



## العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2012-2017

FACTORS AFFECTING PROFIT DISTRIBUTION POLICY EMPIRICAL STUDY ON A SAMPLE OF ALGERIAN CORPORATION DURING THE PERIOD 2012-2017.

حسام كفايفي<sup>1\*</sup>، علي مكيد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة يحي فارس المدية، مخبر التنمية المحلية المستدامة (الجزائر)، kfaiifi.houssam@univ-medea.dz

<sup>2</sup> جامعة يحي فارس المدية، مخبر التنمية المحلية المستدامة (الجزائر)، mekid.ali@univ-medea.dz

تاريخ الاستلام: 2020/06/17؛ تاريخ المراجعة: 2020/09/12؛ تاريخ القبول: 2020/12/09

### الملخص

تناول البحث تحليل اختبار أثر مجموعة من العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لمجموعة مكونة من 06 مؤسسات اقتصادية جزائرية، خلال الفترة الزمنية 2012-2017. وذلك باستخدام معطيات panel data analysais، واستنادا إلى ستة متغيرات مالية تمثلت في نسبة الأرباح الموزعة للسهم كمتغير تابع، الربحية، السيولة، النمو، الرفع المالي وحجم المخاطر كمتغيرات مفسرة. أظهرت النتائج وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية تربط كل من الربحية، السيولة، الرفع المالي بنسبة الأرباح الموزعة، أما المتغيرات المفسرة الأخرى التي شملت النمو وحجم المخاطر فليس لها دلالة إحصائية في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع بالمؤسسات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: توزيع الأرباح، الربحية، فرص النمو، السيولة، الرافعة المالية.

تصنيف JEL: G35، G12، C23.

### ABSTRACT

The research paper addresses the examination effect analysis of a set of factors determining the profits distribution policy targeting a set of ( 06) Algerian economic corporations, over a span of time stretching from 2012-2017, using panel data analysis by addressing six financial variables which are: the percentage of dividends distributed per share as a dependent variable, profitability, liquidity, growth, financial leverage, the size of risks as dependent variables, the results showed a significant relationship correlating both profitability, liquidity and financial leverage with regard of distributed profits percentage, whereas the other dependent variables represented by growth and the size of risks, have no statistical significance in explaining the changes pertains dependent variable within corporations representing the sample under study.

**Keywords:** profit distribution, profitability, growth opportunity, liquidity, financial leverage.

**JEL classification :** G35·G12 ·C23.

\*حسام كفايفي hkifaiifi8@gmail.com

## مقدمة

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من الجوانب الاستراتيجية في نشاط أي مؤسسة اقتصادية ، حيث يتم استخدامها كآلية للإشارة إلى العالم الخارجي بمعلومات حول احتمال استقرار الشركة ونموها، فهي تتضمن تحديد نسبة الأرباح التي سيتم دفعها للمساهمين من حملة الأسهم العادية والممتازة، وزمن توزيع هذه الأرباح، لذلك فهي تمثل أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية نظرا لتفاعلها وتأثيرها المتبادل مع كل من قراري الاستثمار والتمويل في المؤسسة، وانعكاساتها على سعر السهم في السوق، وبالرغم من أنّ تحديد نسبة التوزيعات تحتل جزءاً هاماً من سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة إلا أن هناك عوامل أخرى على جانب كبير من الأهمية يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد هذه السياسة، وبالتالي يجب على المؤسسة عند قيامها بالتخطيط لسياسة توزيع الأرباح الأخذ بعين الاعتبار مصالح الشركة نفسها وتعظيم ثروة المساهمين فيها من حملة الأسهم وهو ما يستوجب توزيع ما يرضي هؤلاء من الأرباح.

## إشكالية الدراسة:

بناءً على ما سبق نطرح الإشكالية الرئيسية للبحث كالتالي: ماهي العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟

## الأسئلة الفرعية:

من أجل معالجة إشكالية البحث ومعرفة طبيعة أثر العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الحالة الجزائرية يتم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي طبيعة تأثير التغييرات في مستويات الربح المحقق بالمؤسسات المذكورة على توزيعات الأرباح السنوية؟

- هل تتأثر توزيعات الأرباح السنوية بمستوي سيولة المؤسسة؟

- ما علاقة نمو المؤسسة بقيمة الربح الموزع سنوياً؟

- كيف يؤثر ارتفاع حجم الاستدانة الخارجية على الأرباح الموزعة؟

- ما هو أثر المخاطر المتوقعة على الأرباح الموزعة؟

## فرضيات الدراسة:

تفترض هذه الدراسة بشكل رئيسي وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمحددات المتمثلة في الربحية، السيولة، النمو، الرفع المالي، وحجم المخاطر على سياسة توزيع الأرباح.

بشكل أكثر تفصيلاً لاختبار أثر كل عامل من العوامل المشار إليها على حجم الأرباح الموزعة سنوياً نقتح الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتغييرات في مستويات الربح السنوي المحقق على توزيعات الأرباح.

- تتأثر توزيعات الأرباح السنوية بمستوي سيولة المؤسسة بشكل موجب وذو دلالة إحصائية.

- الاتجاه نحو نمو المؤسسة من المتوقع أن يكون له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على قيمة الربح الموزع سنوياً.

- يؤدي ارتفاع حجم الاستدانة الخارجية إلى أثر عكسي ذو دلالة إحصائية على الأرباح الموزعة.

- للمخاطر المتوقعة تأثير سلبي معنوي إحصائياً على الأرباح الموزعة.

**أهمية الدراسة:** تبرز أهمية الدراسة في كون عملية توزيع الأرباح تعتبر في حد ذاتها من أهم القرارات المالية للمؤسسات الاقتصادية، لكونها تقدم دراسة تحليلية للمستثمرين وأصحاب المصالح حول مقاييس الاستثمار في الأسهم. وأن ما يهم غالبية المستثمرين في المقام الأول هي توزيعات الأرباح التي يحصلون عليها من استثمار أموالهم.

## اهداف الدراسة:

- التعرف إلى قيم المتغيرات المستقلة المتمثلة ب: (الربحية، السيولة، النمو المتوقع للمؤسسة، الرفع المالي، حجم المخاطر)، إضافة لقيم المتغير التابع في السلسلة الزمنية من (2012- 2017)،

- معرفة أثر العوامل المستقلة على سياسة توزيع الأرباح بمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. والوصول إلى نموذج يمكن للمساهمين من خلاله التنبؤ بمبلغ التوزيعات.

