

محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة (2013-2018).

حسام كفايفي¹، أسامة بوشريط²،

¹ جامعة يحي فارس بالمدينة (الجزائر)

² جامعة يحي فارس بالمدينة (الجزائر)

Determinants of Dividends distribution policy of companies listed in the Algerian stock exchange, An econometric study for the period (2013-2018)

Kfaifi houssam^{1,*}, boucherite oussama²

¹ Université Yahia Fares de Médéa, (Algérie) & ² Université Yahia Fares de Médéa, (Algérie)

ملخص: استهدفت هذه الدراسة التعرف على أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح لشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وبناء نموذج تجريبي يسمح بتفسير سلوك قرار توزيع الأرباح لهذه الشركات، على ضوء عدة نظريات ونماذج ونتائج الدراسات الميدانية السابقة لتفسير توزيعات أرباح السهم في الشركة، خلال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى غاية سنة 2018، باستخدام أساليب البيانات المزدوجة الديناميكية. تحديدا طريقة العزوم المعممة (GMM). خلصت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات المتعلقة بالأرباح الموزعة للفترة السابقة، السيولة، الرفع المالي وحجم الشركة، تعتبر من أهم العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في شركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الكلمات المفتاح: سياسة توزيع الأرباح، بورصة الجزائر، طريقة العزوم المعممة.

Abstract: The main aim of the study is to identify the main factors influencing dividends distribution policy within companies listed in the Algerian stock exchange, and to develop an empirical model in a bid to provides an explanation regarding profit distribution decisions behavior within these corporations, in the light of the several theories, models, that addressed paying dividends from 2013 till 2018 using dynamic panel data, especially (GMM). The study concluded that all variables associated with distributed profits of previous periods, namely liquidity, financial leverage, and corporations' size are among the main determinants of dividends policy of companies listed on the Algerian stock exchange.

Keywords: Dividends distribution policy, Algerian stock exchange, Generalized Method of Moment.

تمهيد:

تعد سياسة توزيع الأرباح على المساهمين **DIVIDEND POLICY** من أهم السياسات المالية التي يتوجب على الشركات، وخصوصا المدرجة في السوق المالي، أن تعلنها وتقوم بتحديدتها وذلك لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وأثرها الفعال على سعر السهم السوقي. وينظر إلى قرار التوزيعات باعتباره من المكونات الأساسية لسياسة الشركة وأحد القضايا الهامة في الأدب المحاسبي والتي مازالت تخضع للكثير من الجدل في مجال التمويل. وتعتبر مكافأة للمساهمين عن استثماراتهم في الشركة وتحملهم للمخاطر، من ناحية أخرى يجب أن تراعى سياسة توزيعات الأرباح أهداف الشركة بما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين بها. حيث يتم استخدامها كآلية للإشارة إلى العالم الخارجي بمعلومات حول احتمال استقرار الشركة ونموها. وبوجود العديد من المتغيرات والعوامل المتشابكة والمؤثرة على تحديد الكم والكيف الذي يتم به التوزيع، فإن سياسة توزيع الأرباح ليست مهمة سهلة على إدارة الشركة، لكونها تشكل التزاما ضمنيا منها بالحفاظ على مستوى توزيعات مستقبلية توجي إلى المستثمرين بمعلومات مهمة تؤثر على توقعاتهم وتقييماتهم لمستقبل الشركة. وتتعدد السياسات التي تتبعها الشركات في توزيع الأرباح، وتشعب دوافعها لتشمل أركان متعددة، أهمها قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية، والنمو المستقبلي المتوقع، إلى جانب توجهات إدارة الشركة حيال مصادر التمويل ومدى قدرتها على إعادة استثمار الأرباح المدورة وتحقيق عوائد متنامية. وبالتالي على الشركة عند قيامها بالتخطيط لسياسة توزيع الأرباح أن تأخذ بعين الاعتبار مصالح الشركة نفسها وكذا مصالح المساهمين فيها من حملة الأسهم، وأن تقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الأسهم.

كما تقدم تتبلور معالم إشكالية هذا البحث في السؤال الجوهرى التالى :

فيما تتمثل العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، وما هي طبيعة العلاقة التي تربطها به؟

حتى تتمكن من الإجابة على هذه الإشكالية لابد من الاستعانة بجملة من الأسئلة الفرعية ندرجها فيما يلي:

- كيف يؤثر حجم الأرباح الموزعة للفترة السابقة على سياسة توزيع الأرباح الحالية؟

- هل تتأثر توزيعات الأرباح السنوية بمستوى سيولة الشركة؟

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

- ما علاقة نمو المؤسسة بقيمة الربح الموزع سنويا؟

- كيف يؤثر ارتفاع حجم الاستدانة الخارجية على الأرباح الموزعة؟

- هل يؤثر حجم الشركة على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر؟

- ما هو أثر المخاطر المتوقعة على الأرباح الموزعة؟

فرضيات الدراسة: على ضوء الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية للبحث قمنا بصياغة فرضيات تعتبر كإجابات أولية لها، والتي سوف

يتم اختبارها من خلال الدراسة، هذه الفرضيات هي:

