادة مخاطرها (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 339).

وزيادة في الثقة وخاصة إذا كانت نتائج المشاريع ذات متوسطات حسابية مختلفة، يتم اللجوء إلى مقياس آخر لا يختلف في جوهره عن التباين، هو معامل الاختلاف (Co Efficient of Variation)، حيث إنه كلما زاد معامل الاختلاف زادت المخاطرة، فالشركة التي تتقلب أسعار أسهمها في السوق أكثر يكون معامل الاختلاف عند حسابه لهذه الأسعار أكبر، وبالتالي تكون مخاطر اقتناء تلك الأسهم أكبر (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 339).

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه إذا كانت نتائج المشاريع ذات المتوسطات الحسابية متطابقة، نستطيع أن نحدد مقدار المخاطرة وعليه اختيار المشروع الأفضل، من خلال معامل التباين، حيث إن المشروع صاحب التباين الأقل يكون أقل مخاطرة، في حين إذا كانت النتائج غير متطابقة من حيث المتوسطات الحسابية، نلجأ لمعامل الاختلاف حيث إن المشروع المصاحب لمعامل اختلاف أكبر يصاحبه مخاطر أكبر، والعكس صحيح.

العوامل المؤثرة في عوائد أدوات الاستثمار المالي المختلفة

وعند إتمام عملية الاستثمار فإن عوائد هذا الاستثمار، لا بد أن تتأثر بمجموعة من العوامل التي من أهمها (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 317-324):

1- الزمن اللازم لحلول موعد الاستحقاق Time To Maturity

يحصل المستثمر في العادة على عائد استثماري أكبر، كلما تم الاستثمار بأوراق يكون الزمن اللازم لحلول موعد استحقاقها أطول، وأن هذه العلاقة ما بين العائد الاستثماري للورقة المالية، والزمن لحلول موعد الاستحقاق، يطلق عليها مصطلح هيكل أسعار الفائدة الزمني (Term Structure Of Interest Rate)، ونظراً لارتباط العائد بالمخاطرة، فإنه كلما كان العائد الاستثماري المتوقع أكبر، نتيجة لطول الزمن اللازم لحلول موعد الاستحقاق، زادت المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا الاستثمار، وخصوصاً مخاطر أسعار الفائدة، بحيث إن أسعار الأدوات المالية الطويلة الأجل، تكون حساسة أكثر من أسعار الأدوات قصيرة الأجل، نتيجة للتغير في سعر الفائدة في السوق، كما أن مصدر هذه الورقة يجب أن يدفع تكاليف أكثر، للحصول على التمويل اللازم عن طريق إصداره لمثل هذه الأوراق.

2- مخاطر الائتمان أو مخاطر عدم الوفاء Default Risk

يقصد بمخاطر الائتمان أو مخاطر عدم الوفاء، أي احتمال عدم دفع الفوائد والأقساط، أو سداد مبلغ القرض في الأوقات المحددة، وتعد أدونات الخزينة وسندات الخزينة، في أدنى قائمة الأوراق ذات مخاطر عدم الوفاء، حيث تكاد مخاطر عدم الوفاء معدومة، ويليهما الأوراق التجارية، وسندات القطاع العام.

ومن المعلوم أنه كلما ارتفعت احتمالات عدم الوفاء، زادت مخاطر عدم الوفاء، وعليه يرتفع العائد الاستثماري لهذه الورقة حتى موعد الاستحقاق، وهذه العلاقة يطلق عليها هيكل مخاطر أسعار الفائدة (The Risk Structure Of Interest Rate).

3- القابلية للتسويق Marketability

من المعلوم لدينا أن السيولة العالية للورقة المالية، (أي سهولة تسيلها أو تحويلها إلى نقد جاهز)، يؤثر كثيراً في سعرها، ويعد عاملاً مهماً في اجتذاب المستثمرين للاحتفاظ بها، وتعد أدونات الخزينة من الأوراق المالية، التي تمثل المرتبة الأولى من حيث قابليتها للتسويق، بحيث إن حامل هذه الورقة، (وهو من النوع المتحفظ تجاه المخاطرة) يحصل على عائد ثابت دون التعرض لأي نوع من المخاطر، وحتى تكتسب الورقة المالية صفة القابلية للتسويق، يجب توافر سوق ثانوي جيد حتى يتم تداول هذه الأوراق فيها.

4 . القابلية للاستدعاء Callability

إن صفة القابلية للاستدعاء، تعني جواز قيام الشركة المقترضة التي أصدرت الورقة التجارية كالسند مثلاً، باستدعاء هذه الورقة للقيام بعملية سدادها قبل حلول موعد الاستحقاق، بسعر استدعاء يتم تحديده عند إصدار الورقة.

وهذه الصفة تعد إيجابية بالنسبة للشركة المصدرة للورقة، وسلبية بالنسبة للمستثمر خصوصاً في الأوراق ذات الاستحقاق طويل الأجل.

ومن المنطقي أن يكون العائد على الورقة المالية القابلة للاستدعاء، أعلى من العائد على الورقة المالية غير القابلة للاستدعاء، في حين أن العائد على الورقة المالية القابلة للاستدعاء الفوري، أعلى من العائد على الورقة المالية التي يكون الاستدعاء فيها بعد فترة محددة، بحيث إن المستثمر يطلب مبلغاً إضافياً على القيمة الاسمية للورقة،

إذا تم استدعاؤها قبل حلول موعد استحقاقها، وهذا المبلغ يسمى علاوة الاستدعاء (Call Premium)، وبالتالي فإن سعر الاستدعاء يساوي القيمة الاسمية مضافاً إليه علاوة الاستدعاء. وينخفض سعر الاستدعاء كلما اقترب موعد حلول استحقاق الورقة المالية، من موعد استدعائها حيث إنه في موعد استحقاق الورقة المالية، يكون سعر الاستدعاء مساوياً للقيمة الاسمية للورقة المالية، بمعنى أن علاوة الاستدعاء تساوي صفراً.

5- خضوع عوائد الورقة للضرائب Taxability

كلما كانت عوائد الأوراق المالية معفاة من الضريبة، فإن هذه العوائد تكون أقل مما لو كانت هذه العوائد غير معفاة.

إذا كانت عوائد الورقة المالية معفاة من الضريبة، سيؤدي ذلك إلى انخفاض العائد بينما إذا كانت عوائد الورقة المالية غير معفاة من الضرائب، سيؤدي ذلك إلى ارتفاع عوائدها.

6- حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد Risk

إن المشروع الذي تكون مخاطره كبيرة لا بد أن تكون عوائده كبيرة أيضاً، كي تتلاءم مع مخاطره ولكي يرضى به المستثمرون، حيث إن كل مستثمر يقوم ببناء المحفظة الاستثمارية الخاصة به، بناء على ما يتناسب مع أهدافه واحتياجاته، وهذا يعني أن ميوله تجاه المخاطرة وسلوكه تجاه العائد، يلعب الدور الأساسي في تحديد نوع محفظته الاستثمارية، بمعنى أن المستثمر الذي يكون متحفظاً تجاه المخاطرة ولا يهتم بتحقيق أرباح مرتفعة، يفضل عدم الاستثمار بالمشاريع ذات العوائد المرتفعة والمخاطر المرتفعة،

ويفضل الالتزام بجانب الحيطة والحذر، فيبحث عن مشاريع ذات مخاطر أقل حتى ولو كانت عوائدها أقل، وتكون محفظته تشمل في الغالب على السندات الحكومية، وأما إذا كان المستثمر ممن يفضلون الحصول على عوائد أكبر، فإن محفظته سوف تتسم بالمخاطرة، وهذه المحفظة في الغالب تتكون من الأسهم العادية.

أشكال عوائد الاستثمار المالي

كما أسلفنا سابقاً فإن المستثمر يقوم باختيار محفظته الاستثمارية، بناء على احتياجاته وأهدافه، وبالتالي فإنه يختار المحفظة الاستثمارية التي تتناسب مع هذه الأهداف والاحتياجات، وهذا يعني أن ميوله تجاه المخاطرة وسلوكه تجاه العائد، هو الذي يحدد نوع المحفظة الاستثمارية، ولكن في الغالب نلاحظ أن غالبية المستثمرين يفضلون تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية التي تحقق الموازنة بين معدل العائد المتوقع الحصول عليه، نتيجة للاستثمار ودرجة المخاطرة المتوقع مواجهتها، فما هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه؟

يمكن تعريف العائد بأنه المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه (حسين خريوش، مرجع سابق، ص 40).

كما يمكن تعريف العائد بأنه صافي الربح بعد الضريبة في المفهوم المحاسبي، أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب وقبل الاستهلاك بمفهوم التدفق النقدي، منسوباً إلى الأموال التي ولدته (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 22).

وهذا العائد إما أن يكون على شكل أرباح، أو تدفقات نقدية متكررة، تنتج عن استثمار الأموال استثماراً حقيقياً أو استثماراً مالياً، أو على شكل أرباح رأسمالية تنتج من بيع الأصل المستثمر به، ولكن في كلتا الحالتين فإن العائد واحداً مما يلي (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 22):

أ. **العائد الفعلي (Actual Return)**: أي الذي تم تحقيقه بالفعل، وهو عبارة عن العائد الذي تم تحقيقه فعلاً نتيجة اقتناء أو بيع لأداة من الأدوات المستثمر بها، وبالتالي قد تكون هذه العوائد إما إيرادية أو رأسمالية أو مزيجاً منها.

ب. **العائد المتوقع الحصول عليه (Expected Return)**.

ج. **العائد المرغوب فيه (مطلوباً) (Required Return)**: وهو عبارة عن العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه نتيجة لقيامه بعملية الاستثمار، وعادة ما يكون ملائماً لمستوى المخاطر، التي سيتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار (زياد رمضان، مرجع سابق، ص 316).

ومن الجدير بالذكر هنا أن عوائد الموجودات المالية، تأخذ ثلاثة أشكال مهمة هي:

1- **توزيعات الأرباح (Dividends)**: وهي تمثل التدفقات النقدية المتحققة من الاستثمار في موجودات شركة معينة، أو أكثر من شركة، حيث إنها تمثل حقوقاً في أموال ملكية هذه الشركات مثل الأسهم،

2- حيث أن حامل السهم يتمتع بكامل الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم، أو المساهمين من توزيعات الأرباح، كذلك المشاركة في مناقشة الميزانية العمومية للشركة، في حال صدور بيانها المالي عن السنة المالية المنتهية.

3- **الفوائد (Interest):** وهي عبارة عن الفوائد التي يحصل عليها المستثمر نتيجة لقيامه بالاستثمار، في الموجودات المالية مثل السندات، حيث إن حامل السند له الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها، من الشركة المقترضة التي أصدرت هذا السند.

4- **الأرباح الرأسمالية (Capital Gains):** وهي التدفقات النقدية التي تنتج من عملية إعادة بيع الموجودات المالية، بحيث إن المستثمر يحقق أرباحاً رأسمالية في حال قيامه ببيع سهم بسعر أعلى من السعر الذي اشتراه به.

مفهوم التأمين:

التأمين هو عبارة عن عملية يحصل بمقتضاها أحد الطرفين وهو المؤمن له نظير دفع قسط، على تعهد لصالحه أو لصالح الغير من الطرف الآخر وهو المؤمن، تعهد بمقتضاه بحيث يدفع هذا الأخير أداء معيناً عند تحقق خطر معين، وذلك عن طريق تجميع مجموعة من المخاطر وإجراء المقاصة بينها وفقاً لقوانين الإحصاء (أبو السعود، 2000، ص 39).

كما يعرف التأمين بأنه توزيع الخسائر العرضية من خلال نقل الأخطار أو تحويلها من المؤمن له إلى شركات التأمين التي تقبل تعويض مثل هذه الخسائر عند تحقق تلك الأخطار (رياض بطشون، 2000، ص 28).

ويتضح من خلال التعريف السابق أن للتأمين عدة سمات أساسية هي (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 29-31):

- a. **توزيع الخسارة:** ويقصد بتوزيع الخسارة أن جماعة المؤمن لهم تقوم بتحمل الخسارة الفعلية التي يتكبدها بعض أفراد هذه الجماعة وذلك من خلال أقساط التأمين التي يقوم جميع أفراد جماعة المؤمن لهم بدفعها. وهذا يعني أن جميع أفراد جماعة المؤمن لهم يتشاركون في تحمل الخسائر الفعلية التي يتكبدها عدد قليل منهم.
- b. **دفع الخسارة العرضية:** وهي تمثل تلك الخسارة التي تكون غير متوقعة وتحدث بمحض الصدفة، أي الخسارة التي تقع عن غير قصد.
- c. **تحويل الخطر:** والتحويل هنا يعني أن أعباء الأخطار الصافية تنتقل من المؤمن له إلى شركة التأمين ذات المركز المالي القوي الذي يمكنها من تحمل الخسارة ودفع قيمتها بدلاً من أن يتحملها المؤمن له مثل خطر هلاك الممتلكات وخطر المسؤولية المدنية.

d. **التعويض:** ويقصد به تعويض الخسارة التي يتكبدها المؤمن له أي أن شركة التأمين تعيد المؤمن له إلى وضعه المالي كما هو قبل حدوث الخسارة، فالشخص الذي تضررت سيارته بحادث سير على سبيل المثال يتعرض لخسارة وتقوم شركة التأمين بالتالي بإصلاح سيارته وإعادتها إلى حالتها كما كانت قبل الحادث أو بدفع تكلفة إصلاحها، وفي كلتا الحالتين تكون شركة التأمين قد عوّضت المؤمن له عن الخسارة التي لحقت به نتيجة الحادث.

الأخطار القابلة للتأمين

يمكن تعريف الخطر ضمن مفهوم عدم التأكد أو التثبت أو التيقن بأنه: عدم التأكد من حدوث خسارة ما (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 18)، فعلى سبيل المثال فإن خطر الوفاة في حادث سيارة قائم سواء حدثت الوفاة أم لم تحدث.

ويجب التمييز بين ما يسمى بالخطر الموضوعي والخطر العشوائي فالأول يمثل التغير النسبي للخسارة الفعلية عن الخسارة المتوقعة فإذا افترضنا أن إحدى شركات التأمين لديها 10 آلاف بيت مؤمن منذ مدة طويلة وأن نسبة ما يحترق من هذه البيوت 1% سنوياً أي مئة بيت كل عام، ولكن من النادر أن تتحقق هذه النسبة بشكل كامل لأنه في بعض الأحيان قد يحترق 90 بيت وفي أعوام أخرى قد يحترق 110 بيوت، فالتغير النسبي للخسارة الفعلية عن الخسارة المتوقعة يعرف بالخطر الموضوعي (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 18).