من أجل الإجابة على إشكالية البحث والتأكد من صحة فرضياته سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي لسياسة توزيع الأرباح وما تبعته من دراسات سابقة. وعلى منهج الاستدلال الإحصائي لدراسة العوامل المؤثرة على سياسة توزيع أرباح.

## 1- الإطار النظري والدراسات السابقة:

لسياسة توزيع الأرباح علاقة بالقرار المتعلق بالخيار بين استبقاء الأرباح وبين توزيعها وإصدار أسهم جديدة لتغطية حاجات المؤسسة من الأموال، فهي تمثل أحد أهم القرارات المالية التي تتخذ من قبل المدراء في الشركة وذلك من خلال المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو من خلال احتجاز تلك الأرباح لغرض إعادة استثمارها، بعبارة أخرى تقسيم الأرباح التي تحققها المؤسسة إلى أرباح ستبقى لأغراض الاستثمار والتشغيل، وبالتالي تعتبر الأرباح المتبقية مصدرا رئيسيا للتمويل الداخلي (هاشم، 2008، صفحة 213). أو أنها تذهب في شكل توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن السنوات السابقة، وأن توقيت التوزيع يخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة، فهي الطريقة التي ينتهجها مجلس إدارة المؤسسة لتوزيع الأرباح الحالية والسابقة والأصول الحقيقية بين مساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيته، أو أنها تمثل المبادلة بين الأرباح المحتجزة وبين دفع توزيعات أرباح نقدية أو عملية إصدار أسهم جديدة (حافظ طه، 2017، صفحة 477).

برأي الباحثان تحدد سياسة توزيع الأرباح التوزيع النهائي لأرباح الشركة المحققة خلال السنة المالية، وتكون بين إعطاء توزيعات للمساهمين أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، فهي مجموع المبالغ المعلنة توزيعها من إجمالي الأرباح الصافية التي حققتها المؤسسة والمتعلقة بالأسهم العادية وذلك خلال سنة واحدة، يتم دفعه من قبل المؤسسة للمساهمين وذلك بعد خصم الضرائب من الأرباح المحققة.

تبرز أهمية توزيعات الأرباح في كونها تمثل ما يحصل عليه المساهمون فعلا من أرباح الشركة. باعتبار توزيعات الأرباح تمثل الدخل الذي يحصل عليه حملة الأسهم، إذ أن السبب الوحيد لقيام المستثمر بشراء الأسهم العادية هو الحصول على الدخل المستقبلي، الذي يتكون من توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية.

أجريت العديد من الدراسات لغرض التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح، فقد تناولت دراسة (بريش و بدروي، 2013، الصفحات 12-22) بعنوان: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، ومن خلال الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات توصلت إلى أن العوامل المحددة لنسبة توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة الجزائرية هي الأرباح الكلية للمؤسسة والضرائب على أرباح الشركات. أما المردودية، الديون قصيرة الأجل والاحتياطات فهي تعتبر كمحددات يمكن الاعتماد عليها فقط للتمييز بين المؤسسات الخاصة الجزائرية الموزعة وغير الموزعة لأرباح السهم.

في نفس السياق توصلت دراسة (طارق و براق، 2019، الصفحات 1-11) بعنوان إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية، أن الشركات التي تتوفر على حوكمة جيدة يقل فيها تضارب المصالح وبالتالي الحد من مشكلة الوكالة، بالإضافة إلى التقليل من التباين في المعلومات وهذا ما يؤدي إلى اتخاذ قرار رشيد فيما يخص توزيعات الأرباح.

وهدفت دراسة (Farman & Nawaz, 2017, pp. 2-16) تأثير الربحية، فرص النمو، المخاطر، السيولة، حجم الشركة، الرافعة المالية، الضرائب على نسبة الأرباح الموزعة للفترة 2009-2014 لشركات الأدوية بباكستان، وكشفت النتائج أن السيولة، فرص النمو والربحية هي المحددات الرئيسية لتوزيع الأرباح، أما المؤشرات الأخرى فتؤثر بشكل ضئيل على قرارات توزيع الأرباح في المؤسسات المذكورة.

في نفس المنحى سعى الباحثان (Abu Manneh & Nasser, 2015, pp. 229-239) لإثبات العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وخصائص الشركات غير المالية المدرجة في سوق أبو ظبي للأوراق المالية، للفترة 2010-2012، وتم التوصل إلى أن سياسة توزيع الأرباح مرتبطة بشكل إيجابي وكبير مع ربحية الشركات، المخاطر، السيولة، وحجم الشركات، وبشكل سلبي وكبير مع مستوى الرفع المالي للشركات.

كما سعت دراسة (Huyen, 2016, pp. 1-24) لتحليل أثر كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية كمقياس للربحية والرفع المالي ونمو الأصول وحجم الشركة كمتغيرات مستقلة على نسبة التوزيعات بعينة مكونة من 152 شركة مدرجة في سوق الأسهم هوشي منه بالفيتنام من 2009 إلى 2013، وتوصلت إلى وجود ثلاثة عوامل لها علاقة كبيرة مع نسبة التوزيعات هما معدل العائد على الأصول، والرفع المالي وحجم الشركة.

أما دراسة (Demirgunes, 2015, pp. 418-426) فبحثت التأثيرات قصيرة وطويلة الأجل للعوامل المتعلقة بالربحية، السيولة، النمو، حجم المخاطر والضرائب على نسبة توزيع الأرباح بعينة مكونة من 20 شركة تركية مدرجة في البورصة للفترة 2002 - 2012، وتم التوصل إلى أنه على المدى الطويل تؤثر العوامل المرتبطة بالربحية، النمو، ضريبة الشركات بشكل كبير على نسبة توزيع الأرباح في حين أن الربحية فقط في المدى القصير لها تأثير إيجابي على نسبة توزيع الأرباح.

هذا وكشفت النتائج دراسة (Jozwiak, 2014, pp. 473-477) حول تأثير الرافعة المالية، السيولة، الربحية، الحجم الشركة والمخاطر على سياسة توزيع الأرباح للشركات غير المالية المدرجة في بورصة وارسو في بولندا. أن الشركات ذات الربحية العالية تدفع توزيعات أرباح منخفضة للاحتفاظ برأس المال للاستثمار في المستقبل. في حين أن الشركات ذات الرافعة المالية العالية تدفع أرباحًا منخفضة بسبب مدفوعات الفائدة المرتفعة.