- للأرباح الموزعة في السنة السابقة تأثير إيجابي معنوي إحصائيا على الأرباح الموزعة الحالية.
- تتأثر توزيعات الأرباح السنوية بمستوي سيولة الشركة بشكل موجب وذو دلالة إحصائية.
- يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للتغيرات في مستويات الربح السنوي المحقق على توزيعات الأرباح.
- الاتجاه نحو نمو الشركة من المتوقع أن يكون له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على قيمة الربح الموزع سنويا.
- يؤدي ارتفاع حجم الاستدانة الخارجية إلى أثر عكسي ذو دلالة إحصائية على الأرباح الموزعة.
- تتأثر توزيعات الأرباح السنوية بحجم الشركة بشكل إيجابي وذو دلالة إحصائية.
- للمخاطر المتوقعة تأثير سلبي معنوي إحصائيا على الأرباح الموزعة.

أهداف الدراسة:

محاولة بناء نموذج تحريبي بغرض الوقوف على أهم المحددات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من خلال تقديم دراسة تحليلية وصفية 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.

منهجية البحث:

بغية الإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المعتمدة، تم اعتماد أسلوب التحليل القياسي الكمي، والذي يركز على التحليل الكمي للمتغيرات من خلال نماذج قياسية تستمد أسسها من النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية القياسية السابقة، وهذا من أجل تحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح خلال الفترة (2013-2018). وذلك باستخدام نماذج بيانات البانل التي تمزج بين بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية.

2. الإطار النظري والدراسات السابقة.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من القرارات الصعبة والهامة التي تتخذها الإدارة في الشركة، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والشركة، حيث أن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، وكثير من المستثمرين يسعون إلى تحقيق أرباح جارية تكون ناتجة عن عملية التوزيع، حيث تعد عنصر رئيسي استراتيجي في الشركات.

لسياسة توزيع الأرباح مفاهيم متعددة تناولها الكتاب والباحثون وأوردوها بمفاهيم مختلفة كل بحسب رؤيته، فقد قام (Ross, 2005) and al بتعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها اختيار مبالغ التوزيعات النقدية التي سيتحصل عليها المساهمين والمبالغ التي سيتم الاحتفاظ بها من أجل إعادة استثمارها في مشاريع أخرى مريحة أو تغطية الاحتياجات المستقبلية للشركة¹. بينما (2003) GEORGE M ET al يرى أن سياسة توزيع الأرباح هي الطريقة التي ينتهجها مجلس إدارة الشركة لتوزيع الأرباح الحالية والسابقة والأصول الحقيقية بين مساهمي الشركة بما يتناسب مع ملكيتها. وأنه يمكن توزيع الأرباح فقط من الأرباح المحققة وليس من

أي مصدر آخر لحقوق الملكية. وأن الأرباح يجب أن تكون في شكل أصل حقيقي. وجميع حملة الأسهم يشتركون في أرباح الأسهم نسبة إلى ممتلكاتهم في الشركة.²

العديد من الدراسات أجريت لغرض التعرف على العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح . فقد هدفت دراسة دراسة (محمد بهاء الدين محمد بخيت واخرون ، 2019)³ : البحث عن العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة مكونة من 87 شركة مدرجة في البورصة المصرية بجمهورية مصر العربية ، وباستخدام الأساليب الإحصائية التحليلية لتحليل البيانات لعينة الدراسة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews مستخدما الطرق الإحصائية لقياس الفروقات الإحصائية وعلاقة الانحدار والارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع توصلت نتائج الدراسة الى أنه يوجد علاقة طردية ذات دلالة معنوية للعوامل المالية مقاسة بمستوى السيولة ووضع الربح وحجم الشركة وبين سياسة توزيع الأرباح، وانه يوجد علاقة عكسية ذات دلالة معنوية للعوامل المالية مقاسة بحجم الديون وبين سياسة توزيع الأرباح. في نفس السياق استهدفت دراسة دراسة (Gina Aulia, Mohamad Fany Alfarisi, 2019)⁴ : تحديد محددات سياسة توزيع الأرباح للبنوك التجارية المدرجة في بورصة إندونيسيا. حيث تم جمع البيانات من التقارير السنوية وقواعد البيانات المتعلقة بعينة البحث تشمل 15 بنكا فقط تفي بالمعايير لاستخدامها في الدراسة خلال الفترة (2011-2016) وباستخدام أسلوب نماذج البانل الديناميكية (Dynamic PANEL MODEL) وبالاعتماد على تقنية العزوم المعممة (GMM-syst). توصلت نتائج الدراسة الى أن توزيعات الأرباح للفترة السابقة والربحية وحجم الشركة يؤثران بشكل إيجابي على توزيعات الأرباح. وأن السيولة فقط تؤثر بشكل سلبي وكبير على توزيعات الأرباح. كما سعت دراسة (Justyna Franc- Dabrowska et al, 2020)⁵ تحديد العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة من الشركات صناعية الأغذية العاملة في الأسواق الناشئة ل 15 دولة، خلال الفترة (2003-2016)، وذلك باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وقد توصلت نتائج الدراسة الى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للوضعية المالية للشركات للسنة السابقة على قرار توزيع الأرباح الحالية. إضافة إلى ذلك، فإن المحددات الرئيسية لسياسة توزيع الأرباح في الفترة التي تغطيها الدراسة تشمل التدفق النقدي الحر والنمو والسيولة والربحية والحجم الشركة. هذا وكشفت نتائج دراسة (Maria Elisabete Duarte Neves et al , 2020)⁶ الى ابراز العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح لعينة تتكون من 34 شركة مدرجة في أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية خلال الفترة ما بين (2008-2013) باستخدام أسلوب نماذج البانل الديناميكية Dynamic PANEL MODEL وبالاعتماد على تقنية العزوم المعممة (GMM-syst). كشفت أن المتغيرات الممثلة في الاستثمار في رأس المال الثابت، والرفع المالي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والتدفق النقدي الحر (FCF) ، والسيولة ، وأرباح الأسهم المدفوعة في العام السابق هي عوامل حاسمة في شرح توزيعات الأرباح الموزعة في الفترة بأكملها. وحتى بالنسبة لفترة الأزمة المالية العالمية، ظلت هذه المتغيرات ذات أهمية ودلالة إحصائية ودون تغيير تقريباً.

3. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:

خلصت أغلب الدراسات السابقة إلى وجود ارتباط إيجابي بين سياسة توزيع الأرباح والربحية والسيولة والأرباح الموزعة في الفترة السابقة في حين توجد علاقة سلبية بين الرفع المالي وحجم المخاطر وفرص النمو وسياسة توزيع الأرباح. وفيما يلي شرح وتوضيح للعوامل السابقة وكيفية تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح:

1.3 ربحية الشركة.

يتم توزيع الأرباح المدفوعة للمساهمين من الأرباح التي تحققها الشركة. ومن المحتمل أن تتأثر التغييرات في توزيع الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق. لذلك من المرجح أن تزيد الشركة من توزيع الأرباح في حال ارتفاع الحجم السنوي لأرباح. وبالتالي، يُنظر إلى نسبة الربحية كعامل رئيسي في صياغة سياسة توزيع أرباح الشركات.⁷

2.3 سيولة الشركة.

يرتبط إجراء التوزيعات بتوفر سيولة Liquidité كافية، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توفر للشركة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية⁸. إذ من الممكن أن تكون الشركة ذات ربحية عالية وتملك احتياطات عالية بالرغم من ذلك قد لا يكون لديها السيولة اللازمة لتوزيع الأرباح النقدية خاصة إذا كانت تعتمد على البيع الاجل او يتم استخدام السيولة لسداد القروض والتوسع.

3.3 الرفع المالي.

تشير الرافعة المالية إلى كيفية تمويل الشركات لأنشطتها ، وتعتبر متغيراً آخر يستخدم في الدراسات لتوضيح سياسة توزيع الأرباح للشركات. جادل (Rozeff 1982) بأن الرافعة المالية العالية تزيد من تكاليف المعاملات وحجم المخاطر. والشركات ذات نسبة الرافعة المالية العالية لديها مدفوعات ثابتة عالية لاستخدام التمويل الخارجي. لذلك كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية انخفضت فرصة توزيع الأرباح نتيجة ارتباط الرافعة المالية بشكل سلبي بأرباح الأسهم. هذه النتيجة مدعومة بنظرية تكلفة الوكالة لسياسة توزيع الأرباح⁹. وفقاً لـ (Jensen and Meckling 1976) فإن الرافعة المالية دور مهم في مراقبة المديرين وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة الناشئة عن النزاع بين المساهمين والمديرين.¹⁰ وبالتالي قد تعمل الشركات بهدف تمويل نشاطاتها الحصول على قروض، وبذلك ستكون ملزمة بسداد

مبالغ. هذه القروض وفوائدها بتاريخ الاستحقاق وخاصة عندما تكون طويلة الأجل، بغض النظر عن مستوى الربحية المتحققة. إن الجهة المانحة للقرض قد تمنع الشركة من دفع توزيعات أرباح نقدية إذا لم تحقق الشركة مستوى معين من الأرباح وتكون هذه القيود عادة لحماية المقرضين، ومن الجدير بالذكر أن الشركات التي ترغب في ارتفاع نسبة الدين الخارجي أو تكون الديون جزءاً دائماً من هيكل رأس المال، تميل إلى احتجاز كبير من أرباحها وذلك لغايات تسديد الديون¹¹.

4.3 حجم الشركة.

يعد حجم الشركات أحد العوامل الرئيسية المتطورة في الدراسات لشرح سياسة توزيع الأرباح للشركات. حيث تميل الشركات الكبرى إلى دفع أرباح أكثر من الشركات الصغرى لأن احتمال النمو والتوسع في أنشطتها أقل من الشركات الصغيرة، بالتالي لا يحتاجون إلى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحهم للتوسع والنمو في المستقبل. فغالباً ما تكون الشركات الكبرى ملحوظة لذي تخضع لتدقيق السوق الخارجي، ويستخدمون الأرباح الموزعة للإشارة إلى معلومات عن أنفسهم. تعتبر تكاليف المعاملات التجارية سبباً إضافياً يفسر الارتباط المحتمل بين سياسة توزيع الأرباح وحجم الشركة. وقد يكون لدى الشركات الكبيرة إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل مختلفة عن الشركات الصغيرة. فتكلفة تمويل الأولى عادة ما تكون أقل من تكلفة الثانية. ويتيح الوصول السهل إلى سوق رأس المال وانخفاض تكلفة التمويل لإدارة الشركات الكبرى دفع أرباح أكبر من الشركات الصغرى

5.3 فرص الاستثمار .