أما الخط العشوائي فهو عدم التيقن أو عدم التأكد المبني على الحالة الذهنية، فعلى سبيل المثال فإن الشخص الذي يحمل رخصة قيادة منتهية معرض لخطر المسائلة من قبل الشرطة فيما لو تم إيقافه للتفتيش، فهذا الشخص يمتلكه عدم التيقن أو عدم التأكد وهذا ما يسمى بالخط العشوائي (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 18).

ومن الجدير بالذكر أن شركات التأمين لا تقوم بتأمين جميع الأخطار بصورة عشوائية ولا بد أن يتصف الخطر عموماً بمجموعة من المواصفات حتى يصبح قابلاً للتأمين كما أن شركات التأمين تقوم فقط بتأمين الأخطار الصافية أي تلك الأخطار التي ينتج عنها خسارة فقط. وحتى يصبح الخطر قابلاً للتأمين يجب أن يستوفي المتطلبات التالية (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 31):

- a. أن تتوافر مجموعة كبيرة متشابهة من الوحدات المعرضة للخطر.
- b. أن تكون الخسارة عرضية وغير مقصودة.
- c. أن يكون بالإمكان تحديد وقياس الخسارة.
- d. أن لا تكون الخسارة من الحجم الهائل جداً.
- e. أن يكون بالإمكان قياس احتمال الخسارة. وهذا ما يمكن شركة التأمين من قياس عدد المرات التي تتكرر فيها الخسارة وقياس حجم الخسارة التي تتعرض لها نتيجة تأمين خطر معين.
- f. أن يكون قسط التأمين معقولاً ومقدوراً على دفعه.

أنواع التأمين

يمكن تقسيم التأمين إلى نوعين رئيسيين هما (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 34-

:36)

1- التأمين الخاص ويشمل:

أ- تأمين الحياة والتأمين الصحي: ويغطي تأمين الحياة حالة الوفاة غير أن التأمين الصحي يغطي علاج المؤمن له عند إصابته بأي مرض كان أو تعرضه لحادث معين.

ب- تأمين الممتلكات والمسؤولية: حيث يغطي تأمين الممتلكات الخسائر التي يتعرض لها الشخص لدى تعرض ممتلكاته للأخطار مثل خطر الحريق والسرقة وخطر الزلازل. وأما تأمين المسؤولية فيغطي مسؤولية الشخص عن الأضرار والخسائر التي يلحقها بالغير جزاء خطأه أو فعله سواء كان مقصوداً أم غير مقصود. ويمكن تقسيم تأمين الممتلكات والمسؤولية إلى الأقسام التالية:

(1) تأمين الحريق: ويغطي الخسائر والأضرار التي تتعرض لها المباني والممتلكات الشخصية نتيجة الحريق والصواعق والزلازل والبراكين والعواصف وأعمال الشغب وارتطام المركبات.

(2) التأمين البحري: ويغطي الأضرار التي تتعرض لها البضائع أثناء نقلها من مكان إلى آخر نتيجة الأخطار المتعلقة بعملية النقل.

(3) التأمين ضد الحوادث: ويغطي كل ما هو غير مغطى بتأمين الحريق والتأمين البحري وتأمين الحياة ويشمل الأضرار الناتجة عن المسؤولية المدنية بجميع أشكالها كالسرقة وحوادث العمل والحوادث الشخصية وسوء استعمال الأمانة.

2- التأمين العام: حيث تتوفر لدى الدول أنواع كثيرة من التأمينات أهمها: الضمان الاجتماعي وهو نوع من أنواع التأمين الحكومي ولكنه يتميز عن غيره من التأمينات الحكومية بأنه ممول بالكامل وأنه بموجب القانون من مساهمات أرباب العمل والعمال وليس من خلاف الإنفاق الحكومي.

ويغطي الضمان الاجتماعي في الأردن المزايا التالية

أ- التأمين ضد إصابات العمل وأمراض المهنة.

ب- التأمين ضد الشيخوخة.

ت- التأمين ضد العجز.

ث- التأمين ضد الوفاة.

ج- التأمين ضد العجز المؤقت بسبب المرض والأمومة.

ح- التأمين الصحي للعامل وعائلته

خ- المنح العائلية وتأمين البطالة.

ومن التأمينات الحكومية أيضاً نظام التقاعد المدني ونظام التقاعد العسكري وهما نظامان

تمنح بموجبهما الدولة تقاعداً لأفراد القوات المسلحة وموظفي الدولة.

وينص قانون مراقبة أعمال التأمين المعمول به في الأردن على تقسيم التأمين الخاص إلى

ما يلي:

1- **التأمين على الحياة:** ويشمل أعمال التأمين التي تتعلق بالحياة والأخطار التي تتعرض

لها أو تطرأ عليها كالوفاة والعجز والشيخوخة والمرض.

2- **تأمين الإيداع وتكوين الأموال:** ويشمل أعمال التأمين التي تقوم على إصدار وثائق أو

سندات أو شهادات يلتزم بموجبها المؤمن بأداء مبلغ بتاريخ مقبل دفعة واحدة، أو على

عدة دفعات مقابل قسط أو أقساط يدفعها المؤمن له.

3- **التأمين ضد الحريق والأخطار الطارئة:** ويشمل التأمين عن الأضرار الناتجة عن الحريق

والزلازل والصواعق والأعاصير والبرد والانفجارات المنزلية.

4- **تأمين أخطار النقل:** ويشمل التأمين البضائع المنقولة بما في ذلك أجور الشحن ضد

الأخطار التي تتعرض لها أثناء نقلها بحراً وجواً وبراً بجميع وسائل النقل المتعارف عليها،

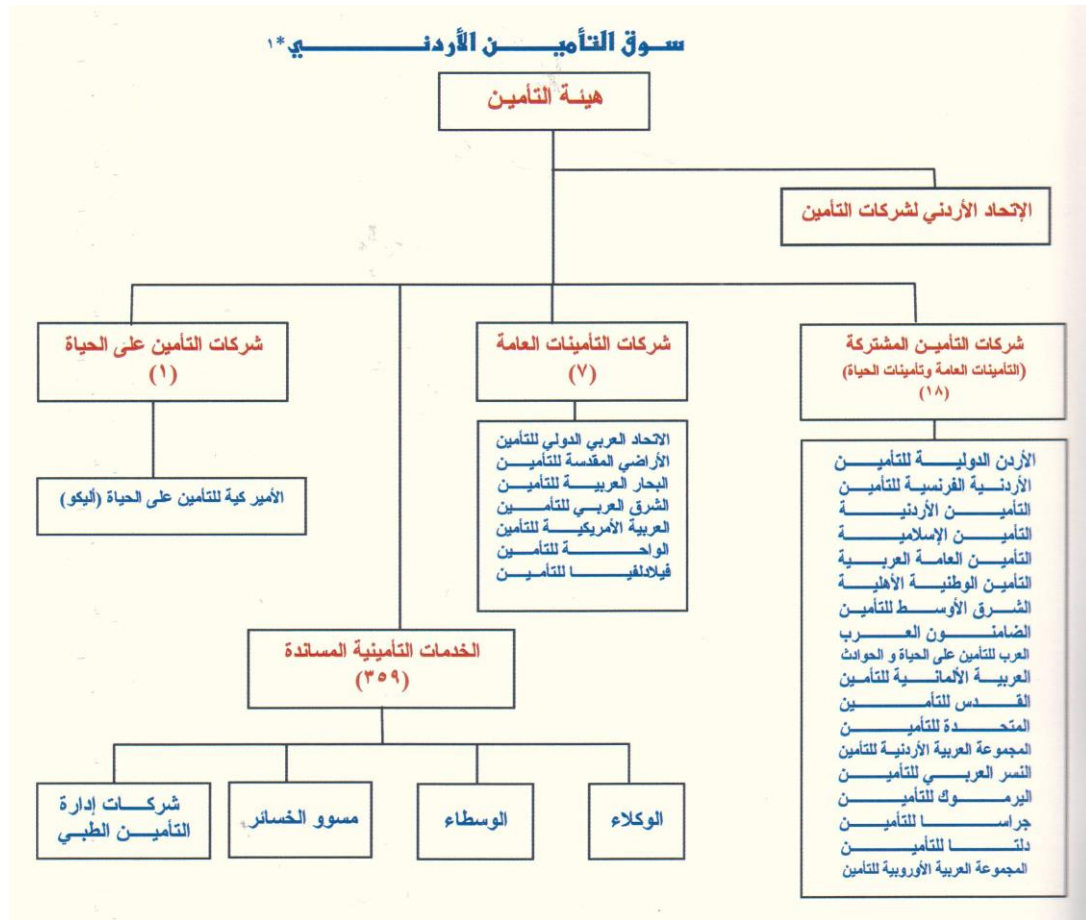
كما يشمل الأخطار التي تتعرض لها أثناء وجودها بالمستودعات قبل وصولها إلى

مقصدتها النهائي

إضافة إلى تأمين أجسام السفن والظائرات وآلاتها وملحقاتها والأخطار التي تنشأ عن بنائها أو صناعتها أو استخدامها بما في ذلك الأضرار التي تصيب الغير جراء الحوادث الناجمة عنها.

5- **التأمين ضد الحوادث:** ويشمل التأمين الناجمة عن جميع الحوادث بما في ذلك حوادث المركبات وحوادث العمل والحوادث الشخصية كالسرقة وسوء استعمال الأمانة بما في ذلك الأضرار الناجمة عن المسؤولية المدنية.

6- **أنواع التأمين الأخرى:** ويشمل أنواع التأمين التي لم يرد ذكرها سابقاً.



سوق التأمين الأردني

شكل (14)

المصدر: التقرير السنوي، أعمال التأمين في الأردن، 2004.

المبادئ القانونية الأساسية في الخطر والتأمين

إن وثيقة التأمين هي الوثيقة التي تثبت وجود عقد بين المؤمن له وشركة التأمين وهي

كذلك تمثل الآلية التي تنتقل الخطر من المؤمن له إلى شركة التأمين وقانونياً تعد وثيقة مهمة جداً

لأنها تحدد التزامات شركة التأمين نحو المؤمن له والتزامات المؤمن له نحو شركة التأمين وعليه يتوجب علينا فهم المبادئ القانونية التي تنطوي عليها:

1- **مبدأ التعويض:** إن أحد التعريفات الموجودة في المعاجم اللغوية تعرف كلمة التعويض على أنها حماية ضد الضرر أو الخسارة أو المسؤولية المدنية (العجمي، 1998، الفصل الثاني، ص 18). على أنه لا يجوز أن يحصل المؤمن له على تعويض أكبر من الخسارة الفعلية التي يتعرض لها وإنما يتوجب إعادته إلى وضعه المالي قبل حدوث هذه الخسارة (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 55)، ويقوم مبدأ التعويض على هدفين أساسيين (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 55):

أ- منع المؤمن له من الكسب أو الإثراء من التأمين: حيث يتوجب على المؤمن له عدم تحقيق أي ربح من تعويض الخسارة التي يتعرض لها كما يتعين إعادة ممتلكاته التي تعرضت للضرر إلى وضعها قبل حصول الضرر.

ب- التقليل من الخطر الأخلاقي والمعنوي حيث إن التعويض عن الخسارة الفعلية فقط سيقفل إلى حد كبير من إغراء افتعال الحوادث.

2- **مبدأ المصلحة التأمينية:** هي حق الفرد أو المؤسسة القانوني في التأمين ويشترط أن تكون هناك علاقة قانونية يمكن التأكد منها بين الفرد وبين الشيء موضوع التأمين وهذا يعني أن يتحمل الفرد خسارة أو مسؤولية قانونية نتيجة حدوث ضرر أو خسارة للشيء موضوع التأمين وأن ينتفع مادياً نتيجة بقائه على ما هو عليه.

3- وأولى العلاقات القانونية التي تعطيك حق التأمين هي الملكية فإذا كنت تملك منزلاً أو سيارة أو ساعة مثلاً سيكون لك الحق في التأمين عليها لأنك ستتحمل نتائج أي خسارة أو ضرر قد تتعرض له وسيكون لك مصلحة تأمينية في الممتلكات التي تستعيرها لأنك في هذه الحالة سوف تكون مسؤولاً عن أي ضرر يصيب هذه الممتلكات تجاه صاحبها فإذا قمت بإعارة سيارتك لشخص آخر سيكون له مصلحة تأمينية في السيارة إلا أن مصلحتك التأمينية في السيارة ستظل قائمة أيضاً (العجمي، مرجع سابق، ص 12).

4- مبدأ منتهى حسن النية: إن جميع عقود التأمين عقود بمنتهى حسن النية ويقصد بذلك أن على المؤمن له أن يعطي بيانات كاملة وصادقة وصحيحة عن الشيء موضوع التأمين إلى المؤمن لديه بحيث يكون الخطر الذي تعتقد شركة التأمين أنها تقوم بتأمينه هو الخطر ذاته الذي قام المؤمن له بتحويله إليها. وبمعنى آخر إن المعلومات عن الخطر المراد تأمينه يتوجب أن تكون معروفة من قبل طرفي التعاقد (المؤمن لديه والمؤمن له) (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 62).

5- مبدأ الحلول: يمكن تعريف مبدأ الحلول بأنه حق الفرد عند تعويضه لفرد آخر بموجب عقد أن يحل محل ذلك الفرد في جميع حقوقه التي تخص الحالة المعنية (العجمي، مرجع سابق، ص 22). إن مبدأ الحلول في الحقوق مبدأ تم وضعه لدعم مبدأ التعويض ويقصد بمبدأ الحلول في الحقوق أن يحل المؤمن لديه (شركة التأمين) محل المؤمن له في

الدعاوى

6- والحقوق لغايات مطالبة الجهة التي تسببت بالضرر بدفع التعويض الذي تم صرفه إلى المؤمن له عن خسارة مغطاة بعقد التأمين ولا يجوز بأي حال من الأحوال أن يزيد ما تقوم شركة التأمين بتحصيله من الجهة المسببة للضرر عن مبلغ التعويض الذي تم دفعه إلى المؤمن له. وينطوي مبدأ الحلول في الحقوق على ثلاث غايات هي (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 60):

- أ- منع المؤمن له من الحصول مرتين على تعويض الأضرار التي لحقت بممتلكاته.
- ب- تحميل الشخص الذي تسبب بالضرر مسؤولية التعويض.
- ت- تخفيض أسعار التأمين لأن ما تحصله شركات التأمين من تعويضات ينعكس على احتساب الأقساط التي تضعها شركات التأمين لأنواع التأمين المختلفة.

فوائد التأمين وتكلفته الاجتماعية والاقتصادية

للتأمين دور في المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، كما له فوائد ويمكن تلخيص هذه الفوائد على النحو التالي (بطشون، مرجع سابق، ص 37)، (علي ابراهيم، 1988، ص 42):

أولاً: يوفر التأمين أماناً واستقراراً اقتصادياً، حيث إن الأشخاص الذين يتعرضون لأضرار يستعيدون وضعهم المالي، كما كان قبل التعرض لهذه الأضرار. وذلك بواسطة التعويض الذي تمنحه شركات التأمين لمحو آثار الخسائر والأضرار التي تعرضوا لها. إن كثيراً من الشركات لم تتوقف عن العمل وكثيراً من الموظفين لم يفقدوا وظائفهم، لأن شركات التأمين قامت بتعويض هذه الشركات عن الأضرار والخسائر التي تعرضت لها نتيجة الحريق على سبيل المثال.