وهدفت دراسة (Bostanci, Kadioglu, & Sayilgan, 2018, pp. 1-16) تحليل أثر كل من أرباح العام الماضي، حجم الشركة، السيولة، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على سياسة توزيع الأرباح لعينة مكونة من 106 مؤسسة مدرجة في بورصة اسطنبول خلال الفترة 2009-2015. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية للمتغيرات المستقلة مع نسبة توزيعات الأرباح.

من خلال الدراسات السابقة تبين أن لمتغيرات الربحية والسيولة تأثير إيجابي على توزيع الأرباح بينما لمتغيرات الرفع المالي، النمو وحجم المخاطر تأثير سلبي. وهذا ما سيتم بحثه في دراستنا بمجموعة من مؤسسات اقتصادية جزائرية.

وفيما يلي شرح وتوضيح للعوامل السابقة وكيفية تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح:

- **الربحية:** يتم توزيع الأرباح المدفوعة للمساهمين من الأرباح التي تحققها المؤسسة. ومن المحتمل أن تتأثر التغييرات في توزيع الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق. لذلك من المرجح أن تزيد المؤسسة من توزيع الأرباح في حال ارتفاع الحجم السنوي للأرباح. وبالتالي يُنظر إلى نسبة الربحية كعامل رئيسي في صياغة سياسة توزيع أرباح المؤسسات (Abu Manneh & Nasser, 2015, p. 230).

وعلى هذا الأساس يمكن استنتاج الطابع الإيجابي لشكل تأثير هذا المؤشر على المؤشر التابع توزيع الأرباح.

- **السيولة:** يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية لدى المؤسسة وقد تكون المؤسسة رابحة بالفعل وحققت أرباحاً وفيرة على مر السنين، لكن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل موجودات المؤسسة، أي أنه لا توجد سيولة نقدية لدى المؤسسة لدفع أرباح موزعة. إن المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية وتستعمل كافة مصادر التمويل المتاحة لها لتمويل التوسع، تعاني عادة من ضائقة في السيولة. إذ يعتبر توفر السيولة أكثر أهمية من توفر الأرباح لأنها تعكس حقاً قدرة الشركة على دفع أرباح نقدية (شبايكي و باكرية ، 2009، صفحة 108).

ومن هنا يمكن تحديد تأثير هذا المتغير على المتغير التابع بالإيجابية.

- **النمو:** تتأثر سياسة توزيع الأرباح أيضاً بفرص نمو. فالمؤسسات التي تتمتع بمعدلات نمو عالية تكون في حاجة مستمرة للتمويل الإضافي، الأمر الذي يحتم عليها تقويم وضعها المالي من حيث الربحية والمخاطرة قبل اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية، حيث تميل إلى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحها لاستخدامها كمصدر داخلي لتمويل هذه الفرص، وتختار استخدام الأرباح المحتجزة بدلاً من مصادر التمويل الخارجية نظراً لسهولة الحصول عليها وتحملها تكلفة وخطورة أقل. إن الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية يقلص من حجم الأرباح المتاحة للتوزيع، وبالتالي تقليل دفع الأرباح. في المقابل فإن المؤسسات التي تعاني من نمو بطيء ولديها فرص استثمارية قليلة قد توزع نسبة كبيرة من عائداتها المعلن كالأرباح. (Abu Manneh & Nasser, 2015, p. 231).

يساهم مؤشر النمو في التأثير على التوزيع بشكل سلبي.

- **الرفع المالي:** تنص نظرية تكلفة المعاملة على أن المؤسسات التي لديها نسبة أعلى من التمويل في إجمالي رأس المال سيكون لديها مستوى أعلى من الالتزام لدفع رسوم الفائدة مما سيقلل من توزيعات الأرباح على المساهمين العاديين. لذلك تدفع المؤسسات التي تتمتع برافعة مالية عالية أرباح قليلة (مهرج و حلمي قلاب، 2019، صفحة 103).

من هذا المنطلق يبرز الطابع السلبي لتأثير هذا المؤشر على المتغير التابع توزيع الأرباح.

- **حجم المخاطر:** تعد مخاطر نشاط المؤسسات متغيراً إضافياً يستخدم عادة لإعداد سياسة توزيع الأرباح، ويرى الاختصاصيون بأن المؤسسات عالية المخاطر تشهد تقلبات في تدفقاتها النقدية أكثر من الشركات منخفضة المخاطر، مما يجبرها على البحث عن تمويل خارجي. ولتجنب التمويل الخارجي المكلف والمحفوف بالمخاطر يتم اللجوء إلى التقليل من توزيع الأرباح، وستواجه المؤسسة التي تواجه مخاطر منتظمة عالية (حالة عدم التأكد) صعوبة في إقامة علاقة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية، وللتعامل مع هذا قد تقلل المؤسسة من حجم الأرباح الموزعة، مما يعني أنها ستدفع أرباحاً منخفضة من أجل الحفاظ على توزيعات أرباح ثابتة في المستقبل، وتجنب استخدام تمويل خارجي مكلف (Abu Manneh & Nasser, 2015, p. 232).

لذلك عادة ما يكون لمتغير حجم المخاطر علاقة تأثير سلبية على طريقة توزيع الأرباح.

## 2- الدراسة القياسية:

### 1.2 تقديم معطيات الدراسة:

#### 1.1.2 منهجية الدراسة:

تعتمد منهجية الدراسة على استخدام بيانات البانل (بيانات السلاسل الزمنية المقطعية) لقياس العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وعلى برنامج 10 eviews لتحليل وتقدير نموذج الدراسة.

#### 2.1.2 عينة وفترة الدراسة:

تمتد فترة الدراسة من سنة 2012 إلى سنة 2017 ويرجع سبب اختيار هذه الفترة إلى توفر المعطيات المتعلقة بالمتغيرات التي تم الاعتماد عليها، كما شملت الدراسة ستة مؤسسات اقتصادية جزائرية وهي: أليانس للتأمينات، مجمع صيدال، سلسلة الأوراسي، مجمع روبية، بيوفارم، سونلغاز.

#### 3.1.2 مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة بالاعتماد على قاعدة بيانات موقع (بروضة الجزائر) بالإضافة إلى (المركز الوطني للسجل التجاري).