تتأثر سياسة توزيع الأرباح أيضًا بفرص نمو الشركات حيث تميل التي تتمتع بفرص نمو مستقبلية إلى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحها لاستخدامها كمصدر داخلي لتمويل هذه الفرص . وتختار استخدام الأرباح المحتجزة بدلاً من مصادر التمويل الخارجية نظرًا لسهولة الحصول عليها وتحملها تكلفة أقل وخطورة أقل عادة ما يكون للمؤسسات الكبرى فرص أكبر في الدخول لأسواق راس المال وتجد بذلك سهولة أكبر في الحصول على الأموال بتكاليف منخفضة وبقيود أقل من الشركات الصغرى، هذا يشير إلى أن الاعتماد على التمويل الداخلي ينخفض بكم حجم الشركة¹²

6.3 مخاطر الشركات.

تعد مخاطر الشركات متغيرًا إضافيًا يستخدم في المراجع لشرح توزيع أرباح الشركات. يزعم عديد من الباحثين بأن الشركات عالية المخاطر ستشهد تقلبات في تدفقاتها النقدية أكثر من الشركات منخفضة المخاطر مما يجبرهم على البحث عن تمويل خارجي. فهم يحاولون تجنب التمويل الخارجي المكلف والمخوف بالمخاطر عن طريق التقليل من توزيع الأرباح . وستواجه الشركة التي تختار مخاطر منتظمة عالية (عدم اليقين) صعوبة في إقامة علاقة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية . وللتعامل مع عدم اليقين هذا، قد تقلل الشركة من دفع الأرباح مما يعني أنها ستدفع أرباحًا منخفضة من أجل الحفاظ على توزيعات أرباح ثابتة في المستقبل وتجنب استخدام تمويل خارجي مكلف.

4. الإطار القياسي للتحليل:

4.1 العينة وفترة الدراسة.

لتحقيق غرض الدراسة نستخدم في التحليل القياسي قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد $n=5$ من الوحدات المقطعية I المتمثلة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد $t=6$ من الفترات، فتغطي الفترة السنوية من عام 2013 إلى عام 2018، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 30 مشاهدة. بخصوص مصادر المعطيات فقد تم الاعتماد على قاعدة بيانات موقع (بورصة الجزائر) بالإضافة إلى (المركز الوطني للسجل التجاري).

4.2 توصيف النموذج القياسي:

من خلال دراستي كل من Bond و Arrellano سنة 1991 ودراسة Bond و Blundell سنة 1998، تم اقتراح طريقة حديثة لتقدير المعلمات باستعمال طريقة العزوم المعممة GMM، تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل، وتأخذ بعين الاعتبار شروط التعامد التي توجد بين المتغير الداخلي المؤخر زمن وخطأ التحديد، ويتم تقدير هذا النموذج باستعمال طريقة العزوم المعممة لضمان استقلالية الأخطاء وتحقيق فرضية ثبات تباين الخطأ العشوائي للعينة في الزمن، من جهة أخرى يتم استعمال هذه البواقي التي يتم الحصول عليها لبناء تقدير متنسق لمصفوفة التباين والتباينات المشتركة للأخطاء ، وذلك من خلال استخدام الفروق الأولى للمتغيرات¹³.

نقوم بإدراج المتغير التابع (سياسة توزيع الأرباح) كمتغير مفسر بتأخير سنة ضمن المتغيرات التفسيرية للنموذج div_{t-1} (بغرض رفع القدرة التفسيرية للنموذج وعلى هذا الأساس يصبح نموذج دراستنا هذا من نوع البائل الديناميكي ويكتب على النحو التالي:

$$div_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 div_{t-1} + \beta_2 prof_{it} + \beta_3 liq_{it} + \beta_4 gro_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 size_{it} + \beta_7 pe_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

المتغير التابع: يمثل نسبة الأرباح الموزعة (DIV_{it}) والتي تحسب من خلال قسمة الأرباح الموزعة على النتيجة الصافية المحققة من طرف الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

المتغيرات المستقلة: تتمثل هذه المتغيرات في.

$PROF_{it}$: يمثل مقياس لربحية الشركات. 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.

$Size_{it}$: يمثل حجم الشركة ويحسب من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول.

3.4 دراسة المتوسطات والانحرافات المعيارية: قبل البدء بتقدير وتحليل نتائج محددات سياسة توزيع الأرباح في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. لابد من وصف متغيرات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية باستخدام التحليل الوصفي:

الجدول رقم (01): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الأكبر قيمة	الأقل قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	عدد المشاهدات	المتغيرات
0.985	0.000	0.266	0.375	30	DIV
3.975	0.025	0.947	1.609	30	LIQ
0.922	-0.080	0.264	0.237	30	PROF
0.999	0.123	0.216	0.634	30	LEV
0.658	-0.874	0.396	-0.0103	30	GRO
1.916	-0.455	0.484	0.233	30	PE
11.921	7.076	1.273	9.861	30	SIZE

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Stata 16.