ثانيا: يوفر التأمين الطمأنينة ويخفف من الخوف قبل أن يتعرض الشخص لضرر أو خسارة ما أو بعد أن يتعرض لها. فالتأمين على الحياة مثلا يخفف من قلق وخوف رب العائلة على مستقبل أفراد عائلته في حالة وفاته المبكرة، أو في حالة تعرضه للعجز. كما أن الشخص الذي يؤمن على بيته أو بضائعه لا يعتريه خوف كبير جراء تعرض بيته أو بضائعه للحريق. إذ إن شركة التأمين ستقوم بتعويضه عن خسائره، وتعيده إلى وضعه المالي الذي كان عليه قبل حدوث الحريق.

ثالثا: توفر شركات التأمين مصدرا مهما للتمويل والاستثمار وذلك على النحو التالي: إن شركات التأمين تتقاضى أقساط التأمين سلفا، أي عند بدء التأمين وقبل وقوع الخسائر والأضرار التي تقوم بتعويضها، وبذلك يتجمع لديها كم كبير من الأموال تقوم بتوظيفها في مجالات استثمار مختلفة، كما تقوم بإقراض جزء من هذه الأموال إلى أصحاب المصالح الذين يقومون بدورهم باستغلالها وتوظيفها في مجالات عملهم المختلفة، أو تقوم بإيداعها في المصارف التي تقوم باستثمارها وإقراضها إلى أفراد المجتمع.

رابعا: تقوم شركات التأمين بدور مؤثر في تقليل الخسائر أو حتى منعها، وذلك من خلال شروط السلامة التي تفرضها على المؤمن لهم، ومن خلال تقديم النصح والإرشاد حول طرق الحد من الخسارة. إن شركات التأمين لا تقوم على سبيل المثال بتأمين المصانع التي لا تتوافر فيها شروط السلامة، مثل وجود أجهزة إطفاء أو لافتات تحذر من الأخطار التي قد يتعرض لها العمال أثناء تأدية عملهم، وما يتوجب عليهم فعله في حالة حدوث حريق أو انفجار على سبيل المثال.

خامسا: يستخدم التأمين لتعزيز قدرة الفرد أو الجماعة للحصول على الائتمان فالشخص الذي يريد شراء شقة، على سبيل المثال، لن يستطيع الحصول على القرض الضروري، إذ لم يتم بتأمين الشقة أو تقديم عقد تأمين على حياته إذا أراد الحصول على القرض لأغراض تجارية وخصوصا إذا كان القرض طويل الأجل.

إن الفوائد التي يوفرها التأمين للمجتمع ليست دون تكلفة، ويتوجب توضيح مثل هذه التكلفة وعدم إغفالها وهي تنطوي على ما يلي:

أولاً: الأقساط التي يدفعها أصحاب عقود التأمين إلى شركات التأمين لا تستخدم بأكملها لدفع التعويضات التي تترتب على شركات التأمين. بل إن جزءا من هذه الأقساط مخصص لتغطية مصاريف شركات التأمين التي تتضمن المصاريف الإدارية والعمولات والضرائب، بالإضافة إلى احتياطي للطوارئ وبعض الربح. إن جميع هذه المصاريف تشكل تكلفة تشغيل لدى شركات التأمين. وهي مصاريف مبررة إذا أخذنا بعين الاعتبار الفوائد التي يجنيها المجتمع من التأمين، وفرص العمل التي يوفرها قطاع التأمين.

ثانياً: وأما البند الثاني من التكلفة التي يدفعها المجتمع فهو ادعاءات (المطالبات) التي تنطوي على غش وتزوير ونقوم شركات التأمين بتسديدها. وهذه الادعاءات المزورة يقوم بتنظيمها أشخاص غير شرفاء وتكلف المجتمع مبالغ باهظة يمكن أن تستثمر وتوظف في مجالات عديدة لخدمة المجتمع.

ثالثاً: إن كثيراً من الادعاءات يتم تضخيمها، أي المبالغة في تقدير قيمتها الحقيقية، وذلك بسبب وجود التأمين، بمعنى أن شركات التأمين هي التي ستقوم بتسديدها. وهذا لا يعني أن المؤمن له قد تسبب عمداً في حدوث الخسارة التي تعرض لها، ولكنه بالغ في تقدير قيمتها. ومن الأمثلة على ذلك مبالغة الأطباء في أجور العمليات، والمبالغة في تقدير مدة التعطل، والمبالغة في تقدير نسبة العجز الدائم، والمبالغة في تقدير الأضرار الناتجة عن الحريق.

مفهوم إعادة التأمين:

هو اتفاق بين المؤمن المباشر و معيد التأمين بموجبه يقبل الأخير جزءاً من مسؤولية الأول عن الأخطار التي اكتتب بها أو عقد بين المؤمن ومعيد التأمين يلتزم الأخير بتعويض الأول، وعلى النحو المتفق عليه عن ما يدفعه إلى المؤمن له عند تحقق الخطر محل عقد التأمين، مقابل عوض مالي يتفق عليه بينهما (غانم، 1991، ص 19).

أسباب ووظائف إعادة التأمين

هناك عدة أسباب تجبر شركات التأمين إلى اللجوء إلى إعادة التأمين وتتمثل بما يلي:

أولاً: الحماية والضمان SECURITY

واحد من الأسباب التي تدعو المؤمن لشراء إعادة التأمين هو التخلص من الشك والاحتياط من وقوع الخسارة. إن شراء التأمين من قبل المؤمن له يوفر الاطمئنان والراحة النفسية، وشركات التأمين تبحث عن نفس الضمان والراحة النفسية والطمأنينة عن طريق إعادة التأمين.

ثانيا: التوازن والاستقرار STABILITY

إعادة التأمين تساعد شركات التأمين على تجنب التقلبات الشديدة في كلفة وعدد الخسائر بين السنة والأخرى وخلال السنة نفسها. وهذا مرة أخرى هو الدافع نفسه الذي يدعو المؤمن لهم لشراء التأمين في البداية.

ثالثا: الطاقة الاستيعابية CAPACITY

لكل مؤمن طاقة استيعابية محدودة ماليا بالنسبة لحجم الخطر الذي يستطيع قبوله. وهذا هو بالتأكيد الوضع السائد بغض النظر عن حجم شركة التأمين. مما يعني إضرار المؤمن لرفض الخطر أو قبول جزء منه إذا كان حجمه أعلى من طاقته الاستيعابية. وبشراء إعادة التأمين، فإن شركة التأمين المباشرة يمكنها توسعة طاقتها الاستيعابية للقبول.

رابعا: الكوارث CATASTROPHES

إن شركات التأمين المباشرة ليست مستثناة من احتمال تعرضها للكوارث الشاملة. وهذا قد يعرضها لمشاكل مالية يستوجب عليها تجنبها. والشركة تستطيع تجنب هذا الأمر عن طريق نقل جزء كبير من هذا الخطر لمعيد التأمين.

خامسا: الفوائد ذات النطاق الأوسع MACRO BENEFITS

تكمن تلك الفوائد -رغم انها ليست سببا لشراء اعادة التأمين- في توزيع عبء الخسائر التي قد يتعرض لها اقتصاد الدولة على معيدي التأمين في مختلف مناطق العالم. فأغلب كبار معيدي التأمين هم من ألمانيا وسويسرا والدول الإسكندنافية واليابان والولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وبريطانيا.

فمن خلال شراء إعادة التأمين من عدد من هذه الشركات يتم تجنب حصر الخسائر في اقتصاد دولة معينة لوحدها. ويتم بذلك توزيع الخسائر على شركات إعادة التأمين في مناطق مختلفة من العالم (العجمي، مرجع سابق، ص 3-7).

معايير تقييم الأداء في شركات التأمين الأردنية:

بالنسبة للشركات الأردنية فإنه لم يتم التمييز بين معايير تقييم الأداء في نشاط التأمين على الحياة ومعايير تقييم الأداء في نشاط تأمينات الممتلكات والمسؤوليات إلا في حدود ضئيلة جدا حيث ورد في التقرير الحادي عشر عن أعمال التأمين في الأردن المعايير الآتية:

أولاً: معايير على مستوى كل فرع من فروع التأمين:

أ. أقساط التأمين المتحققة (صافي الأقساط)

مقارنة أقساط التأمين المتحققة في كل فرع مع أقساط التأمين المتحققة في الفروع الأخرى لمعرفة الأهمية النسبية لكل فرع.

مقارنة الأقساط المتحققة في كل فرع لعدة سنوات بهدف قياس نسبة النمو وأهميتها النسبية مقارنة بإجمالي أقساط السوق المتحققة لكافة الفروع.

ب . التعويضات المدفوعة

- قياس نسبة التعويضات المدفوعة للفرع إلى إجمالي التعويضات المدفوعة والموقوفة على مستوى سوق التأمين لتحديد الأهمية النسبية للفرع من حيث التعويضات المدفوعة.

- قياس نسبة التعويضات المدفوعة إلى الأقساط المتحققة.

ج. حصة الشركات المحلية ومعيدي التأمين من الأقساط والتعويضات

- قياس نسبة الاحتفاظ المحلي من الأقساط المتحققة وقياس نسبة حصتها في التعويضات على مدار عدة سنوات.

- قياس مدى تناسب مسؤولية معيدي التأمين عن التعويضات وحجم الأقساط المسندة إليهم على مدار عدة سنوات.

د . نتائج أعمال نشاط التأمين

- قياس نسبة الربح الإجمالي إلى صافي الأقساط المحتفظ بها.
- قياس نسبة صافي الربح الفني إلى صافي الأقساط المحتفظ بها.
- قياس نسبة العمولات المقبوضة من معيدي التأمين إلى صافي الربح الفني.

ثانياً: معايير على مستوى البيانات المجمعة عن قطاع التأمين:

- 1- تطور صافي الأرباح.
- 2- نسبة الأرباح الفنية إلى إجمالي الأقساط المحققة.
- 3- نسبة إيرادات الاستثمار إلى صافي الربح.
- 4- نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين إلى رأس المال المدفوع.
- 5- نسبة عائد الاستثمارات إلى مجموع حقوق المساهمين والمخصصات الفنية.
- 6- نسبة تكلفة الإنتاج (المصاريف الإدارية والعمولات المدفوعة إلى إجمالي الأقساط المحتفظ بها).
- 7- نسبة الذمم المدينة إلى الأقساط المتحققة.
- 8- نسبة الملاءة المالية (حقوق المساهمين إلى الأقساط المحتفظ بها).

9- تطور إجمالي المساهمين والمخصصات الفنية.

10- تطور الاستثمارات.

11- تطور المخصصات الفنية.

التأمين والاستثمار

إن الاستثمار وظيفة مهمة جداً من وظائف شركة التأمين، وكون أقساط التأمين تدفع سلفاً، فإنه يتجمع لدى شركة التأمين مبالغ ضخمة يمكن استثمارها.

ويتوجب التمييز هنا بين الاستثمارات التي تقوم بها شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الحياة وشركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤوليات.

إن مدد وثائق التأمين على الحياة طويلة الأجل بطبيعتها، وبالتالي تشكل على شركة تأمين الحياة التزامات طويلة الأجل أيضاً. ولذلك تكون استثمارات شركات التأمين طويلة الأجل، وتهدف بالدرجة الأولى إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، ومن ثم تحقيق الربح.

وفيما يتعلق باستثمارات شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤولية يراعى أمران مهمان هما (رياض بطشون، مرجع سابق، ص 219):

1- إن مدد وثائق تأمين الممتلكات والمسؤولية قصيرة الأجل ولا تزيد مدد معظمها عن سنة واحدة. كما أن المطالبات المترتبة على هذه الوثائق يتم تسويقها بسرعة، وتتباين كثيراً في قيمها بسبب التضخم والظروف الاقتصادية والمعيشية المتغيرة، ولذلك فإن استثمارات شركات تأمين الممتلكات والمسؤولية تكون قصيرة الأجل، وتهدف بالدرجة الأولى إلى المحافظة على السيولة.

2- إن الدخل المتوقع من الاستثمارات مهم جداً من أجل تعويض الخسائر التي قد تتكبدها شركات التأمين نتيجة سياسة الاكتتاب التي تتبعها. ولذلك تقوم شركات التأمين المتخصصة في تأمينات الممتلكات والمسؤولية باستثمار رؤوس أموالها، والأموال المخصصة للاحتياطيات المختلفة فيها من أجل تحقيق أرباح تعينها في الاستمرار في أعمالها عندما تسفر نتائج تلك الأعمال عن خسائر.

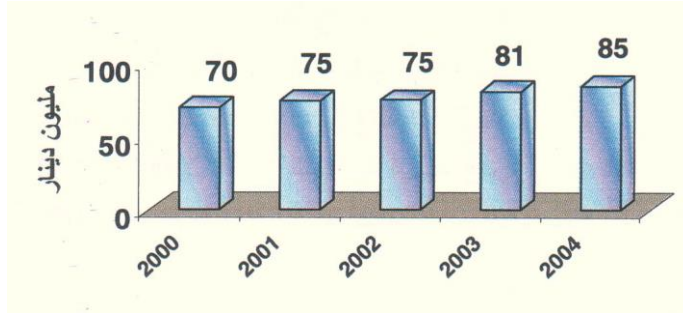
مؤشرات أعمال التأمين في الأردن:

رأس المال:

ارتفع إجمالي رأس مال شركات التأمين العاملة في سوق التأمين الأردني المدفوع كما في نهاية عام 2004 إلى 84.696 مليون دينار مقارنة مع 81.314 مليون دينار في عام 2003 محققاً نسبة ارتفاع قدرها 4.2% وقد كان مصدر زيادة رأس المال خلال عام 2004 قيام 6 شركات تأمين بزيادة رأس مالها وإجمالي 3.382 مليون دينار. كما ارتفعت عام 2004 حقوق المساهمين إلى 161.2 مليون دينار مقابل 124.3 مليون دينار محققة نسبة زيادة قدرها 30% عن عام 2003.

ومن الجدير بالذكر أن غالبية شركات التأمين في الأردن قد قامت في مطلع عام 2005 برسملة جزء كبير من أرباحها وإضافتها إلى رأس المال ضمن مبادرة شركات التأمين لرفع رأسمالها وقد وصل إجمالي رؤوس الأموال في نهاية أيار 2005 إلى مبلغ 118.710 مليون دينار (التقرير السنوي، أعمال التأمين في الأردن، 2004، ص 2-5).