#### 4.1.2 متغيرات الدراسة:

تشتمل متغيرات الدراسة على متغير تابع وخمسة متغيرات مستقلة وهي كالتالي:

المتغير التابع: يشتمل هذا المتغير على:

$DIV_{it}$ : يمثل نسبة الأرباح الموزعة والتي تحسب من خلال قسمة الأرباح الموزعة على النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المشكلة لعينة الدراسة.

المتغيرات المستقلة: تتمثل هذه المتغيرات في:

$PROF_{it}$ : يمثل مقياس لربحية المؤسسات الاقتصادية (معدل العائد على إجمالي الموجودات). ويحسب بقسمة صافي الربح على القيمة الإجمالية للأصول.

$LIQ_{it}$ : نسبة السيولة النقدية للسهم وتقاس بقسمة رصيد الأصول الجارية على الخصوم الجارية.

$GRO_{it}$ : معدل نمو المؤسسة و يمثل نسبة نمو إجمالي الأصول في السنة الحالية عن السنة السابقة.

$LEV_{it}$ : الرفع المالي ويقاس بقسمة مجموع الديون إلى مجموع الأصول.

$PE_{it}$ : يمثل المخاطر وهو يحسب من خلال التغير السنوي في حجم الأرباح الصافية.

#### 5.1.2 النموذج المستخدم.

تعتمد الدراسة على نموذج قياسي يبين العلاقة بين نسبة الأرباح الموزعة كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة التالية: الربحية، السيولة، نمو الشركة، الرفع المالي وحجم المخاطر. هذه العلاقة يمكن صياغتها كالتالي:

$$DIV = f( PROF, LIQ, GRO, LEV, PE)$$

تمت صياغة معادلة الانحدار الخاصة بنموذج الدراسة على الشكل التالي:

$$DIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PROF_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 GRO_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 PE_{it} + e_{it}$$

حيث:

$i$ : تمثل عدد المؤسسات في الدراسة (سنة مؤسسات اقتصادية).

$t$ : يمثل الزمن (2012-2017).

$\beta_0$ : قيمة الثابت في النموذج وهي قيمة توزيعات الأرباح من غير أخذ أثر العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح.

$\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_5$ : معاملات الانحدار.

$e_{it}$ : تمثل الخطأ القياسي أو العشوائي للنموذج المقدر.

## 2.2 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (1) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة: يشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

الجدول رقم (1): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الأقل قيمة	الأكثر قيمة
<i>DIV</i>	36	0.376737	0.271388	0.000000	0.985916
<i>PROF</i>	36	0.171079	0.184987	-0.080808	0.922660
<i>LIQ</i>	36	1.599733	0.791855	0.669262	3.475565
<i>GRO</i>	36	0.228584	0.386401	-0.024302	1.112730
<i>LEV</i>	36	0.751512	0.336474	0.307763	1.964152
<i>PE</i>	36	-0.169755	1.270180	-6.376758	1.170692

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10

تبين النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن نسبة ربحية المؤسسات (*PROF*) له أقل قيمة للانحراف المعياري ب: 0.184987 وبالتالي هو محور تركز العينة المدروسة. وعلى العكس من ذلك نلاحظ أن نسبة حجم المخاطر (*PE*) هي مصدر تشتت العينة بأعلى قيمة انحراف معياري ب: 1.270180. كما يتضح من الجدول فإن متوسط نسبة توزيعات الأرباح (*div*) للمؤسسات محل الدراسة 37.67% وقد تراوحت هذه النسبة بين 0% كحد أدنى و 98.59% كحد أقصى، الأمر الذي يؤكد إتباع المؤسسات محل الدراسة لسياسات توزيع مختلفة، ويمكن أن يرجع هذا إلى حجم الأرباح التي تحققها كل مؤسسة، أو اختلاف قرارات الإدارة فيما إذا كانت ستوزع هذه الأرباح أو تحتجزها أو لاستخدامها عند الحاجة، أو لتسديد التزاماتها بالإضافة إلى طبيعة نشاط هذه المؤسسات واستراتيجيتها في إدارة أعمالها، هذا وقد بلغ متوسط نسبة الرافعة المالية (*lev*) 75.15% وقد تراوحت هذه النسبة بين 30.77% كحد أدنى و 196.41% كحد أقصى، وهذا يشير إلى اختلاف بين المؤسسات المذكورة في الاعتماد على الديون في تمويلها لاستثماراتها، والذي قد يرجع إلى الاختلاف في أحجام المؤسسات ونسب النمو فيها، أو ربما ميل بعض منها للتمويل عن طريق إصدار أسهم بدلا من التمويل عن طريق الاقتراض. كما بلغ متوسط السيولة (*liq*) لنفس المؤسسات المدروسة 159.97% وقد تراوحت هذه النسبة بين 66.92% كحد أدنى و 347.55% كحد أقصى. وهذا يدل على أن سياسة الاحتفاظ

العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح بعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2012-2017، (ص ص: 1-15)

بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير، ربما نتيجة لاختلاف سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها هذه المؤسسات، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة نمو الشركة 0.3864 وهو مرتفع قليلا مقارنة ببعض المؤشرات الأخرى، مما يشير إلى التفاوت الملحوظ بين المؤسسات محل الدراسة فيما يخص الفرص الاستثمارية. 3.2 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات.

جدول رقم (2) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج:

Corrélation Probabilité	Div	PROF	LIQ	GRO	LEV	PE
Div.	1.000000					
PROF	0.813289*	1.000000				
LIQ	0.785479*	0.189591	1.000000			
GRO	-0.321725*	-0.458818*	-0.322680**	1.000000		
LEV	-0.754926*	-0.436084*	-0.265806	0.690605*	1.000000	
PE	0.358859*	0.329858*	0.166054	-0.619550*	-0.335659*	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10

(\*)، (\*\*) معالم معنوية إحصائية عند درجة معنوية 5% 10% على التوالي.

ويشير الجدول رقم (2) إلى قيم الارتباط الثنائي لبيرسون بين مؤشرات الدراسة. يتضح من الجدول أن هناك علاقة ارتباطية قوية بين ثلاث مؤشرات مستقلة هي (PROF, LIQ, LEV) والمؤشر التابع (Div)، بينما العلاقة الارتباطية بين المؤشرين المستقلين الباقيين (LEV, PE) فهي ضعيفة. ويظهر من الجدول أيضا أن العلاقة الارتباطية بين المؤشرات المستقلة فيما بينها منخفضة ولم تتعد (0.70)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي بين هذه المؤشرات (مكيد ، 2007، صفحة 140). وما يؤكد هذه النتيجة نتائج معامل اختبار Variance Inflation FAVTORS الذي يشير إلى أن كافة قيم Vif المركزية أقل من 10 للمتغيرات المستقلة وبالتالي لا يوجد مشكلة أزواج خطي بين المتغيرات المستقلة (مزاحم و محمود، 2008، صفحة 172).