تبين النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن نسبة الرفع المالي (lev) له اقل قيمة للانحراف المعياري وبالتالي هو محور تمركز العينة المدروسة. وعلى العكس من ذلك نلاحظ أن نسبة حجم الشركة (size) هي مصدر تشتت العينة بأعلى قيمة انحراف معياري.

يتضح من الجدول فان متوسط نسبة توزيعات الأرباح (div) للمؤسسات محل الدراسة 37.15% وقد تراوحت هذه النسبة بين 0% كحد أدنى و 98.59% كحد أقصى، الأمر الذي يؤكد إتباع الشركات محل الدراسة لسياسات توزيع مختلفة، ويمكن أن يرجع هذا إلى حجم الأرباح التي تحققها كل شركة، واختلاف قرارات الإدارة فيما إذا كانت ستوزع هذه الأرباح أو تحتجزها أو لاستخدامها عند الحاجة أو لتسديد التزاماتها بالإضافة إلى طبيعة نشاط هذه الشركات واستراتيجيتها في إدارة أعمالها. كما بلغ متوسط السيولة (liq) لنفس الشركات المدروسة 160.9% وقد تراوحت هذه النسبة بين 2.5% كحد أدنى و 397.57% كحد أقصى هذا يدل على أن سياسة الاحتفاظ بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير، ربما نتيجة لاختلاف سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها هذه الشركات. هذا وقد بلغ متوسط نسبة الرافعة المالية (lev) 63.4% وقد تراوحت هذه النسبة بين 12.3% كحد أدنى و 99.91% كحد أقصى، وهذا يشير إلى اختلاف بين الشركات المذكورة في الاعتماد على الديون في تمويلها لاستثماراتها، والذي قد يرجع إلى الاختلاف في أحجام الشركات ونسب النمو فيها، أو ربما ميل بعض منها للتمويل عن طريق إصدار أسهم بدلا من التمويل عن طريق الاقتراض، كما يلاحظ أن الانحراف المعياري لنسبة نمو الشركة 0.39 ما يشير إلى التفاوت الملحوظ بين الشركات محل الدراسة فيما يخص الفرص الاستثمارية. ويتضح من الجدول أن متوسط نسبة حجم المخاطر (pe) للشركات محل الدراسة 23.3% وقد تراوحت هذه النسبة بين 191.6% كحد أقصى و 45.5%- كحد أدنى، وقد يعزى هذا التفاوت إلى عدم استقرار أرباح الشركات وتقلبها بدرجة كبيرة.

4.4 دراسة الارتباط بين المتغيرات.

قبل تقدير المنهج القياسي لا بد من دراسة علاقة بين المتغيرات، خاصة المتغيرات المستقلة وذلك للكشف عن مشكلة التعدد الخطي، ويبين هذا الاختبار قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات، حيث وفقا للأدبيات فان وجود علاقة بين متغيرين تفسيريين بمعامل 0.7 فما فوق¹⁴ سيؤدي الى مشكلة التعدد الخطي ولتفادي ذلك لا بد من إسقاط أحدهما من الدراسة،

يوضح الجدول رقم (02) علاقات الارتباط ومستواه بين متغيرات الدراسة، ويمكن من خلاله الاستنتاج بان جميع المتغيرات المستقلة ليس لها علاقات ارتباط قوية فيما بينها وهذا ما يؤكد خلو منهج التقدير من مشكلة التعدد الخطي.

ويمكن توضيح نتائج الاختبار الخاصة بالدراسة كما في الجدول الآتي:

الجدول رقم (02) : مصفوفة الارتباطات لعينة الدراسة الكلية.

Corrélacion							
Probability	DIV	GRO	LEV	LIQ	PE	PROF	SIZE
DIV	1.000000						
GRO	0.631779*	1.000000					
LEV	-0.661288*	-0.227841	1.000000				
LIQ	0.964820*	0.631194*	-0.55358*	1.000000			
PE	-0.43789**	-0.56596*	0.250546	-0.42922**	1.000000		
PROF	0.787710*	0.512710*	-0.46896*	0.081936*	-0.3853**	1.000000	
SIZE	0.659625*	0.66368*	-0.37029**	0.626105*	-0.52238*	0.59798*	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج EVIEWS 10.

*, **: هي عند المستوى معنوية 1%، 5% على الترتيب.

ويشير هذا الأخير الى أن معاملات الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وبين باقي المتغيرات لها دلالة إحصائية، إذ سجل معامل ارتباطه مع نسبة السيولة (liq) علاقة طردية قوية بنسبة 96% بمستوي دلالة معنوية أصغر 1%. كما سجل معامل الارتباط مع متغير الربحية (prof) كذلك علاقة طردية بنسبة 78% بمستوي دلالة معنوية أصغر 1%. أما متغيري الرفع المالي (lev) وحجم المخاطر (pe) فقد سجل علاقة عكسية حيث بلغ معامل الارتباط (-66%)، (-43%) على التوالي، وأما معامل الارتباط مع متغير حجم الشركة (size) فقد سجل علاقة طردية بمعامل الارتباط قدره (65%) بمستوي دلالة معنوية أصغر 1%. كذلك سجل علاقة ارتباطية طردية مع متغير النمو (gro) بنسبة 63% بمستوي دلالة معنوية أصغر 1%.