ومن الجدير بالذكر أن رأس مال شركات التأمين المدفوع قد ارتفع كما في 2005/6/30 إلى 120.653 مليون دينار مقارنة بـ 84.696 مليون دينار كما في 2004/12/31. بنسبة زيادة قدرها 2.5% (التقرير النصف سنوي، أعمال التأمين في الأردن، 2005، ص 10-13).



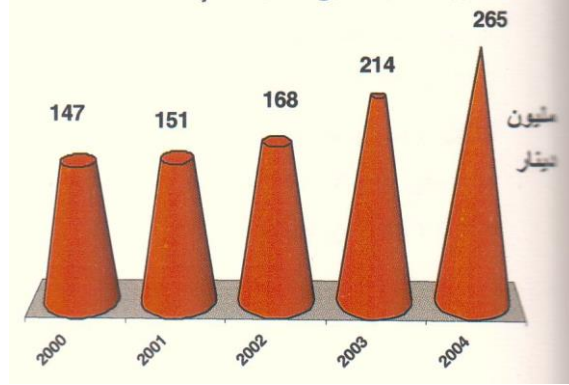
شكل (15)

تطور رؤوس أموال شركات التأمين في السنوات 2004-200

الاستثمارات

وصلت استثمارات سوق التأمين كما في نهاية عام 2004 إلى مبلغ 265.087 ديناراً مقارنة بحجم الاستثمارات التي بلغت 213.956 ديناراً عام 2003 محققة نسبة زيادة قدرها 23.9% ويعزى هذا الارتفاع إلى الارتفاع في مختلف الاستثمارات خاصة الموجودات المالية للمتاجرة حيث حققت نسبة زيادة 107% والموجودات المالية المتوافرة للبيع وحققت نسبة ارتفاع قدرها 44%. وتركز شركات التأمين في استثماراتها على الودائع في البنوك حيث بلغت أهميتها النسبية لإجمالي الاستثمارات حوالي 34% وتليها الموجودات المالية المتوافرة للبيع وتبلغ نسبتها نحو 25% إلى إجمالي الاستثمارات.

وصلت استثمارات 26 شركة تأمين كما في 2005/6/30 إلى مبلغ 352.880 مليون دينار مقارنة بحجم الاستثمار للشركات المذكورة التي بلغت 265.087 مليون دينار في نهاية عام 2004 محققة نمو بنسبة 33.6%. (التقرير النصف سنوي، مرجع سابق، ص 10-13).



شكل (16)

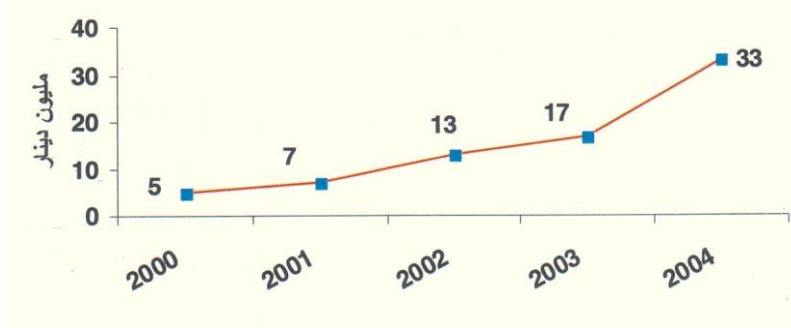
تطور استثمارات سوق التأمين الأردني في السنوات 2004-2000

صافي الأرباح

حققت أعمال سوق التأمين أرباحاً صافية قبل الضريبة 38.957 ديناراً محققة نسبة زيادة 81% وبلغ صافي الربح بعد الضريبة والرسوم مبلغ 33.486 دينار في عام 2004 مقابل أرباح بلغت 17.086 ديناراً في عام 2003 محققة نسبة زيادة قدرها 96% عن عام 2003.

كما حققت أعمال التأمين لـ 26 شركة تأمين أرباحاً صافية بمقدار 48.496 مليون دينار في النصف الأول من عام 2005. مقابل أرباح بلغت 9.525 مليون دينار في النصف الأول من عام 2004 لـ 25 شركة تأمين

لعدم توافر أرقام شركة واحدة وبنسبة زيادة قدرها 409% مقارنة بالأرباح التي تحققت في النصف الأول من عام 2004 (التقرير النصف سنوي، مرجع سابق، ص 10-13).



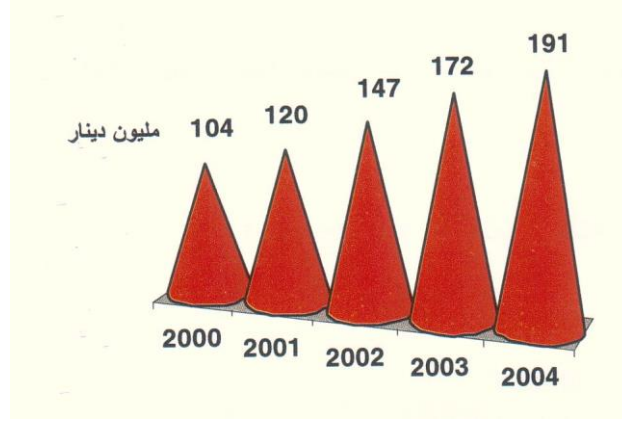
شكل (17)

تطور صافي أرباح قطاع التأمين للسنوات 2004-2000

إجمالي الأقساط

ارتفع إجمالي الأقساط المتحققة لعام 2004 لجميع فروع التأمين التي تمارسها 26 شركة تأمين إلى مبلغ 191.423 دينار مقارنة بمبلغ 171.528 دينار في عام 2003، وحققت نسبة زيادة قدرها 11.6% وقد جاء ارتفاع إجمالي الأقساط نتيجة لارتفاع الأقساط المكتتبة لمعظم فروع التأمين خاصة أقساط فرع تأمين المركبات حيث وصلت إلى مبلغ 88 مليون دينار محققة نسبة ارتفاع 14.1% يليه أقساط فرع التأمين الطبي التي وصلت إلى 31.7 مليون دينار بنسبة ارتفاع 1.6%.

ومن الجدير بالذكر أن أقساط التأمين لهذه الشركات قد بلغت 108.716 مليون دينار في النصف الأول من عام 2005 مقارنة بمبلغ 94.402 مليون دينار في النصف الأول من عام 2004 محققة نسبة نمو بلغت 15.2% عن نفس الفترة المنقضية من عام 2004 (التقرير النصف سنوي، مرجع سابق، ص 10-13).



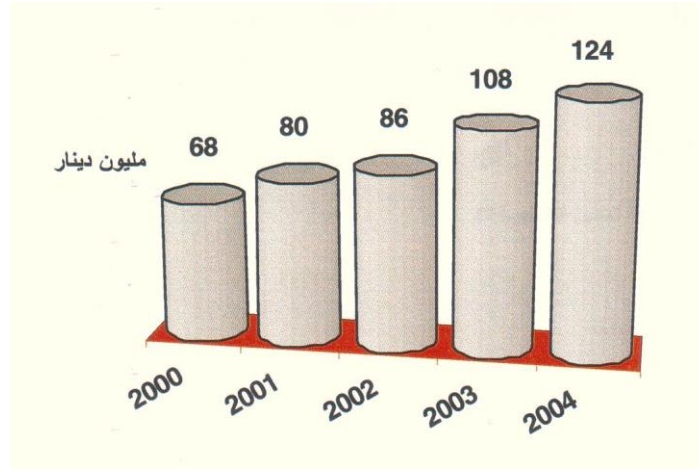
شكل (18)

تطور إجمالي أقساط سوق التأمين للسنوات 2004-2000

إجمالي التعويضات

ارتفع إجمالي التعويضات المدفوعة في عام 2004 إلى مبلغ 123.576 مليون دينار مقابل تعويضات بلغت 108.109 مليون دينار عام 2003 محققة نسبة زيادة قدرها 14.3% وقد جاء ارتفاع إجمالي التعويضات نتيجة ارتفاع تعويضات عدد من فروع التأمين خاصة فرع تأمينات الحوادث العامة حيث ارتفعت بنسبة 137.2% وفرع تأمين المركبات بنسبة 20.5%.

ومن الجدير بالذكر أن إجمالي التعويضات المدفوعة في النصف الأول من عام 2005 قد بلغت 68.434 مليون دينار مقابل تعويضات بلغت 61.862 مليون دينار في النصف الأول من عام 2004 محققة نسبة نمو بلغت 10.6% عن الفترة المنقضية نفسها من عام 2004 (التقرير النصف سنوي، مرجع سابق، ص 10-13).



شكل (19)

تطور إجمالي التعويضات لسوق التأمين للسنوات 2004-2000

تحديد رأس مال شركات التأمين الأردنية قانونياً

إن تحديد الحد الأدنى لرأس المال في شركات التأمين يرتبط بالنشاط التأميني الذي ستزاوله الشركة أي بعدد فروع التأمين المختلفة التي ستتركز نشاطها فيها وكذلك بالسوق الذي ستعمل في مجاله، وقد صدر النظام رقم (66) لسنة 2001م والمنشور في الجريدة الرسمية في 16 أيلول سنة 2001م بالعدد 4506 محدد الحد الأدنى لرأس المال بمبلغ عشرة ملايين دينار يضاف إليه مليون دينار عن كل إجازة مما يأتي :

أولاً: إجازة فرع التأمين الطبي

ثانياً: إجازة فرع تأمين الخسائر المالية والمختلفة وفرع تأمين المصروفات القانونية وفرع تأمين

المساعدة ، مجتمعة أو منفردة.

ثالثاً: إجازة تأمين الطيران .

رابعاً: إجازة تأمين الائتمان والكفالات.

وإذا اقتصر أعمال الشركة المجازة على هذه الفروع الأربعة فقط فيجب أن لا يقل رأسمالها

في هذه الحالة عن عشرة ملايين دينار .

وقد صدر النظام رقم (73) لسنة 2005م "نظام الحد الأدنى لرأس مال شركة التأمين وشركة

إعادة التأمين" والمنشور في الجريدة الرسمية في 30 تشرين الثاني سنة 2005م بالعدد 4732 محدداً

الحد الأدنى لرأس المال وكما يلي :-

1. يحدد الحد الأدنى لرأس مال الشركة القائمة قبل نفاذ أحكام القانون والمجازة وفقاً لأحكامه

لممارسة أعمال التأمينات العامة بمختلف فروعها، مجتمعةً أو منفردةً، بمبلغ أربعة ملايين

دينار .

2. يحدد الحد الأدنى لرأس مال الشركة القائمة قبل نفاذ أحكام القانون والمجازة وفقاً لأحكامه

لممارسة أعمال التأمين على الحياة بمبلغ أربعة ملايين دينار .

3. يحدد الحد الأدنى لرأسمال الشركة التي تجاز بعد نفاذ أحكام القانون لممارسة أعمال

التأمينات العامة بمختلف فروعها، مجتمعةً أو منفردةً، بمبلغ ثمانية ملايين دينار.

4. يحدد الحد الأدنى لرأسمال الشركة التي تجاز بعد نفاذ أحكام القانون لممارسة أعمال

التأمين على الحياة بمبلغ ثمانية ملايين دينار.

5. تنفيذاً لأحكام المادة (96) من القانون:-

أ. على كل شركة مجازة قبل نفاذ أحكام القانون لممارسة أعمال التأمينات العامة

أو أعمال التأمين على الحياة توفيق أوضاعها وفقاً لأحكام هذا النظام خلال مدة

لا تتجاوز الحادي والثلاثين من شهر كانون الأول من عام 2006م.

ب. على كل شركة مجازة قبل نفاذ أحكام القانون لممارسة أعمال التأمينات العامة

وأعمال التأمين على الحياة معاً توفيق أوضاعها وفقاً لأحكام هذا النظام خلال

مدة لا تتجاوز الحادي والثلاثين من شهر كانون الأول من عام 2007م.

وبموجب هذا النظام يلغى (نظام الحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين) رقم (66) لسنة 2001م.

ويلاحظ أن تحديد الحد الأدنى لرأس المال في شركات التأمين مرتبط بحاجة السوق للنشاط

التأميني الذي تربطه علاقة عكسية مع الحد الأدنى لرأس المال حيث إنه كلما زادت حاجة السوق

لمثل هذا النشاط انخفض الحد الأدنى لرأس المال والعكس صحيح، حيث إن زيادة عدد شركات

التأمين عن حاجة السوق يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى لرأس المال لحماية الشركات القائمة فعلا

والحفاظ على قدراتها المالية في ممارسة نشاطها باطمئنان ومواجهة التزاماتها دون تعثر .

الفصل الثالث الإطار العملي للدراسة

Descriptive Statistics

	الوسيط	الانحراف المعياري	ن
Pocket	1.8462	.67482	26
Government	1.7308	.66679	26
Investor	2.0385	.52769	26
Economic	1.8846	.32581	26
Risk	2.3462	.68948	26
Social Environment	1.6923	.61769	26

جدول (1)

كانت النتيجة العامة إيجابية، من حيث قبول أو عدم قبول اسئلة قياس المتغيرات الواردة في استبيان الدراسة، التي عددها (22) مقياسا للمتغيرات، حيث تم تمثيل كل متغير بمجموعة من المقاييس أو المتغيرات، حيث كانت معظم الاستجابات على المتغيرات ما بين موافق جدا، وموافق، وقليل من الإفادات كانت (محايد)، ونادرا (غير موافق)، ولم ترد أي إفادة (غير موافق بشدة) في الدراسة.

وهذه النتائج واضحة في الجدول (1)، من خلال قراءة قيم الوسط الحسابي (Mean) لكل متغير على حدة، حيث تراوحت قيم الوسط الحسابي لكل متغير ما بين (1) الى (2.3)، حيث تمثل هذه القيم أن مستوى الاستجابة كان في معظمه، (موافق بشدة)، (او موافق) لكل متغير، وحتى نعالج الموضوع بشكل من التفصيل، سنقوم بالتعليق على نتائج افادات عينة الدراسة حول كل مقياس (سؤال) كما يلي:

المقاييس المتعلقة بدور الدولة من خلال:

المقياس الاول:

القوانين والتشريعات

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	8	30.8	30.8
موافق	17	65.4	96.2
محايد	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (2)

كانت إفادات (65.4%) من أفراد عينة الدراسة، هي (موافق) في حين أن (30.8%) من

العينة نفسها وافقوا بشدة على أن التشريعات والسياسات القانونية مهمة جدا في تشكيل المحافظ

الاستثمارية، وهذه النسبة تمثل (96.2%) من حجم العينة، (3.8%) منهم كانت إفادتهم محايد.

المقياس الثاني :

عدم استقرار السياسات الحكومية

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	14	53.8	53.8
موافق	10	38.5	92.3
محايد	2	7.7	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (3)

أما عن مستوى التغيير في السياسات الحكومية وعدم استقرارها، وتأثير ذلك في تشكيل المحافظ الاستثمارية، فقد كانت إفادات (92.3%) (موافق بشدة وموافق)، مع أن (7.7%) من أفراد العينة كانت إفاداتهم محايد. حيث إنه من المعلوم أن عدم استقرار السياسات الحكومية يؤدي إلى زعزعة القرار الاستثماري نتيجة لعدم مصداقية الثقة لهذه السياسات، فمثلاً كانت هناك نية لفرض ضرائب على أرباح المحافظ الاستثمارية وحتى الآن لم يتم وضعها بنص القانوني الصريح.