جدول رقم (3): نتائج اختبار معامل التضخم التباين (VIF).

1/VIF	VIF Centered	المتغيرات
0.735859	1.358955	PROF
0.779673	1.282588	LIQ
0.304548	3.283552	GRO
0.428480	2.333829	LEV
0.570330	1.753369	PE

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

#### 4.2 اختبار تحديد نوع النموذج.

يسمى هذا الاختبار باختبار التجانس اندماجي والذي يتم فيه تحديد نوع نموذج البيانات الطويلة الذي يتلاءم مع بيانات الدراسة (Patrick, 2002, p. 162). فقد تم استخدام منهجية السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تطبيق ثلاثة نماذج هي:

طريقة الدمج (POOLED OLS)، الآثار الثابتة (FIXED EFFECTS)، الآثار العشوائية (RANDOM EFFECTS). وبالاعتماد على برنامج EVIEWS 10 تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول (4): نتائج تقدير نموذج البانل باستخدام الطرق الثلاثة .

المتغيرات	نموذج الأثر العشوائي	نموذج الأثر الثابت	نموذج الأثر التجميعي
<i>Constant</i>	0.465821 (6.553791)*	0.330522 (3.905622)*	0.465821 (4.803123)*
<i>PROF</i>	0.531339 (4.956119)*	0.587667 (5.231313)*	0.531339 (3.632226)*
<i>LIQ</i>	0.059778 (2.593316) **	0.145829 (4.204121)*	0.059778 (1.900582) ***
<i>GRO</i>	-0.202415 (-2.629584) **	-0.091020 (-1.086302)	-0.202415 (-1.927162)***
<i>LEV</i>	-0.309864 (-4.230547)*	-0.357064 (-4.520686)*	-0.309864 (-3.100471) ***
<i>PE</i>	-0.020742 (-1.178562)	-0.009034 (-0.466579)	-0.020742 (-0.863741 )
R-SQUARED	0.775228	0.899394	0.775228
ADJUSTED R-SQUARED	0.737766	0.859152	0.737766
PROB (F -STATISTIC)	0.000000*	0.000000*	0.000000*
DW	1.39	2.32	1.39

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10

(...) :القيم الإحصائية ل t.Statistic.

\*، \*\*، \*\*\*: القيمة الإحصائية ل t.Statistic هي عند المستوى معنوية 1%، 5%، 10% ، على الترتيب.

-تشير القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر "F" في كل النماذج المستخدمة إلى وجود معنوية إحصائية لكل نموذج من النماذج الثلاثة.

-تشير القيمة الإحصائية ل "R-squared" أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع بنسبة أكثر من 77% في النماذج الثلاثة.

وبعد تقدير الأشكال الثلاثة للنموذج المدروس نتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختبائي فيشر المقيد واختبار HAUSMAN.

#### 1.4.2 اختبار فيشر للمفاضلة بين نموذج التجانس الكلي ونموذج الأثر الفردي:

يتم عادة البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار غير ملحوظة، بمعنى هل هنالك فعلا اختلافات بين المؤسسات، أو عبر الفترات الزمنية للدراسة، من خلال تقدير طرق البانل FEM و REM، وهنا يتم اختيار النموذج بقاطع لكل مؤسسة مقابل نموذج بقاطع مشترك. وفرض العدم هو افتراض التجانس (القاطع المشترك).

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 \dots = \mu_N$$

$$H_1 : y_1 = y_2 \dots = y_T$$



ويتم اختبار فرض العدم باستخدام إحصائية (F) وفق الصيغة:

$$F(N-1, N \times T - N - K) = \frac{(R_{FEM}^2 - R_{PM}^2) / (N-1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT - N - K)} \rightarrow F(\alpha, N-1, N \times T - N - K).$$

حيث أن (K) عدد المعلمات المقدرة، (T) عدد السنوات و  $R_{FE}^2$  عبارة عن معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة،  $R_{PM}^2$  يمثل معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي. (Greene, 2005, p. 277).

عند حساب F الجدولية كانت النتائج كما يلي:

$$F(\alpha, N-1, N \times T - N - K) = F(0.05, 6-1, 36-6-5) = F(0.05, 5, 25) = 2.60$$

ونجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر المقيد (6.17) أكبر من القيمة الجدولية  $F(25.5) = 2.60$  عندئذ فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

#### 2.4.2 اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي:

وبغرض تحديد نوعية هذا الأثر فإننا نعتمد اختبار هوسمان من أجل الاختيار بين نموذج الأثر الثابت أو العشوائي (Gujarati, 2004, p. 634).

سوف نختبر إحدى الفرضيتين التاليتين:

**H0 Erreur ! Signet non défini.** : فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS .

**H1** : الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS .

وتكون صيغة الاختبار على الشكل التالي:

$$H = (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})' [VAR(\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS})]^{-1} (\hat{\beta}_{OLS} - \hat{\beta}_{GLS}).$$

حيث تتبع H توزيع كاي تربيع ( $X^2$ ) مع درجة الحرية  $v = 1/2 K(K-1)$  حيث K هو عدد المتغيرات المستقلة، فإذا تبين أن القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولية يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل. والجدول التالي يوضح نتائج اختبار HAUSMAN:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار HAUSMAN

P-VALUE	قيمة الاختبار CHI-SQUARE.STATISTIC
0.0000(*)	30.854600

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات EVIEWS 10

(\*) معنوية الاختبار عند 5% .

يظهر من الجدول أن القيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (CHI-deux) وفق اختبار HAUSMAN تساوي 30.8546، وبعد مقارنتها بالقيمة الحرجة عند درجة حرية  $v=10$  ومستوي معنوية (0.05)، التي قدرت قيمتها ب 18.307، يتم رفض فرضية العدم لهذا الاختبار، فيكون بذلك استخدام نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم والأفضل للبيانات المدروسة.