5.4 نتائج تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكية بطريقة التقدير (GMM System).

بالنظر إلى طبيعة البيانات التي تم الوصول إليها ومن أجل تطبيق منهج القياس الاقتصادي في الدراسة واختبار الفرضيات تم الاعتماد طريقة العزوم المعممة (System GMM) وبسبب قصر السلسلة الزمنية الخاصة بالمتغيرات لم يتم إجراء اختبار السكون¹⁵.

يعرض الجدول التالي نتائج تقدير النماذج الديناميكية باستخدام GMM لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية المستخدمة.

الجدول رقم (03): نتائج تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية الديناميكي بطريقة التقدير (GMM System).

المتغير التابع: سياسة توزيع الأرباح (DIV%).		
Prob	Coefficient	المتغيرات
**0.010	0.058684	DIV(-1)
*0.000	0.229186	LIQ
0.624	-0.025626	Prof
*0.000	-0.345837	LEV
***0.055	-0.041983	GRO
*0.001	0.063658	Pe
*0.002	0.020820	Size
	25	Number of observations
	5	Number of Groups
	20	Number of instruments

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج stata 16.

(*) معنوية الاختبار عند 1%. (**) معنوية الاختبار عند 5%. (***) معنوية الاختبار عند 10%.

سنحاول دراسة جملة من الاختبارات الإحصائية التي تسمح بقياس مدى كفاءة النموذج من الجانب الإحصائي والتأكد من ملاءمته حيث يمكن إدراج النتائج كما في الجدول الآتي:

الجدول (04) نتائج الاختبارات التشخيصية Diagnostic Tests.

wald-test		
wald-test Value = 3214.27		Prob > F = 0.0000
اختبار الارتباط التسلسلي (الارتباط الذاتي) بين الأخطاء Arellano-Bond test for AR in first differences-Serial Correlation		
AR(1)	Z = -0.83	Prob > Z = 0.4053
AR(2)	Z = -0.67	Prob > Z = 0.5013
اختبار صلاحية الأدوات المستخدمة في التقدير Tests validity of the instruments		
Sargan test of overid	Chi ² (9) = 5.81698	Prob > Chi ² = 0.7581

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج stata 16.

يتضح من الجدول أعلاه الاختبارات التشخيصية والتي على ضوءها يتم قبول أو رفض نتائج التقدير، حيث نلاحظ أن قيمة wald ذو قيمة معنوية عالية، مما يعني قوة ومعنوية طريقة العزوم المعممة، وبالتالي قبول النتائج. لكن لا يتوقف أمر القبول أو الرفض على ذلك فقط، وإنما يتطلب اختبار مدى وجود الارتباط الذاتي من عدمه بين الأخطاء من الدرجة الثانية (AR2) والذي تم اقتراحه من قبل (Bond&Arellano)، حيث تشير الفرضية العدمية (H0) للاختبارين (AR1) و (AR2) إلى عدم وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء (term errors)، حيث يبين الجدول (04) قيمة الاختبارين، وأن الاحتمالية (Probability) أكبر من 5% وهذا ما يعني قبول فرضية العدم (H0) بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية (AR2). كما يوضح الجدول (04) اختبار Sargan لمعرفة مدى صلاحية وقوة الأدوات (Instruments)، حيث تشير الفرضية العدمية (H0) للاختبار إلى الأدوات جيدة وتتسم بالتقارب وعدم التحيز، ومن أجل قبول أو رفض الفرضية سيعتمد على قيمة الاحتمالية (Prob)، ويوضح الجدول (04) أن قيمة الاحتمالية لاختبار Sargan 0.7581 وهي أكبر من 5%، مما يعني قبول فرضية العدم والتي تشير إلى صلاحية الأدوات ومن تم قبول نتائج التقدير.

انطلاقاً من نتائج الجدول (03) يمكن تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية مع مقارنة النتائج الإحصائية بالنظرية الاقتصادية والتأكد إن كانت توافقها أو تتناقض معها:

وجود أثر موجب ومعنوي للمتغير الأرباح الموزعة في السنة الماضية ((-1) DIV) على سياسة توزيع الأرباح: العلاقة