المقياس الثالث :

المزايا الممنوحة للمستثمرين

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	13	50.0	50.0
موافق	11	42.3	92.3
محايد	1	3.8	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (4)

(92.3%) من أفراد العينة، افادوا ب(موافق بشدة، وموافق)، على أن المزايا الممنوحة للمستثمر من العوامل الهامة في تشكيل تلك المحافظ، في حين (7.7%) منهم أفادوا ب (محايد، غير موافق). ومن هذه العوامل أن هناك مقدراً محدداً للتغيير في ارتفاع وانخفاض قيمة الأوراق المالية وخاصة الأسهم العادية في السوق، وتم تحليل هذا المقدار من قبل هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان، ويمثل هذا المقدار ($\pm 5\%$) وهذه النسبة تحمي المستثمر من عدم تحمله مخاطر رأسمالية كبيرة نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير.

المقياس الرابع :

الإعفاء الضريبي

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	13	50.0	50.0
موافق	10	38.5	88.5
محايد	3	11.5	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (5)

(88.5%) من أفراد العينة أفادوا بـ(موافق بشدة، و موافق) على أن الإعفاءات الضريبية الخاصة بالمحافظ الاستثمارية تؤثر في تشكيل تلك المحافظ، مع أن (11.5%) من أفراد العينة كانت إفادتهم (محايد). ونحن نعلم بأن موضوع الإعفاء الضريبي من المواضيع التي يعيرها المستثمر أو صاحب القرار الاستثماري جانباً كبيراً من الأهمية، حيث إن إخضاع الأرباح الرأسمالية للمحافظ للضريبة يؤدي في النهاية إلى انخفاض هذه الأرباح وهذا ما لا يرغب به المستثمر.

المقياس الخامس :

التدخل الحكومي

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	9	34.6	36.0
موافق	9	34.6	72.0
محايد	6	23.1	96.0
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	25	96.2	
مفقود	1	3.8	
المجموع	26	100.0	

جدول (6)

بالنسبة للتأثير السلبي للتدخل الحكومي على تشكيل المحافظ الاستثمارية، نجد أن (72%) من أفراد العينة كانت إفاداتهم (موافق، موافق بشدة)، في حين أن (23.1%) كانوا محايدين، و(3.8%) منهم غير موافقين على التأثير السلبي للتدخل الحكومي. حيث إنه من المعلوم أن المديرين المسؤولين عن إدارة هذه المحافظ أو إدارة الشركات التابعة لها هذه المحافظ لا يرغبون بالعادة أن تتدخل الحكومة في كيفية إدارة هذه الشركات أو وضع سياساتها.

المقاييس المتعلقة بالمستثمر وميوله واتجاهاته: المقياس الأول :

ميول المستثمر تجاه أدوات الاستثمار

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	10	38.5	38.5
موافق	15	57.7	96.2
محايد	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (7)

بالنسبة لميول المستثمرين تجاه أدوات الاستثمار، وبيئة الاستثمار المتاحة، وجد أن ما نسبته (96.2%) كانت إفاداتهم (موافق بشدة، موافق)، في حين أن (3.8%) كانت إفاداتهم محايد.

المقياس الثاني :

ميول المستثمر تجاه الحوافز

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	10	38.5	38.5
موافق	14	53.8	92.3
محايد	2	7.7	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (8)

(92.3%)، من أفراد العينة كانت إفاداتهم (موافق بشدة، و موافق) بالنسبة للحوافز المتحققة

من خلال إنشاء المحافظ الاستثمارية، مع أن (7.7%) من أفراد العينة كانت إفاداتهم (محايد). وهذا المعيار يمثل لنا درجة الرضا عن مقدار الأرباح المتحققة من عملية الاستثمار.

المقياس الثالث :

ميول المستثمر تجاه العائد المنتظم

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	8	30.8	30.8
موافق	11	42.3	73.1
محايد	5	19.2	92.3
غير موافق	2	7.7	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (9)

بالنسبة إلى العائد المنتظم المتوافر من المحافظ الاستثمارية من المزايا المرغوبة لدى

المستثمرين، وهذه الميزة ما يحاول جميع مديري الاستثمار الوصول إلى تحقيقها. وجد أن ما نسبته (73.1%) كانت إفاداتهم (موافق بشدة، و موافق)، في حين أن (19.2%) كانت إفاداتهم (محايد)،

وكانت النسبة (7.7%) من عينة المجتمع (غير موافق) .

المقياس الرابع :

الاستعداد للمخاطرة

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	6	23.1	23.1
موافق	9	34.6	57.7
محايد	9	34.6	92.3
غير موافق	2	7.7	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (10)

أما عن الاستعداد للمخاطرة ومدى تفاعل المستثمر من المحافظ الاستثمارية، وجد أن ما نسبته (57.7%) كانت إفاداتهم (موافق بشدة، و موافق)، في حين أن (34.6%)، من عينة المجتمع كانت إفاداتهم (محايد)، و (7.7%) (غير موافق). وهذا ما يتحدد بناءً عليه تحديد السياسة الاستثمارية المتبعة في تكوين وإدارة هذه المحافظ.

حجم المخاطرة والعائد المالي المتوقع :

المقياس الاول :

ميزة المحافظ من جهة تحقيق عائد

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	9	34.6	34.6
موافق	9	34.6	69.2
محايد	7	26.9	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (11)

حول كون المحافظ الاستثمارية هي الوسيلة الأنسب لتحقيق عائد على الاستثمار في المحافظ

الاستثمارية واعتبار الاستثمار كمصدر دخل ثانوي بديل عن ودائع البنوك وأشكال الاستثمار الأخرى.

أفاد ما نسبته (69.2%) من عينة الدراسة (موافق بشدة، و موافق)، في حين أن (26.9%) منهم لم

يبدوا أي وجهة نظر حيال هذا الموضوع (محايد)، في حين أن (3.8%) منهم أفادوا (غير موافق).

المقياس الثاني :

تنوع الاستثمار لتقليل الخطورة

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	11	42.3	42.3
موافق	11	42.3	84.6
محايد	3	11.5	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (12)

أبدى ما نسبته (84.6%) من أفراد العينة موافقتهم الإيجابية حول أن سياسة تنويع الاستثمار تقلل من حجم المخاطر، على الرغم من أن (13.4%) منهم كانت وجهة نظرهم سلبية تجاه الموضوع نفسه إما محايدين وإما غير موافقين.

المقياس الثالث :

التكيف الاقتصادي

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	10	38.5	38.5
موافق	13	50.0	88.5
محايد	2	7.7	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (13)

بالنسبة لمدى ملاءمة المحافظ الاستثمارية للتكيف مع التقلبات الاقتصادية، أفاد (50%) من أفراد العينة بالموافقة، في حين أن (11.5%) منهم كانت إفادتهم محايد أو غير موافق.

المقياس الرابع :

المخاطر الاستثمارية

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	10	38.5	38.5
موافق	14	53.8	92.3
محايد	1	3.8	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (14)

كانت إفادات (92%) من أفراد العينة موافق بشدة و موافق بأن مقدار المخاطرة الاستثمارية

الناجمة عن عملية الاستثمار التي تتعرض لها هذه المحافظ لها كل الشأن في اتخاذ قرار الاستثمار

في تشكيل المحفظة، في حين أن (7.7%) منهم كانوا (محايد أو غير موافق) لهذا الرأي.

المقياس الخامس :

عوائد المحافظ في قطاع التأمين

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	5	19.2	19.2
موافق	10	38.5	57.7
محايد	7	26.9	84.6
غير موافق	4	15.4	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (15)

بالنسبة لعوائد المحافظ في قطاع التأمين لوحظ أن هنالك تقارباً بين وجهة النظر الإيجابية بواقع (57.7%) (موافق بشدة و موافق)، وفي الجانب المقابل الأشخاص الذين يمثلون وجهة النظر السلبية حول الموضوع نفسه بواقع (46.3%) (محايد، غير موافق) من مجموع الأفراد، ومن المعروف أن بعض الأفراد أو مديري الاستثمار يفضلون الأدوات التي تحقق عوائد منخفضة غير أن بعضهم يفضلون العوائد المرتفعة حتى لو ارتفعت المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمار.

الوضع الاقتصادي :

المقياس الأول:

تغير سعر الفائدة

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	6	23.1	23.1
موافق	17	65.4	88.5
محايد	2	7.7	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (16)

أفاد (65.4%)، من أفراد العينة بموافقتهم على أن تغير سعر الفائدة من الأسباب الهامة في صنع قرار الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، في حين أن (7.7%) منهم أفادوا بمحايد، أما عن الفئة غير المتفقة مع هذا الرأي فنسبتهم (3.8%) . فمثلاً إذا زاد سعر الفائدة على الودائع الآجلة في البنوك على معدل العائد على الاستثمار الناتج عن المحافظ الاستثمارية يجد المستثمر نفسه غير مضطر لعدم تحمل أي نوع من أنواع المخاطر الاستثمارية حتى ولو كانت قليلة نسبياً، وبدلاً من ذلك يتم إيداع هذه الأموال في البنوك والحصول على عائد ملائم يلبي رغباته والعكس صحيح.

المقياس الثاني :

معدل التضخم

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	6	23.1	23.1
موافق	15	57.7	80.8
محايد	5	19.2	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (17)

حول مدى تأثير معدل التضخم في تشكيل المحافظ الاستثمارية، أفاد ما نسبته (80.8%) من أفراد عينة الدراسة بـ(موافق، موافق بشدة)، في حين أن (19.2%) منهم أفادوا بـ(محايد). فانخفاض القيمة الشرائية للنقود مع ثبات العوامل الأخرى ومنها العائد على الاستثمار قد يؤدي في النهاية إلى تحقيق بعض الخسائر الرأسمالية في هذه المحافظ.

المقياس الثالث :

الخبرة الإدارية والمالية

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	7	26.9	26.9
موافق	14	53.8	80.8
محايد	5	19.2	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (18)

فيما يتعلق بمدى مساهمة توافر الخبرة الإدارية والمالية في إنشاء المحافظ الاستثمارية، كانت إجابات أفراد العينة كما يلي، (26.9%) (موافق بشدة)، (53.8%) (موافق)، (19.2%) (محايد). وهذا ما يناقشه مبدأ التحليل الجوهري الذي ذكرناه سابقاً حيث إن بعض الأفراد قد لا يكتفون بتحليل العوامل الداخلية والخارجية

للوصول إلى البديل الأفضل ومقارنة هذه البدائل حسب مبدأ المقارنة فيستعينون بأصحاب الخبرة والآراء المهنية في اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية لتجنب الوقوع في بعض الخسائر.

المقياس الرابع :

التنافسية الشديدة

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	8	30.8	30.8
موافق	16	61.5	92.3
محايد	2	7.7	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (19)

(92.3%) من مجموع الأفراد أفادوا (موافق بشدة ، موافق) حول دور التنافسية الشديدة بين المؤسسات، في ظل اقتصاديات السوق المفتوح، في تشكيل المحافظ الاستثمارية، في حين أن (7.7%) منهم كانت إفاداتهم (محايد). وكما أسلفنا فإن العدد المتزايد لشركات التأمين أدى إلى وجود منافسة شديدة من حيث السعر والخدمات والجودة التي تقدمها، وحتى تستطيع خفض الأقساط للعقود الجديدة لا بد لها من مصادر دخل أخرى تساعدها في مواجهة التكاليف المترتبة على عائقها.

المقياس الخامس:

آثار العولمة

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	8	30.8	32.0
موافق	11	42.3	76.0
محايد	5	19.2	96.0
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	25	96.2	
مفقود	1	3.8	
المجموع	26	100.0	

جدول (20)

فيما يتعلق بالعولمة الاقتصادية وما يشهد السوق من تكتلات واندماجات اقتصادية، أفاد ما نسبته (76%) من عينة الدراسة بـ(موافق بشدة، موافق)، في حين (19.2%) منهم أفادوا بـ(محايد) و(3.8%) منهم أيضا أفادوا بـ(غير موافق)، وأيضا لم يدلوا بأي وجهة نظر على التوالي . وهذا ما نراه جلياً في أيامنا هذه حيث أن بعض القوانين الصادرة عن هيئة التأمين قد أجبرت بعض الشركات الصغيرة على الاندماج مع شركات كبيرة لزيادة رأس مالها ومن هنا فإن زيادة رؤوس أموال هذه الشركات سينتج عنه زيادة حجم المحافظ الاستثمارية التابعة لها.

المقاييس المتعلقة بالوضع الاجتماعي :

المقياس الأول :

الميول الاجتماعية والمرجعيات الدينية

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	5	19%	19%
موافق	14	54%	73%
محايد	5	19%	92%
غير موافق	2	8%	100%
المجموع	26	100%	

جدول (21)

كانت إفادات (54%) من أفراد عينة الدراسة هي (موافق)، في حين أن (19%)، من نفس العينة وافقوا بشدة على أن أهمية الميول الاجتماعية والمرجعيات الدينية في تشكيل المحافظ الاستثمارية، في حين أن (19%) منهم كانت إفاداتهم محايد، و(1%) أيضا غير موافقين هذا الرأي.

المقياس الثاني :

الاستقرار الامني

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	15	58%	58%
موافق	10	38%	96%
محايد	1	4%	100%
المجموع	26	100.0	

جدول (22)

أما عن مستوى الاستقرار الاجتماعي والامني وتأثير ذلك في تشكيل المحافظ الاستثمارية فقد كانت إفادات (96%) (موافق بشدة و موافق)، مع أن (4%) من أفراد العينة كانت إفاداتهم محايد .

المقياس الثالث :

الثراء الاجتماعي والرفاه الفردي

	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
موافق بشدة	13	50.0	50.0
موافق	11	42.3	92.3
محايد	1	3.8	96.2
غير موافق	1	3.8	100.0
المجموع	26	100.0	

جدول (23)

(92.3%) من أفراد العينة أفادوا بـ(موافق بشدة، و موافق) على أن الثراء الاجتماعي

والفردي من العوامل الهامة في تشكيل تلك المحافظ، في حين (7.7%) من منهم أفادوا بـ (محايد، غير موافق).

الإحصاء الاستدلالي

أولاً : إيجاد العلاقات بين المتغيرات :

سوف نعمل على إيجاد مدى العلاقة (Correlations)، التي يرمز لها بالرمز (R) التي

ترتبط بين المتغير التابع (Y)، والمتغيرات المستقلة (X_1, X_2, X_3, X_4, X_5) كل على حدة،

كما هو مبين في الجدول رقم (24)، حتى نستطيع تقييم مدى العلاقة التي ترتبط بين المتغيرات

المستقلة، والمتغير التابع (Y).