#### 5.2 نتائج تقدير محددات سياسة توزيع الأرباح باستخدام نموذج الآثار الثابتة.

تم تقدير المعلمات بالاستعانة ببرنامج EVIEWS 10، وباستخدام المؤثرات الثابتة باعتبارها أفضل نموذج لتقدير لبيانات البانل، ويؤدي استخدام هذه الطريقة إلى تلاشي مشكلة الازدواج الخطي، واختلاف التباين، والحصول على أفضل النتائج الممكنة باستخدام أكبر عدد متاح من المشاهدات عن متغيرات النموذج (رتيبة، 2014، صفحة 166).

والجدول التالي يوضح نتائج الانحدار باستخدام نموذج المؤثرات الثابتة لعينة الدراسة.

الجدول رقم(6): نتائج الانحدار استخدام نموذج المؤثرات الثابتة لعينة الدراسة

المتغير التابع: DIV		
الفترة: 2012-2017 عدد المشاهدات: 36 N=6 T =5.		
Prob	Coefficient	المتغيرات
0.0006*	0.330522	Constant
0.0000*	0.587667	PROF
0.0003*	0.145829	LIQ
0.2877	-0.091020	GRO
0.0001*	-0.357064	LEV
0.6448	-0.009034	PE
89.93%		R-squared
85.91%		(Adjusted R-squared)
0.000000*		Prob(F-statistic)
2.322847		Durbin-Watson stat

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

(\*) معنوية الاختبار عند 5%.

يمكن تلخيص نتائج الجدول السابق في المعادلة المقدرة التالية:

$$div_{it} = 0.33 + 0.58 PROF_{it} + 0.14 LIQ_{it} - 0.35 LEV_{it} - 0.09 GRO_{it} - 0.35 PE_{it}$$

$$(0.0006)^* (0.0000)^* (0.0003)^* (0.0001)^* (0.2877) (0.6448)$$

Number of observations: 36. Number of groups: 6. R<sup>2</sup>=89.93%. Dw:2.32

## 6.2 تشخيص النموذج المقدر:

قبل اعتماد هذا النموذج لاستخدامه في التقدير ينبغي التأكد من جودة أداء هذا النموذج، ويتم ذلك بإجراء الاختبارات التشخيصية التالية.

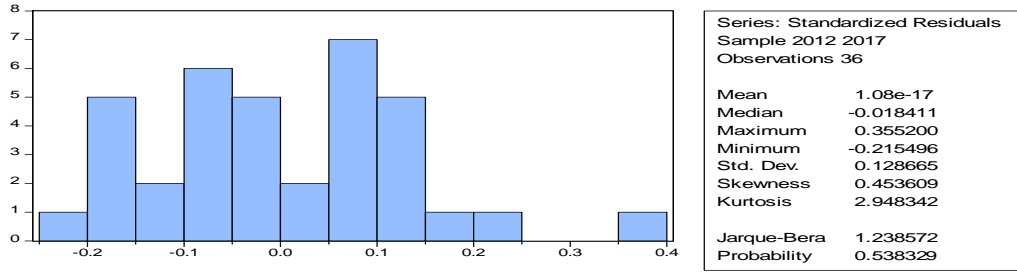
1.6.2 اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية (normality test).

فيما يلي اختبار التوزيع الطبيعي (jarque-bera) للأخطاء العشوائية لنموذج التأثيرات الثابتة، واختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية نقوم بوضع فرضيتين.

H0: البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

H1: البواقي لا تتبع قانون التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (01): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي.



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات EVIEWS 10.

من النتائج السابقة يتبين أن:  $PROB(JARQUE-BERA) = 0.5383 > 0.05$  والذي يعني قبول فرض العدم القائل بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

## 2.6.2 اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:

الجدول رقم(7): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي.

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.244	0.244	2.3258	0.127
		2	-0.170	-0.244	3.4935	0.174
		3	-0.272	-0.182	6.5648	0.087
		4	-0.175	-0.108	7.8718	0.096
		5	-0.032	-0.056	7.9166	0.161

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات EVIEWS 10.

يظهر من خلال الجدول السابق أن كل القيم الاحتمالية (PROB) هي أكبر من القيم المعنوية 0.05، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية H0 أي نرفض وجود ارتباط ذاتي لحدود الخطأ.

## 7.2 تقييم وتفسير النموذج المقدر.

### 1.7.2 تقييم النموذج من الناحية الإحصائية.

المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج. يتضح من خلال الجدول رقم (6) أن القيمة الاحتمالية لإحصائية "F" هي ( $p = 0.000 < 0.05$ ) مما يعني أنه على الأقل هناك عامل واحد من العوامل المستقلة (LIQ. GRO. LEV. PE.PROF) يستطيع تفسير المتغير التابع، وحتى إذا قارنا القيمة المحسوبة ل "F" وهي (53.58) مع القيمة الجدولية (22.349) فتأكد أيضا أن النموذج معنوي ككل.

المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج. من أجل تقييم المعنوية الإحصائية لمعاملات المؤشرات المستقلة لنموذج التأثيرات الثابتة المعتمد، يتم إجراء اختبار t.Student عند درجة حرية (v) ومستوي المعنوية (0.05).

عند مقارنة القيم المحسوبة لهذا الاختبار (جدول رقم 04) بالقيم الحرجة كانت النتائج كالتالي :

المؤشر PROF ( $t_{cal} = 5.231313 > t_{crit} = 2.042$ ) فالمعامل معنوي إحصائياً.

المؤشر LIQ ( $t_{cal} = 4.204121 > t_{crit} = 2.042$ ) فالمعامل معنوي إحصائيا.

المؤشر LEV ( $t_{cal} = 4.520686 > t_{crit} = 2.042$ ) فالمعامل معنوي إحصائيا.

المؤشر GRO ( $t_{cal} = 1.086302 < t_{crit} = 2.042$ ) فالمعامل غير معنوي إحصائيا.

المؤشر PE ( $t_{cal} = 0.466579 < t_{crit} = 2.042$ ) فالمعامل غير معنوي إحصائيا.