الطردية بين هذه المتغيرة ونسب توزيع أرباح السهم يعني أن المسيرين يحددون النسب من أرباح السهم التي يمكن توزيعها بناء على الأرباح السابقة للشركة، حيث أن الارتفاع بوحدة واحدة في الأرباح الموزعة في السنة السابقة تؤدي إلى ارتفاع في نسبة الأرباح الموزعة الحالية ب 0.05 وحدة. ويمكن تفسير العلاقة الطردية بين المتغيرين يفضلون سياسة استقرار التوزيعات في المدى القصير والمتوسط وتتفق هذه النتيجة مع عدة دراسات ونظريات تطرقت إلى هذه المتغيرة، على غرار دراسة لينتر Lintner 1956 التي توصلت إلى أن المسيرين يغيرون من نسبة توزيع أرباح السهم تبعاً للأرباح السابقة للمؤسسة ودراسة (Faruk Bostanci et al, 2018, Maria Elisabete Duarte Neves et al, 2019Gina Aulia, Mohamad Fany Alfarisi)، (2020 Gina Aulia, Mohamad Fany Alfarisi)، التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح الحالية ونسبة توزيعات الأرباح للعام السابق وهذا ما يدعم فرضية تجانس توزيع الأرباح. من هنا يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للأرباح الموزعة في الفترة السابقة على سياسة توزيع الأرباح الحالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر موجب ومعنوي للمتغير السيولة (liq) على سياسة توزيع الأرباح: 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 حجم السيولة يترتب عنها زيادة في مبلغ التوزيعات ب 0.22 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. فاستقرار الأداء المالي ووجود السيولة في ظل حجم كبير للأصول يعطي الحافز على إقرار التوزيعات، من الناحية الإحصائية تؤكد أيضاً المعنوية الإحصائية لهذا المؤشر وتأثيره الموضوعي على المؤشر التابع واتفقت هذه الدراسة مع معظم الدراسات السابقة كدراسة: (farman & nawaz, 2017)، (bostancli & kadioglu, 2018). في

حين اختلفت هذه الدراسة مع دراسة (سلامة والآخرين 2008). بناء على ذلك يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية للسيولة على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر سالب غير معنوي لمتغير الربحية (PROF) على سياسة توزيع الأرباح: مما يشير إلى أن هذا المتغير ليس عاملاً أساسياً في التأثير على سياسة توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة بالنظر إلى معامل هذا المؤشر في النموذج (-0.02). فهذا أيضاً يعكس تأثيره الضعيف على مقدار الأرباح الموزعة، فكل زيادة بوحدة واحدة في الربحية تؤدي إلى انخفاض في نسبة الأرباح الموزعة ب 0.02 وحدة. وقد تطابقت نتائج الدراسة مع دراسة: (jozwiak, 2014) في حين تختلف مع دراسة (demirgunes, 2015)، (farman & nawaz, 2017)، (abu manneh & nasser, 2015)، ودراسة (Bouresli&Abdulsalam, 2005)، (bawa and kaur 2012). نتيجة الاختبار الخاصة بهذا العامل يخالف الفرضية القائلة بوجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية للربحية على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر سالب غير معنوي للفرص الاستثمارية (GROWTH) على سياسة توزيع الأرباح: 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 (- 0.04) فكل زيادة ب وحدة واحدة في حجم الأصول يترتب عنها انخفاض في حجم التوزيعات ب 0.04 وحدة، ويرى الباحث أن هذه المؤسسات المعنية ليس لديها فرص استثمارية مريحة 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 الشركة على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر سالب ومعنوي للمتغير الرفع المالي (Lev) على سياسة توزيع الأرباح: فهو معنوي إحصائياً وان العلاقة العكسية بين حجم الدين وبين توزيع الأرباح هي علاقة مقبولة اقتصادياً، قيمة معامل هذا المؤشر (-0.34) تعكس درجة تأثيره العكسي القوي على المتغير التابع، فزيادة الديون والأعباء المالية على المؤسسة بوحدة واحدة تؤثر بشكل عكسي بمقدار 0.34 وحدة على مقدار الأرباح الموزعة وهذا بشرط ثبات باقي المتغيرات الأخرى المفسرة في النموذج. ويمكن أن يعزى ذلك لعدة أسباب منها صعوبة حصول الشركات، في حالة ارتفاع نسبة الديون لديها، على قروض ميسرة، مع حاجتها إلى دفع سيولة نقدية مستقبلاً لسداد الديون والفوائد المترتبة على ذلك. وتشدد المقرضين في عملية منح قروض جديدة مما يرفع نسبة فوائد الاقتراض والضمانات المطلوبة من الشركة. فكلما زادت نسبة الدين الخارجي لدى الشركة مالت الإدارة بالاعتماد بشكل أكبر على الأرباح المتحققة مما يخفض من مقدار توزيعات الأرباح النقدية. واتفقت هذه الدراسة مع دراسة: (abu manneh & nasser, 2015) (jozwiak, 2014)، مما يتم الإشارة إليه يتم قبول الفرضية القائلة بوجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية للرفع المالي على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر موجب ومعنوي للمتغير حجم الشركات (SIZE) على سياسة توزيع الأرباح: أي أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لحجم الشركات في سياسة توزيع الأرباح، أي زيادة حجم الشركات "مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول" يرتفع حجم التوزيعات الأرباح، تفسير ذلك أن الشركات عينة الدراسة هي كبيرة الحجم وأكثر قوة وتنوعاً لنشاطها ولها مكانة كبيرة داخل السوق

وعادة ما تكون ناضجة وذات أرباح كبيرة، وقد تطابقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة: (deanglo 2006) ، (yang 2001) (Al-Malkawi 2007). بناء على ذلك يمكن قبول الفرضية القائلة بوجود أثر موجب ذي دلالة إحصائية لحجم الشركة على سياسة توزيع للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