Correlations

المحافظ (الاستثمارية Y)		دور الدولة (x1)	ميلو المستثم (x2)	المخاطرة والعائد (x3)	الوضع الاقتصادي (x4)	الوضع الاجتماعي (x5)
	الارتباط %	48.2	43.2	41.4	44.8	19.1
	الموثوقية %	.013	.028	.023	.013	.349

جدول (24)

من خلال الجدول السابق نجد العلاقة بين المحافظ الاستثمارية والعوامل المؤدية إلى تكونها

كما يلي:

- أما عن دور الدولة وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية، نجد أن نسبة العلاقة فيه مرتفعة (48.2%)، وهي علاقة إيجابية مرتفعة .
- ميلو المستثمر تلعب دوراً كبيراً في تشكيل المحافظ الاستثمارية، بنسبة (43.2%)، وهي نسبة إيجابية مرتفعة.
- حجم المخاطرة والعائد المتوقع وأثرها في تكون المحافظ الاستثمارية، بنسبة (41.4%) وهي علاقة إيجابية مرتفعة أيضاً.
- إن إنشاء المحافظ الاستثمارية له علاقة بالوضع الاقتصادي، بنسبة (44.8%)، وهي علاقة إيجابية مرتفعة.
- يؤثر الوضع الاجتماعي في تشكيل المحافظ الاستثمارية بنسبة وقدرها (19.1%)، وهي نسبة إيجابية منخفضة نوعاً ما.

ثانياً: اختبار الفرضيات:

• **تحديد أهمية الفرضيات:** نريد أن ننوه هنا إلى أن أهمية الفرضيات، تكمن في تحديد معنوية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، وأن هذه العلاقة في حال وجودها، هل ستكون مقبولة من الناحية الإحصائية؟ هذا ما نريد أن نعالجه من خلال الفرضيات قاعدة القرار المتعلق بقبول أو رفض الفرضيات.

• **قاعدة القرار في قبول الفرضيات أو رفضها :** سنعمل على اختبار الفرضيات اعتماداً على قيمة مستوى الموثوقية الوارد ذكره في الجدول السابق (24) حيث إن قيمة مستوى الموثوقية الافتراضية هي (0.05)، حيث سنقوم برفض الفرضية العدمية (H_0)، في حالة أن قيمة مستوى الموثوقية الوارده في الجدول أعلاه أكبر من (0.05)، وفي حال رفضنا الفرضية العدمية هذا يعنى بالضرورة قبولنا للفرضية البديلة (H_1)، وتجدر الإشارة هنا إلى أن كل متغير من المتغيرات المستقلة، له مستوى موثوقية خاص به كما هو موضح في الجدول (24).

و فيما يلي اختبار الفرضيات كل على حده :

• الفرضية الأولى

H_0 : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القوانين والتشريعات المفروضة من قبل الدولة، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

بالرجوع إلى الجدول (24) السابق نجد أن قيمة مستوى الموثوقية لمتغير دور الدولة متمثلاً بالقوانين والتشريعات (x_1)، وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية هو (0.013)، وهو قيمة أقل من مستوى الموثوقية المفترض (0.05)، لذلك فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة التي تفيد (وجود علاقة بين المتغيرين).

• الفرضية الثانية

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميول المستثمر واتجاهاته، على اعتبار أن هذا المستثمر هو الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية وتشكيل هذه المحافظ الاستثمارية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ميول المستثمر واتجاهاته، على اعتبار أن هذا المستثمر هو الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية وتشكيل هذه المحافظ الاستثمارية.

بالرجوع إلى الجدول (24) السابق نجد أن قيمة مستوى الموثوقية لمتغير ميول المستثمر واتجاهاته (x_2)، وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية هو (0.028)، وهو قيمة أقل من مستوى الموثوقية المفترض (0.05)، لذلك فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة التي تفيد (وجود علاقة بين المتغيرين).

• الفرضية الثالثة

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية، والمخاطر والعوائد المتوقعة من تلك الاستثمارات.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية، والمخاطر والعوائد المتوقعة من تلك الاستثمارات.

بالرجوع إلى الجدول (24) السابق نجد أن قيمة مستوى الموثوقية لمتغير المخاطرة والعائد (X_3)، وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية هو (0.023)، وهو قيمة أقل من مستوى الموثوقية المفترض (0.05)، لذلك فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة التي تفيد (وجود علاقة بين المتغيرين).

• الفرضية الرابعة

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المناخ الاقتصادي، والإقبال على تكوين هذه المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المناخ الاقتصادي، والإقبال على تكوين هذه المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

بالرجوع إلى الجدول (24) السابق نجد أن قيمة مستوى الموثوقية لمتغير الوضع الاقتصادي (X_4)، وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية هو (0.013)، وهو قيمة أقل من مستوى الموثوقية المفترض (0.05)، لذلك فإننا نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة التي تفيد (وجود علاقة بين المتغيرين).

• الفرضية الخامسة

HO: لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني، والمرجعيات الدينية، والثراء والرفاه الفردي، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

H1: يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني، والمرجعيات الدينية، والثراء والرفاه الفردي، وتشكيل المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الأردنية.

بالرجوع إلى الجدول (24) السابق نجد أن قيمة مستوى الموثوقية لمتغير الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني والمرجعيات الدينية والثراء والرفاه الفردي (X5)، وأثره في تشكيل المحافظ الاستثمارية هو (0.349)، وهو قيمة أعلى من مستوى الموثوقية المفترض (0.05)، لذلك فإننا نقبل الفرضية العدمية التي تفيد (عدم وجود علاقة بين المتغيرين).

ثالثاً: العوامل الفعالة في تشكيل المحافظ الاستثمارية :

من خلال نتائج الفرضيات السابقة نستطيع أن نجمل النتائج التالية:

المتغيرات المستقلة التي لها تأثير ملحوظ في تشكيل المحافظ الاستثمارية هي:

- دور الدولة متمثلاً بالقوانين والتشريعات (X1).
- ميول المستثمر واتجاهاته على اعتبار أن المستثمر هو الشخص المسؤول عن تكوين هذه المحافظ وإدارتها في شركات التأمين الأردنية (X2).
- المخاطرة والعائد المتوقع (X3).
- الوضع الاقتصادي (X4).

●
المتغيرات المستقلة التي ليس لها تأثير ملحوظ في تشكيل تلك المحافظ هي:

● استقرار الوضع الاجتماعي متمثلاً بالاستقرار الأمني والمرجعيات الدينية والثراء والرفاه

الفردى (X5).

الفصل الرابع النتائج و التوصيات

النتائج

1. لقد بات من المعلوم لدينا أن النشاط الاستثماري لشركات التأمين أصبح يشكل مصدر الدخل الثانوي لهذه الشركات في مواجهة التكاليف المترتبة على عاتقها بما يضمن استمرار أدائها.
2. إن الدخل الاستثماري الناتج عن المحافظ الاستثمارية ساعد شركات التأمين في مواجهة المنافسة السوقية الشديدة من حيث الأسعار والخدمات التي تقدمها التي باتت أمراً عليها مواجهته ضمن أنظمة اقتصادية جديدة كالعولمة.
3. يسعى المديرون العاملون في شركات التأمين الأردنية إلى الوصول إلى المستوى الاستثماري الأمثل الذي يضمن لهم تحقيق أعلى العوائد مع أقل مستوى من المخاطر من خلال المحفظة الاستثمارية المثلى.
4. إن للقوانين والتشريعات الصادرة من قبل الدولة أو من قبل الجهات الرسمية والرقابية المتمثلة بهيئة التأمين وبورصة عمان واستقرار هذه التشريعات وملاءمتها له أكبر الأثر في تشكيل المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين في الأردن حيث إن هذه الشركات لا تحبذ القوانين والتشريعات التي قد تؤدي إلى فرض ضرائب على عوائد الاستثمار وكذلك لا ترغب بوجود سياسات معينة تحكم تكوين هذه المحافظ أو وضع سياساتها الإدارية والتنفيذية.

5. يفضل هؤلاء المدبرون البيئة الاستثمارية المستقرة التي تضمن تدفق عائد استثماري منتظم مع أقل قدر من المخاطر الاستثمارية التي سوف يتعرضون لها فمعظمهم يفضلون اتباع السياسة المتحفظة أو الدفاعية لاحتوائها على أدوات استثمارية تمتاز بدخلها الثابت كأذونات الخزينة والأسهم الممتازة.

6. بعض مديري الاستثمار في شركات التأمين يسعون لاتباع السياسة المتوازنة التي تؤمن لهم الاستقرار النسبي لمحافظهم الاستثمارية بما يضمن لهم تحقيق عوائد معقولة يصاحبها مستويات مقبولة من المخاطرة وهذا يدفعهم إلى تنويع استثماراتهم بشكل يحقق لهم الحصول على عائد مع فرصة تحقيق أرباح رأسمالية.

7. إن الوضع الاقتصادي السائد يعتبر من الأسباب المهمة التي تؤثر بشكل مباشر في القرار الاستثماري لهذه الشركات، حيث إن ارتفاع معدل سعر الفائدة على الودائع مثلاً بشكل جيد قد يعكس القرار الاستثماري بتكوين محفظة استثمارية إلى وضع هذه الأموال لدى البنوك كودائع والحصول على معدل دخل ثابت دون التعرض لأي أنواع من المخاطر.

8. إن انخفاض القيمة الشرائية للنقود قد يؤثر أيضاً في القرار الاستثماري خاصة للمديرين الذين يفضلون اعتماد تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية في محافظهم حيث إن هذا الانخفاض يقلل من عدد الأدوات التي نستطيع إدخالها في المحفظة وبالتالي التوجه إلى قطاع البنوك فيما يتعلق بالودائع الآجلة.

9. إن من أكثر العوامل أهمية في نظر مديري الاستثمار في شركات التأمين، و كما هو الحال بالنسبة لباقي المستثمرين الراشدين، هو حجم المخاطرة الاستثمارية التي سوف تتعرض لها محافظهم الاستثمارية باختلاف أنواع هذه المخاطر، فالغالبية العظمى يسعون للحصول على أكبر عائد ممكن من خلال محافظهم بأقل مستوى من المخاطر، ولكن هذا الأمر قد يكون غير عملي حيث إنه من المعلوم أنه كلما زادت المخاطر المتوقعة زادت الأرباح المتوقعة والعكس صحيح.

10. بالنسبة للميول والمرجعيات الدينية والثراء الاجتماعي والرفاه الفردي، وجد أنه ليس له تلك الأهمية في بناء هذه المحافظ، قد يكون بسبب العولمة أو النظام الاقتصادي الحديث كما أن الشركات الحديثة وخاصة التأمين تمثل شركات مساهمة عامة ولا تمتلك من قبل شخص واحد.

التوصيات

1. نظراً لاعتبار الدخل الاستثماري كمصدر دخل ثانٍ لشركات التأمين في مواجهة التكاليف المترتبة على عاتقها والمتمثلة في تعويض الأفراد الذين تلحق بهم الأضرار وتحقيق معدلات مقبولة من توزيعات الأرباح الخاصة بالمساهمين ومواجهة مصاريفها التشغيلية، وجب الإشارة هنا إلى أن هذا المصدر يجب اعتباره كمصدر دخل ثانوي مساعد وليس رئيسياً حيث إن الدخل الرئيسي يجب أن يمثل الدخل الناتج من العمليات التشغيلية، حيث إن الانخفاض في أسعار الأدوات المالية نتيجة لأية أسباب قد يمثل كارثة في دخل هذه الشركات ويتمثل في انخفاض إيرادها الذي ينتج عنه الإضرار بمصالحها وسمعتها السوقية.
2. على هذه الشركات أن تأخذ بمبدأ تنويع الاستثمارات في محافظها الاستثمارية الذي يتمثل في تنويع وتشكيل الأدوات الاستثمارية حيث إن انخفاض سعر بعض هذه الأدوات قد يعوضه ارتفاع سعر بعضها من جهة أخرى. هذا بالإضافة إلى الملاءمة بين آجال استحقاق هذه الأدوات وبين تاريخ استحقاق التزاماتها الذي تحققه من خلال قدرتها على إيجاد التوافق الزمني بين طبيعة التزامات المنشأة وقدرتها على اختيار وتحديد آجال استحقاق الأدوات الاستثمارية المناسبة التي ستستثمر أموالها بها.

3. يقع على عاتق المديرين أو الأشخاص المسؤولين عن تكوين المحافظ الاستثمارية مسؤولية المحافظة على سير آلية الاستثمار وفق القوانين والتشريعات من قبل الحكومة أو من قبل الجهات الرسمية أو الرقابية المتمثلة بهيئة الأوراق المالية وبورصة عمان، وذلك تجنباً لأية مخالفات أو غرامات قد تتسبب بها مما يؤثر سلباً في إيرادات هذه الشركات.
4. عدم الاندفاع في استثمار المبالغ النقدية المتوفرة لدى الشركة بحيث يجب عليها الاحتفاظ بدرجة سيولة ملائمة دائمة تمكنها من الوفاء بالتزاماتها شبه اليومية كذلك في حال الخسارة تكون هذه الشركات تمتلك احتياطياً نقدياً يساعدها في إعادة بناء نفسها ثانية.
5. يجب الأخذ بعين الاعتبار بعض الأدوات المالية التي تحقق دخلاً متديماً مثل السندات الحكومية حيث إن هذه الأدوات حتى لو كانت متدنية الدخل ولكنها تحقق هذا الدخل دون التعرض لأي نوع من أنواع المخاطر باعتبارها خالية المخاطر تقريباً، وذلك من خلال اتباع السياسة المتحفظة أو الدفاعية، ولكن لا ضير من اتباع السياسة المتوازنة بشكل مدروس وفعال وبناء على قرارات مدروسة تمتاز بالاستقرار النسبي في المحافظ الاستثمارية بما يضمن لها تحقيق عوائد معقولة تصاحبها مستويات مقبولة من المخاطر.
6. بناء على مقتضيات العولمة ودخول معظم الدول فيها، لا مانع من الاستثمار وتوجيه بعض الموارد المتوفرة للاستثمار في بعض الأسواق العربية والعالمية، بعد إجراء الدراسات المناسبة واتخاذ القرارات الملائمة، مما يساعد في تحسين هذه المحافظ وزيادة فاعليتها.
7. توفير الخبرات المالية والإدارية في مجال المحافظ الاستثمارية، من خلال ترشيح بعض القيادات الشابة للدورات المناسبة، أو إنشاء المراكز المتخصصة لذلك.