هذه النتائج توضح أن قيمة معاملات المؤشرات المستقلة (LIQ. LEV.PROF) هي موضوعية ولها مصداقية إحصائية، حيث أنها تكونت تحت تأثير عوامل غير عشوائية، وبالعكس قيم معاملات المؤشرات (GRO. PE) هي غير معنوية إحصائيا وتكونت تحت تأثير عوامل عشوائية وبالتالي فهي لا تتمتع بالمصداقية الإحصائية وحتى أن تأثير هذه المؤشرات على المؤشر التابع هو ضعيف وذلك بالنظر إلى القيمة الضعيفة لمعاملاتها (-0.009034، -0.09102)

-انطلاقا من النتائج المبينة في الجدول رقم (06) نلاحظ أن العلاقة الارتباطية الكلية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة هي قوية ( $R = 0.9483$ ). لكن قوة هذه العلاقة ترجع بالأساس إلى الارتباط القوي بين المؤشرات المستقلة الثلاثة (LIQ. LEV.PROF) أما العلاقة الارتباطية بين المؤشرين (GRO. PE) فهي كما رأينا ضعيفة.

-من خلال قيمة معامل التحديد المتعدد ( $R^2$ ) الذي بلغت قيمته 89.93% نسجل أن المتغيرات المستقلة تفسر التغيرات في سلوك المؤشر التابع نسبة الأرباح الموزعة ب 89.93%. والنسبة الباقية حوالي 10.07% سببها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج والتي تم التعبير عنها ب ( $e_{it}$ ). لكن هذا التأثير القوي يرجع بالخصوص إلى دور المؤشرات الثلاثة (LIQ. LEV.PROF).

-عند مقارنة القيم المحسوبة لاختبار ( $D_w = 1.39, 2.32, 1.39$ ) للنماذج الثلاثة بالقيمة الحرجة ( $d_U = 1.80, d_L = 1.18$ )، يتضح أن هذه القيم تقع في منطقة عدم التحديد، ومن الناحية التطبيقية عادة ما يرفض وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء في هذه الحالة.

## 2.7.2 تقييم النموذج من الناحية الاقتصادية.

- وجود إشارة مقبولة نظريا للمتغير PROF والمعبر عن الربحية يشير إلى التأثير الإيجابي لهذا المؤشر على نسبة الأرباح الموزعة، أما قيمة معامل هذا المؤشر فتدل على التأثير القوي لهذا المؤشر على المؤشر التابع، فكل زيادة بوحدة واحدة في الربحية تؤدي إلى ارتفاع في نسبة الأرباح الموزعة ب 0.58 وحدة بشرط ثبات باقي المتغيرات الأخرى المفسرة في النموذج. إذن نلاحظ أن هناك علاقة طردية قوية بين هذا المؤشر والمؤشر التابع بشكل يتوافق مع النظرية الاقتصادية، وقد أظهر التقييم الإحصائي أيضا أن هذا المؤشر هو معنوي إحصائيا وذو دلالة إحصائية مقبولة، وهذه النتيجة تؤيد الاستنتاجات التي تؤكد على أنه عندما يكون لدى المؤسسات أرباح أكبر ومستقرة، فإن مقدار ما يوزع منها لصالح المساهم ستكون أعلى. وهو ما أشارت إليه دراسة كل من: (Demirgunes, 2015)، (بريش و بدروني، 2013)، (Farman & Nawaz, 2017)، (Abu Manneh & Nasser, 2015)، في حين تختلف مع دراسة (Jozwiak, 2014)، من هنا يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لربحية المؤسسة على سياسة توزيع أرباح للمؤسسات الاقتصادية المدروسة.

- ونفس النتيجة لمؤشر liq والمعبر عن السيولة، فوجود الإشارة الموجبة لمعامله لا يتعارض مع مضمون النظرية الاقتصادية حول طبيعة علاقة هذا المؤشر بالمؤشر التابع. أما قيمة معامل هذا المؤشر فتعني أن كل زيادة بوحدة واحدة في مبلغ السيولة يترتب عنها زيادة في مبلغ التوزيعات ب 0.14 وحدة بشرط بقاء باقي المتغيرات الأخرى المفسرة في النموذج بدون تغيير. إن هذه العلاقة تتفق مع الاتجاهات الحديثة للفكر المالي، حيث زاد التوجه نحو إمكانية زيادة مبلغ التوزيعات في حال توفر السيولة النقدية لتخفيض تكاليف الوكالة. من الناحية الإحصائية تؤكد أيضا المعنوية الإحصائية لهذا المؤشر وتأثيره الموضوعي على المؤشر التابع. واتفقت هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة كدراسة: (Abu Manneh & Nasser, 2015)، (Farman & Nawaz, 2017)،

(Bostanci, Kadioglu, & Sayilgan, 2018). بناء على ذلك يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للسيولة على

سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدروسة.

-فيما يخص مؤشر GROWTH والمعبر عن النمو، فقد أظهر التحليل الإحصائي أن هذا المؤشر غير معنوي إحصائياً وأن العلاقة الارتباطية بالمؤشر التابع ضعيفة وكذلك لا يساهم كثيراً في تفسير سلوك المؤشر التابع سياسة توزيع الأرباح في مؤسسات الدراسة وذلك بالنظر إلى قيمة معامل الضعيفة (-0.09) فكل زيادة بوحدة واحدة في حجم الأصول يترتب عنها انخفاض في حجم التوزيعات ب 0.09 وحدة، ويرى الباحثان أن هذه المؤسسات المعنية ليس لديها فرص استثمارية مربحة تشجعها على احتجاز الأرباح لزيادة حجم الأصول ومنه زيادة حجم المبيعات والأرباح. واختلفت هذه النتيجة مع دراسة: (Demirgunes, 2015)، (Farman & Nawaz, 2017)، واتفقت مع دراسة (Bostanci, Kadioglu, & Sayilgan, 2018)، مما يتم الإشارة إليه يتم قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة القائلة بوجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية لنمو المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدروسة .

-بالنسبة لمؤشر الرفع المالي LEV فهو معنوي إحصائياً وأن العلاقة العكسية بين حجم الدين وبين توزيع الأرباح هي علاقة مقبولة اقتصادياً، قيمة معامل هذا المؤشر (-0.35) تعكس درجة تأثيره العكسي القوي على المتغير التابع، فزيادة الديون والأعباء المالية على المؤسسة بوحدة واحدة تؤثر بشكل عكسي بمقدار 0.35 وحدة على مقدار الأرباح الموزعة وهذا بشرط ثبات باقي المتغيرات الأخرى المفسرة في النموذج. ويرى الباحثان أن المؤسسات ذات الديون المرتفعة تحتاج إلى المزيد من السيولة لتسوية التزامات الديون، مما يؤدي بما إلى تقليل دفع الأرباح للمساهمين. واتفقت هذه الدراسة مع دراسة: (Jozwiak, 2014)، (Abu Manneh & Nasser, 2015)، وهذا موافق للفرضية القائلة بوجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدروسة .

-أما مؤشر حجم المخاطر PE فهو غير معنوي إحصائياً، مما يشير إلى أن هذا المتغير ليس عاملاً أساسياً في التأثير على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات عينة الدراسة بالنظر إلى معامل هذا المؤشر في النموذج (-0.009) فهذا أيضاً يعكس تأثيره الضعيف على مقدار الأرباح الموزعة. واتفقت هذه الدراسة مع دراسة (Farman & Nawaz, 2017)، وتختلف مع دراسة (Abu Manneh & Nasser, 2015) نتيجة الاختبار الخاصة بهذا العامل يخالف الفرضية القائلة بوجود أثر سلبي ذي دلالة إحصائية لحجم المخاطر على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدروسة.

#### الخلاصة:

استهدفت الدراسة تحليل وقياس أثر مجموعة من العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح، لدى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، خلال الفترة (2012-2017)، حيث تم تقدير النموذج باستخدام نماذج panel data الذي جمع بين البعد الفردي (المؤسسات الاقتصادية) والبعد الزمني (الفترة الزمنية)، من خلال هذا النموذج تم التوصل إلى النتائج التالية:

-تبين من خلال النماذج المقدره واختبارات المفاضلة أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم للدراسة مما يدل على وجود فروقات فردية ثابتة بين المؤسسات الاقتصادية لعينة الدراسة.

-وجود علاقة طردية معنوية بين الربحية والسيولة وقرار توزيع الأرباح لدى المؤسسات عينة الدراسة.

-وجود علاقة عكسية معنوية بين الرفع المالي وقرار توزيع الأرباح لدى نفس العينة.

-عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشر النمو وحجم المخاطر على قرار توزيع الأرباح.

#### التوصيات:

وفقاً لنتائج الدراسة فإنه يمكن صياغة التوصيات على النحو التالي:

-على إدارات المؤسسات الاهتمام بعامل الحاجة للتوسع والاستثمار بشكل كبير عند اتخاذ قرار التوزيع وذلك بإتباع نظرية الفائض واستبقاء الجزء الأنسب من الأرباح عند الحاجة للتوسع والاستثمار.

- ضرورة اهتمام المؤسسات خصوصا غير الموزعة للأرباح بتقييم أدائها المالي ودراسة أهم العوامل المحددة لكفاءتها ونشاطاتها الاستثمارية، حتى يتسنى لها تحسين أهم المؤشرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

- ضرورة قيام المؤسسات بعمل استقصاء لآراء مساهميها حول تفضيلا تم لنظريات توزيع الأرباح.

- نشر البيانات المالية المتعلقة بنشاط المؤسسات والمتمثلة في القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة.

#### آفاق الدراسة:

من خلال هذه الدراسة ونتائجها يمكن رؤية الآفاق التالية:

- توسيع الحد الزمني لإعطاء نظرة أوسع لأثر العوامل المؤثرة على قرار توزيع الأرباح.

- بناء نموذج قياسي بعدد أكبر من المتغيرات التفسيرية لمقارنة مدى تأثير كل منهم على قرار توزيع الأرباح.

- دراسة أثر العوامل غير المالية على سياسة توزيع الأرباح.

- دراسة أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح.

#### المراجع:

1-Abu Manneh, M., & Nasser, K. (2015). **Déterminants of corporate dividends Policy, évidence from an emrgin economy.** international journal of economics and finance, 7(7), 229-239.

2-Bostanci, F., Kadioglu, E., & Sayilgan, G. (2018). **déterminants of dividende payout : décision : Adynamic panel data analysis of turkish stock markat.** international journal of financial studies, 6(4), 1-16.

3-Demirgunes, K. (2015). **diterminants of dividende payout ration ,A Panel autoressive distributed laganalysis.** international journal of economics and financial, 5(2), 418-426.

4-Farman, A. K., & Nawaz, A. (2017). **determinants of dividende payeur: anempirical study of pharmaceutical compaignies of pakistan stock exchange (PSX).** journacial studies & resarch, 2017(2017), 2-16.

5-greene, w. (2005). **économétrie** (éd. 5 éme). (T. Azomahou , & N. Coudec, Trads.) paris: française dirigée par Didier Schlachter , IEP Paris.

6-Gujarati, D. n. (2004). **Econométrie** (4 éme ed.). (B. Bernier, Trans.) université de Bruxelles.

7-Huyen, T. H. (2016). **Factor affciing the dividende Payment Policy of the companies on the, hochiminh stock market chuan Streets.** (12), 1-24.

8-Jozwiak, P. (2014). **déterminants of dividende Policy, Evidence frome polish listed compaignies.** procedai economics and finance, 23, 473-477.

9- Patrick, S. (2002). **économétrie des données de Panel.** paris: dunod.

10-<http://www.cnrc.org.dz/>.consulte le: 12 12, 2019

11- <https://www.cosob.org/>consulte le: 12 12, 2019.

12- حسن حسين هاشم . (2008). **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة.** مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة(17)، 209-230.

- 13- عبد القادر بريش، و عيسى بدروني . (2013). محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية. لأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية(10)، 12-22.
- 14- علي عناني حافظ طه. (2017). تأثير سياسة توزيع الأرباح على جودة الأرباح في شركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، 104(2)، 473-502.
- 15- علي مكيد . (2007). الاقتصاد القياسي، دروس ومسائل محلولة. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية .
- 16- محمد رتيعة . (2014). استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية. المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، 2(2)، 171-152.
- 17- محمد يحي مزاحم، و حمدون عبد الله محمود. (بلا تاريخ). ، تشخيص التعدد الخطي واستخدام المخدار الحرف في اختيارمغيرات دالة الاستثمار الزراعي في العراق للفترة 1980-2000. مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، 3(8)، 187-171.
- 18- مليكة حفيظ شبايكي، و علي باكرية . (2009). مساهمة حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية(9)، 133-101.
- 19- منذر عبد الكريم مهرج، و فارس حلمي فلاب. (2019). تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح. مجلة جامعة تشرين، 41(3)، 119-93.
- 20- وهابي طارق، و محمد براق. (2019). إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية. مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، 13(2)، 11-1.