8. ضرورة اعتماد مصادر مؤسسية معتمدة للائتمان، والعمل على تنويع هذه المصادر لتخفيض المخاطر إلى أقل درجة ممكنة، حيث إن هذا يبدو جليا في الدول المتقدمة، بحيث تتيح فرصة كافية أمام المستثمرين، لتوفر مثل هذا النوع من المصادر، بينما يصعب ذلك في الدول النامية، لقلّة هذا النوع من المصادر و ضعف إمكاناتها.

9. تأكيد أهمية الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية، للنشاطات الاستثمارية، وخاصة المتعلقة بالالتزامات المالية المترتبة على هذه النشاطات، الذي يضمن منع الانكشاف المالي، الذي يؤثر في درجة التصنيف الائتماني للمستثمر، ويحمي سمعته من الصدمات أو التقلبات المستقبلية.

10. ضرورة تنويع النشاط الاقتصادي بحيث لا ينفرد الاستثمار في مجال واحد، أو بديل واحد، لأن هذا التنويع يساعد على ضمان استمرار التدفقات النقدية الصافية.

11. يتمثل اتخاذ القرار الاستثماري برصد البدائل المتاحة و تحديدها، وكذلك تحليل البدائل المتاحة استثماريا من حيث العوائد والتكاليف والأبعاد الزمنية وعليه فإن هناك مسؤولية تقع على عاتق مديري الاستثمار بالوصول إلى تكوين المحافظ الاستثمارية المثلى التي تحقق أعلى عائد متوقع، على مستويات مختلفة من المخاطر المتوقعة، ويتم ذلك من خلال التحليل الداخلي والخارجي إضافة إلى التحليل الجوهري والأساسي لتحقيق هذه الغاية.

12. إن الأهداف المنشودة من المحافظ الاستثمارية، هو الحفاظ على رأس المال و كذلك مستوى دخل مستمر، والحفاظ على العوائد والأرباح من خلال السياسة الهجومية، وتنويع الاستثمار لتحقيق العوائد بأقل المخاطر.

المصادر والمراجع

المراجع العربية:

1. أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
2. الاتحاد الأردني لشركات التأمين، أعمال التأمين في الأردن، التقرير السنوي 2004، دائرة الدراسات والتطوير والتدريب، 2004.
3. الاتحاد الأردني لشركات التأمين، أعمال التأمين في الأردن، التقرير نصف السنوي 2005، دائرة الدراسات والتطوير والتدريب، 2005.
4. الجريدة الرسمية في 16 أيلول سنة 2001م بالعدد 4506.
5. الجريدة الرسمية في 30 تشرين الثاني سنة 2005م بالعدد 4732.
6. جمال غانم، إعادة التأمين، مطبعة جامعة الموصل، 1991.
7. حسني علي خريوش، عبد المعطي رشيد، أحمد جودة، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر، 1999.
8. حسين يوسف العجمي، التأمين، الأسس والممارسة، معهد البحرين للدراسات المصرفية والمالية، البحرين، 1998.
9. رمضان أبو السعود، أصول التأمين، دار المطبوعات الجامعية، الاسكندرية، 2000.
10. رياض بطشون، التأمين وإدارة الخطر، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 2000.
11. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار: الحقيقي والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.

12. علي إبراهيم إبراهيم، مبادئ التأمين، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1988.
13. علي حسين النصور، 1994، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية: دراسة تطبيقية في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
14. مختار محمد بلول، كيف تستثمر أموالك في الأسهم والسندات، المكتب العربي الحديث، القاهرة، 1992.
15. منير صالح هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1991.
16. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

المراجع الأجنبية:

1. Chan, K and Chen, Nai-fu, 1998 “**An additional assets- pricing test and the rol of firm size as instrumental variable for risk**”. The Journal of finance, vol. xl111. No.2.
2. Geoffreg A. Hirt. And Stanley B. BLOCK, "**Fundamentals of Investment Management**", 4th Ed, Irwin, Homewood, ILL. 1993, p.14.
3. GORDON J, Alexander, William F. Sharpe, and Jeffery V. Bailey, "**Fundamentals of Investment**", 2nd, Prentice-Hall, New Jersey, 1993, p. 437.
4. Harrison, Paul, 1994, "**The more thing change, the more they stay the same: analysis of the past 200 yearts of stock market evolution**" (market price), UN published PH.D, duke university.
5. Russell J, Fuller, and James L. Fareell, JR., "**Modern Investment and Security Analysis**". Mcgraw-Hill, U.S.A, 1987, p.563.
6. Thomas D. Simpson, "**Money, Banking, and Economic Analysis**", Prenticehall, New Jersey, 1987, p.145.

الملاحق

قائمة شركات التأمين الأردنية

1. شركة التأمين الأردنية.
2. شركة الشرق الأوسط للتأمين.
3. الشركة العربية الألمانية للتأمين.
4. شركة الشرق العربي للتأمين.
5. شركة التأمين الإسلامية.
6. شركة الأراضي المقدسة للتأمين.
7. شركة الضامنون العرب للتأمين.
8. شركة النسر العربي للتأمين.
9. شركة المجموعة العربية الأوروبية.
10. شركة دلتا للتأمين.
11. شركة العرب للتأمين على الحياة.
12. شركة القدس للتأمين.
13. شركة جراسا للتأمين.
14. شركة التأمين العامة العربية.
15. الشركة العربية الأمريكية للتأمين.
16. الشركة الأردنية الفرنسية للتأمين.
17. شركة فيلادلفيا للتأمين.
18. شركة الأردن الدولية للتأمين.
19. شركة البحار العربية للتأمين.
20. شركة الاتحاد العربي الدولي للتأمين .
21. الشركة المتحدة للتأمين.
22. الشركة الأمريكية للتأمين على الحياة.
23. شركة التأمين الوطنية الأهلية.
24. شركة اليرموك للتأمين.
25. المجموعة العربية الأردنية للتأمين.
26. شركة الواحة للتأمين.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

جامعة عمان العربية
كلية الدراسات الادارية و المالية العليا
قسم التمويل

السيد / السادة

تحية طيبة و بعد ،

يقوم الباحث بإعداد أطروحة الماجستير في تخصص التمويل، بعنوان تطوير نموذج لتحديد العوامل المؤثرة في تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الاردنية، وذلك بإشراف الدكتور محمد وهيب العلمي، بهدف الوصول إلى نموذج يحدد العوامل، التي تؤثر بشكل فاعل ومباشر في قرارمديري التنفيذ في شركات التأمين الأردنية، التي من خلالها يتم اتخاذ وتفعيل قرار الاستثمار، وتكوين المحافظ الاستثمارية لهذه الشركات.

وقد تم تصميم هذه الاستبانة لجمع المعلومات اللازمة لتحديد المتغيرات التي تؤثر في تكوين المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين الاردنية، راجيا التكرم بالاجابة على الاستبانة مؤكدين لكم أن كل ما يرد فيها ومن خلالها سوف يحاط بالسرية التامة ولن يستخدم إلا لأغراض البحث العلمي فقط.

شاكرين لكم حسن تعاونكم
وتفضلوا بقبول فائق الاحترام

(ملاحظة: تم تصميم هذه الاستبانة ليتم الاجابة على اسئلتها من قبل المدراء الماليين، و المسؤولين بشكل مباشر عن تكوين المحافظ الاستثمارية و ادارتها، في شركات التأمين الاردنية.)

موضوع البحث

غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	
					❖ تعد الدولة هي الحاضن الرئيس للعمليات التجارية والاستثمارية كونها هي المسؤولة عن تهيئة الارضية القانونية والسياسية الملائمة لتكوين المحافظ الاستثمارية ودعم الاستثمار حيث يبرز دورها في المجالات التالية : -
					1. التشريعات القانونية والسياسات الرأسمالية تساهم بشكل أساسي في تشكيل المحافظ الاستثمارية.
					2. التغيير في السياسات الحكومية المطبقة وعدم استقرارها يضعف الثقة في المحافظ الاستثمارية.
					3. القوانين والمزايا الممنوحة للمستثمرين تزيد من حجم الاقبال على المحافظ الاستثمارية.
					4. الإعفاءات الضريبية الخاصة بالمحافظ الاستثمارية.
					5. التدخل الحكومي في سياسات المؤسسات والشركات يؤثر بشكل سلبي في ارضية الاستثمارية .
غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	❖ كون المستثمر هو العنصر الأساسي لبدء عملية الاستثمار لذلك تساهم قناعاته وميوله في صنع قرار إنشاء المحافظ الاستثمارية ، ممثلا بالنقاط التالية : -
					1. ميول واتجاهات المستثمرين تجاه أدوات الاستثمار وبيئة الاستثمار المتاحة.
					2. الحوافز المتحققة من خلال إنشاء المحافظ الاستثمارية.
					3. يعتبر العائد المنتظم المتوفر من المحافظ الاستثمارية من المزايا المرغوب فيها لدى المستثمرين.
					4. الاستعداد للمخاطرة ومدى تفاعل المستثمر مع المحافظ الاستثمارية.
غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	❖ إن حجم المخاطرة والعائد المالي المتوقع من الأمور الهامة التي جعلت المحافظ الاستثمارية على رأس الخيارات الاستثمارية المحبذة للأسباب التالية : --
					1. المحافظ الاستثمارية هي الوسيلة الانسب لتحقيق عائد على الاستثمار بسبب موازنتها بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة.
					2. إن سياسة تنويع الاستثمارات المتبعة في المحافظ الاستثمارية تؤدي إلى تخفيض حجم المخاطر وبالتالي زيادة الإقبال على الاستثمار في تلك المحافظ.
					3. إن تكيف المحافظ الاستثمارية مع التقلبات الاقتصادية يجعلها من الخيارات الاستراتيجية لدى المستثمرين.

4. المخاطر الاستثمارية بمختلف انواعها تؤثر في القرار الاستثماري وتشكيل المحافظ الاستثمارية.

5. عوائد المحافظ الاستثمارية في قطاع التأمين مشجعة مقارنة مع عوائد أدوات الاستثمار الأخرى.

غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	❖ تتأثر المحافظ الاستثمارية بالوضع الاقتصادي المتمثل بالنقاط التالية : -
					1. يعتبر التغير في سعر الفائدة من الاسباب الهامة في اتخاذ قرار الاستثمار .
					2. إن معدل التضخم يعتبر عامل اساسي في اللجوء الى المحافظ الاستثمارية .
					3. مدى توافر الخبرة الادارية والمالية وتعميق الممارسات المؤسسية بالشكل الصحيح.
					4. التنافسية الشديدة في ظل اقتصاديات السوق المفتوح والتجارة الحرة .
					5. العولمة الاقتصادية ونشوء التكتلات التجارية والاندماج الإقليمي بين المؤسسات الكبرى.
غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة	❖ يؤثر استقرار الوضع الاجتماعي والمرجعيات الدينية والأيدولوجية في تشكيل القناعات المتعلقة حول جدوى المحافظ الاستثمارية ممثلا في النقاط التالية : -
					1. الميول الاجتماعية والمرجعيات الدينية تسهم بشكل أساسي في الإقبال على المحافظ الاستثمارية .
					2. يعد الاستقرار الامني من العوامل المساعدة في تشكيل المحافظ الاستثمارية
					3. الرفاه الاجتماعي و الثراء الفردي من العوامل الهامة في تشكيل المحافظ الاستثمارية.

Frequencies

Statistics

		Government	Invistor	Economic & Management	Risk
N	Valid	26	26	26	26
	Missing	0	0	0	0
Mean		1.7308	2.0385	1.8846	2.3462
Std. Deviation		.66679	.52769	.32581	.68948

Statistics

		Social Environment	Pocket
N	Valid	26	26
	Missing	0	0
Mean		1.6923	1.8462
Std. Deviation		.61769	.67482

Frequency Table

Government

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
	Agree	13	50.0	50.0	88.5
	neutral	3	11.5	11.5	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Invistor

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	3	11.5	11.5	11.5
	Agree	19	73.1	73.1	84.6
	neutral	4	15.4	15.4	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Economic & Management

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	3	11.5	11.5	11.5
	Agree	23	88.5	88.5	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Risk

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	2	7.7	7.7	7.7
Agree	14	53.8	53.8	61.5
neutral	9	34.6	34.6	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Social Environment

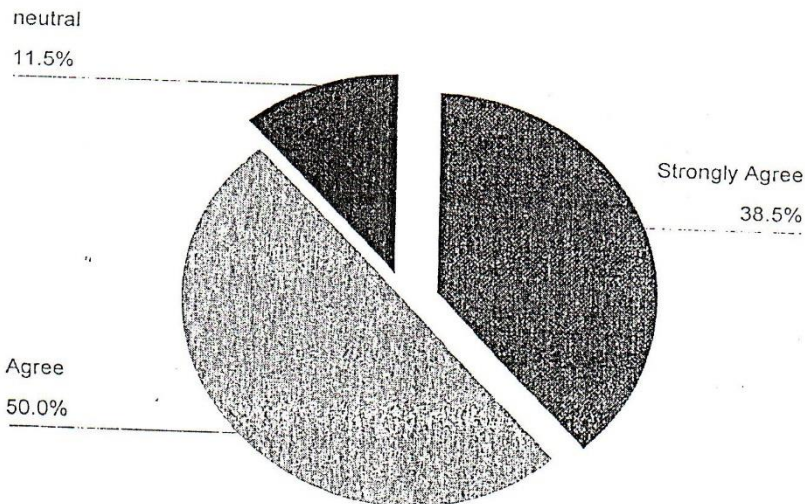
	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
Agree	14	53.8	53.8	92.3
neutral	2	7.7	7.7	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Pocket

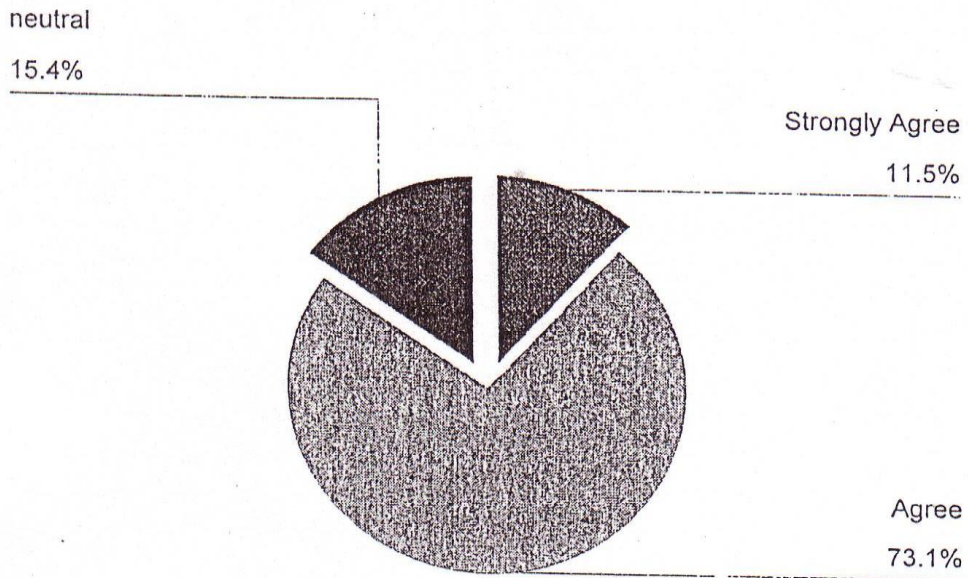
	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	7	26.9	26.9	26.9
Agree	17	65.4	65.4	92.3
neutral	1	3.8	3.8	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Pie Chart

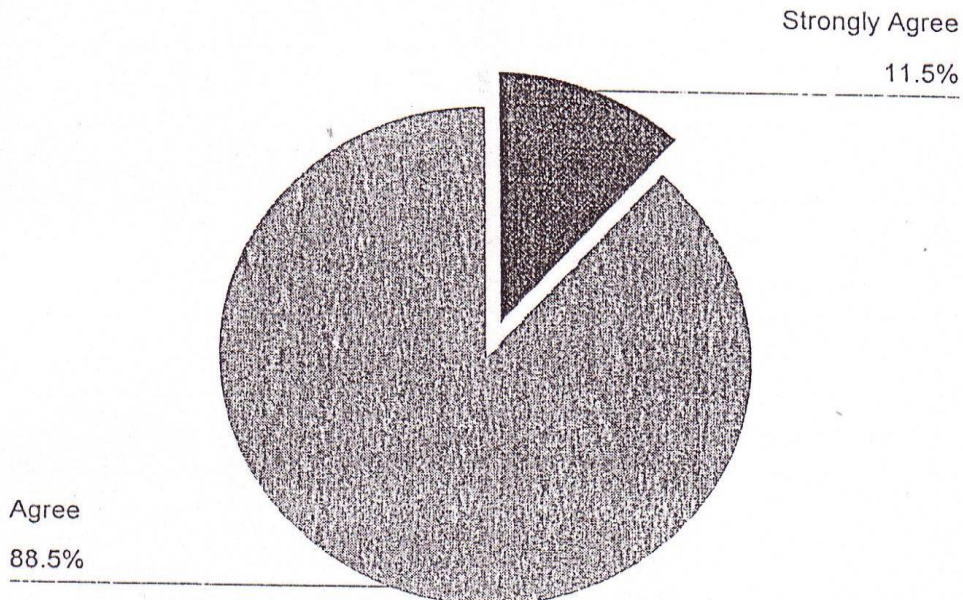
Government



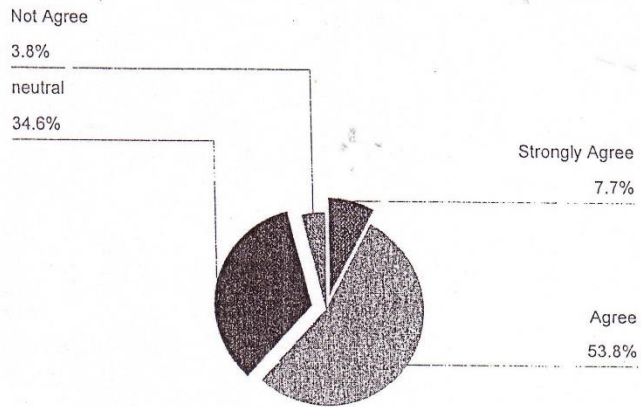
Invistor



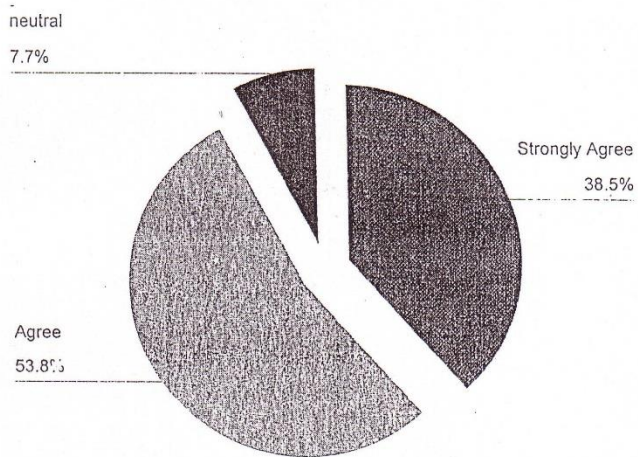
Economic & Management

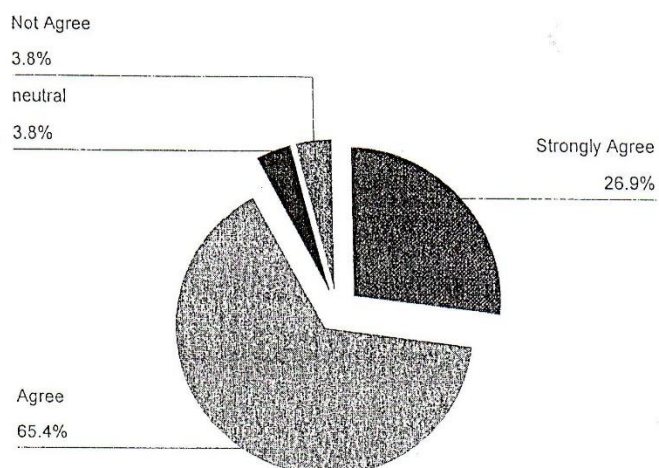


Risk



Social Environment





Nonparametric Correlations

Correlations

			Pocket	Government	Invistor
Spearman's rho	Pocket	Correlation Coefficient	1.000	.482*	.432*
		Sig. (2-tailed)	.	.013	.028
		N	26	26	26
	Government	Correlation Coefficient	.482*	1.000	-.123
		Sig. (2-tailed)	.013	.	.548
		N	26	26	26
	Invistor	Correlation Coefficient	.432*	-.123	1.000
		Sig. (2-tailed)	.028	.548	.
		N	26	26	26
	Economic & Management	Correlation Coefficient	.44	.018	.258
		Sig. (2-tailed)	.013	.931	.203
		N	26	26	26
	Risk	Correlation Coefficient	.41	-.227	.171
		Sig. (2-tailed)	.023	.264	.405
		N	26	26	26
	Social Environment	Correlation Coefficient	.191	-.145	.273
		Sig. (2-tailed)	.349	.480	.177
		N	26	26	26

Correlations

			Economic & Management	Risk
Spearman's rho	Pocket	Correlation Coefficient	.316	.007
		Sig. (2-tailed)	.116	.972
		N	26	26
	Government	Correlation Coefficient	.018	-.227
		Sig. (2-tailed)	.931	.264
		N	26	26
	Invistor	Correlation Coefficient	.258	.171
		Sig. (2-tailed)	.203	.405
		N	26	26
	Economic & Management	Correlation Coefficient	1.000	.358
		Sig. (2-tailed)	.	.072
		N	26	26
	Risk	Correlation Coefficient	.358	1.000
		Sig. (2-tailed)	.072	.
		N	26	26
	Social Environment	Correlation Coefficient	-.217	.230
		Sig. (2-tailed)	.287	.257
		N	26	26

Correlations

			Social Environment
Spearman's rho	Pocket	Correlation Coefficient	.191
		Sig. (2-tailed)	.349
		N	26
	Government	Correlation Coefficient	-.145
		Sig. (2-tailed)	.480
		N	26
	Invistor	Correlation Coefficient	.273
		Sig. (2-tailed)	.177
		N	26
	Economic & Management	Correlation Coefficient	-.217
		Sig. (2-tailed)	.287
		N	26
	Risk	Correlation Coefficient	.230
		Sig. (2-tailed)	.257
		N	26
	Social Environment	Correlation Coefficient	1.000
		Sig. (2-tailed)	.
		N	26

*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Pocket	1.8462	.67482	26
Government	1.7308	.66679	26
Invistor	2.0385	.52769	26
Economic & Management	1.8846	.32581	26
Risk	2.3462	.68948	26
Social Environment	1.6923	.61769	26

Correlations

		Pocket	Government	Invistor	Economic & Management
Pearson Correlation	Pocket	1.000	.438	.467	.280
	Government	.438	1.000	-.083	.035
	Invistor	.467	-.083	1.000	.259
	Economic & Management	.280	.035	.259	1.000
	Risk	-.053	-.224	.182	.363
	Social Environment	.170	-.112	.283	-.183
Sig. (1-tailed)	Pocket	.	.013	.008	.083
	Government	.013	.	.343	.432
	Invistor	.008	.343	.	.100
	Economic & Management	.083	.432	.100	.
	Risk	.399	.135	.187	.034
	Social Environment	.204	.293	.080	.185
N	Pocket	26	26	26	26
	Government	26	26	26	26
	Invistor	26	26	26	26
	Economic & Management	26	26	26	26
	Risk	26	26	26	26
	Social Environment	26	26	26	26

Correlations

		Risk	Social Environment
Pearson Correlation	Pocket	-.053	.170
	Government	-.224	-.112
	Invistor	.182	.283
	Economic & Management	.363	-.183
	Risk	1.000	.166
	Social Environment	.166	1.000
Sig. (1-tailed)	Pocket	.399	.204
	Government	.135	.293
	Invistor	.187	.080
	Economic & Management	.034	.185
	Risk	.	.209
	Social Environment	.209	.
N	Pocket	26	26
	Government	26	26
	Invistor	26	26
	Economic & Management	26	26
	Risk	26	26
	Social Environment	26	26

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Social Environment, Government, Economic & Management, Invistor, Risk		Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: Pocket

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.704 ^a	.496	.370	.53548

Model Summary^b

Model	Change Statistics				
	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.496	3.941	5	20	.012

- a. Predictors: (Constant), Social Environment, Government, Economic & Management, Invistor, Risk
b. Dependent Variable: Pocket

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.650	5	1.130	3.941	.012 ^a
	Residual	5.735	20	.287		
	Total	11.385	25			

a. Predictors: (Constant), Social Environment, Government, Economic & Management, Invistor, Risk

b. Dependent Variable: Pocket

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.951	.833		-1.143	.267
	Government	.457	.167	.451	2.739	.013
	Invistor	.538	.225	.421	2.395	.027
	Economic & Management	.492	.387	.237	1.271	.218
	Risk	-.139	.177	-.142	-.786	.441
	Social Environment	.184	.194	.168	.950	.354

Coefficients^a

Model		Correlations			Collinearity Statistics	
		Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)					
	Government	.438	.522	.435	.929	1.077
	Invistor	.467	.472	.380	.816	1.225
	Economic & Management	.280	.273	.202	.722	1.384
	Risk	-.053	-.173	-.125	.767	1.304
	Social Environment	.170	.208	.151	.801	1.248

a. Dependent Variable: Pocket

Frequencies

Statistics

		Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Q7
N	Valid	26	26	26	26	25	26	26
	Missing	0	0	0	0	1	0	0

Statistics

		Q8	Q9	Q10	Q11	Q12	Q13	Q14
N	Valid	26	26	26	26	26	26	26
	Missing	0	0	0	0	0	0	0

Statistics

		Q15	Q16	Q17	Q18	Q19	Q20
N	Valid	26	26	25	26	26	26
	Missing	0	0	1	0	0	0

Statistics

		Q21	Q22
N	Valid	26	26
	Missing	0	0

Frequency Table

Q1

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	8	30.8	30.8	30.8
	Agree	17	65.4	65.4	96.2
	neutral	1	3.8	3.8	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q2

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	14	53.8	53.8	53.8
	Agree	10	38.5	38.5	92.3
	neutral	2	7.7	7.7	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q3

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	13	50.0	50.0	50.0
	Agree	11	42.3	42.3	92.3
	neutral	1	3.8	3.8	96.2
	Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q4

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	13	50.0	50.0	50.0
	Agree	10	38.5	38.5	88.5
	neutral	3	11.5	11.5	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q5

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	9	34.6	36.0	36.0
	Agree	9	34.6	36.0	72.0
	neutral	6	23.1	24.0	96.0
	Not Agree	1	3.8	4.0	100.0
Missing	System	25	96.2	100.0	
Total		26	100.0		

Q6

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
	Agree	15	57.7	57.7	96.2
	neutral	1	3.8	3.8	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q7

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
	Agree	14	53.8	53.8	92.3
	neutral	2	7.7	7.7	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q8

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	8	30.8	30.8	30.8
Agree	11	42.3	42.3	73.1
neutral	5	19.2	19.2	92.3
Not Agree	2	7.7	7.7	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q9

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	6	23.1	23.1	23.1
Agree	9	34.6	34.6	57.7
neutral	9	34.6	34.6	92.3
Not Agree	2	7.7	7.7	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q10

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	9	34.6	34.6	34.6
Agree	9	34.6	34.6	69.2
neutral	7	26.9	26.9	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q11

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	11	42.3	42.3	42.3
Agree	11	42.3	42.3	84.6
neutral	3	11.5	11.5	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q12

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
Agree	13	50.0	50.0	88.5
neutral	2	7.7	7.7	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q13

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	6	23.1	23.1	23.1
Agree	17	65.4	65.4	88.5
neutral	2	7.7	7.7	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q14

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	6	23.1	23.1	23.1
	Agree	15	57.7	57.7	80.8
	neutral	5	19.2	19.2	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q15

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	7	26.9	26.9	26.9
	Agree	14	53.8	53.8	80.8
	neutral	5	19.2	19.2	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q16

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	8	30.8	30.8	30.8
	Agree	16	61.5	61.5	92.3
	neutral	2	7.7	7.7	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q17

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	8	30.8	32.0	32.0
	Agree	11	42.3	44.0	76.0
	neutral	5	19.2	20.0	96.0
	Not Agree	1	3.8	4.0	100.0
	Total	25	96.2	100.0	
Missing	System	1	3.8		
Total		26	100.0		

Q18

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	10	38.5	38.5	38.5
	Agree	14	53.8	53.8	92.3
	neutral	1	3.8	3.8	96.2
	Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q19

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Strongly Agree	5	19.2	19.2	19.2
	Agree	10	38.5	38.5	57.7
	neutral	7	26.9	26.9	84.6
	Not Agree	4	15.4	15.4	100.0
	Total	26	100.0	100.0	

Q20

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	12	46.2	46.2	46.2
Agree	11	42.3	42.3	88.5
neutral	2	7.7	7.7	96.2
Not Agree	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q21

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	11	42.3	42.3	42.3
Agree	14	53.8	53.8	96.2
neutral	1	3.8	3.8	100.0
Total	26	100.0	100.0	

Q22

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Strongly Agree	12	46.2	46.2	46.2
Agree	11	42.3	42.3	88.5
neutral	3	11.5	11.5	100.0
Total	26	100.0	100.0	

>Error # 7001

>There is no license for SPSS for Windows.

>This command not executed.

>Specific symptom number: 41

End of job: 0 command lines 1 errors 0 warnings 5 seconds

>Error # 7001

>There is no license for SPSS for Windows.

>This command not executed.

>Specific symptom number: 41

End of job: 0 command lines 1 errors 0 warnings 0 seconds