وجود أثر موجب ومعنوي للمتغير حجم المخاطر (PE) على سياسة توزيع الأرباح: أظهر التحليل الإحصائي أن هذا المؤشر معنوي إحصائيا وأن العلاقة الارتباطية بالمؤشر التابع ضعيفة وكذلك لا يساهم كثيرا في تفسير سلوك المؤشر التابع سياسة توزيع الأرباح في الشركات عينة الدراسة وذلك بالنظر إلى قيمة معامل الضعيفة (0.06) فكل زيادة ب وحدة واحدة في حجم المخاطر يترتب عنها زيادة في حجم التوزيعات ب 0.06 وحدة. عموما يمكن تفسيره بأن الشركات عينة الدراسة تعيش في جو اقتصادي غير مستقر، فكلما ازدادت درجة تذبذب أرباح الشركة، يؤدي بالشركة إلى تقليل حجم الاستثمارات المتاحة نظرا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية. هذا بدوره يؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح المحتجزة الموجهة لتمويل تلك الاستثمارات وبالتالي توزيع نسبة كبيرة من الأرباح المحققة. واتفقت هذه الدراسة مع دراسة (Abu Manneh & Nasser, 2015) واختلفت هذه الدراسة مع دراسة (Farman & Nawaz, 2017). بناء على ذلك يمكن رفض الفرضية القائلة بوجود أثر سالب ذي دلالة إحصائية لحجم المخاطر على سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

خاتمة:

استهدفت الدراسة تحليل وقياس أثر مجموعة من العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح، لدى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، خلال الفترة (2013-2018)، النتائج المتحصل عليها باستخدام طريقة مقدر الفروق (DYN-GMM) للفترة 2013-2018. تظهر أن النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية، أما إحصائيا ومع استعمال اختبار القيود زائدة التمييز (test de sargan) كانت نتائج التقدير تشير إلى صلاحية المتغيرات المساعدة وشروط العزوم، كما أظهرت نتائج التقدير مدى مساهمة المتغيرات المدروسة في تفسير سياسة توزيع الأرباح التي اكتسب أغلبها الإشارة المتوقعة والمعنوية الإحصائية. حيث تبين من خلال النموذج المقدر:

- وجود علاقة طردية معنوية بين الأرباح الموزعة في الفترة السابقة والسيولة وحجم الشركة وقرار توزيع الأرباح لدى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

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

- عدم وجود أثر لمؤشر النمو وحجم المخاطر والربحية على قرار توزيع الأرباح.

التوصيات:

وفقا لنتائج الدراسة فإنه يمكن صياغة التوصيات على النحو التالي:

- على إدارات الشركات 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 الشركات خصوصا غير الموزعة للأرباح بتقييم أداؤها المالي ودراسة أهم العوامل المحددة لكفاءتها ونشاطاتها الاستثمارية، حتى يتسنى لها تحسين أهم المؤشرات المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

الإحالات والمراجع :

¹-Wasfi Al Troudi, Maysa'a Milhem (2013), **Cash Dividends, Retained Earnings And Stock Prices, Evidence From Jordan**, Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business, Vol 04, No 12, P:585.

²- George m et autres. (2002). **Dividend policy, theories and practice**, academiques press, californaia, p :03.

³- مجاء الدين محمد، بنيت محمد، (2019)، العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية ، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في البورصة المصرية خلال الفترة من (2012 حتى 2017) ، المجلد 10، ص ص: 819-858.

⁴- Gina Aulia, Mohamad Fany Alfarisi,(2019), **determinants of dividend policy of listed commercial banks in indonesia**, andalas management review, vol 03, no. 2.

⁵- Justyna Franc-DaBrowska Et Al, (2020), **Determinants Of Dividend Payout Décisions – The Case Of Publicly Quoted Food Industry Enterprises Operating In Emerging Markets**, Economic Research-Ekonomiska Istrazivanja, Vol 33, N 01 , P P: 1108-1129 .

⁶- Maria Elisabete Duarte Neves, Maria Manuela Cunha, João Vilas, (2020), **Determinants Of Dividends In The Telecommunications Sector**, Revista Brasileira De Gestão De Negocios, Vol 22, N 3, P P: 669-685.

⁷- Abu Manneh, M., and Nasser, K,(2015) ,**Déterminants Of Corporate Dividends Policy, Évidence From An Emrgin Economy**,International JournalOf EconomicsAnd Finance ,Vol 7 , N 7 , P :230.

⁸- منير إبراهيم هندي، (2005)، الفكر الحديث في تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص: 334.

⁹-Bogna Kazmierska-Jozwiak, (2015),**Déterminants Of Dividend Policy, Evidence From Polish Listed Compagnies**, Procédai Economics And Finance, 2015, P : 474.

¹⁰-Mondher Kouki, Moncef Guizani, (2009) , **Ownership Structure And Dividend Policy Evidence From The Tunisian Stock Market** , European Journal Of Scientific Research, Vol 25, N01, P: 47 .

¹¹ - محمد عبد الله المومني، (2016) ، مدي اهتمام حاكمية الشركة بالاعتبارات التي تحكم عملية توزيع الأرباح، دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المساهمة العامة ، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01 ، ص: 44.

¹² - Mohamed Masry Et All, (2018), **Factors Affecting Dividend Policyin An Emerging Capital Markets (Ecm's) Country**, Theoretical And Empirical Suzy, International Journal Of Economics, Vol 6, N 4, P: 141.

¹³ -عياد هشام،(2016)، أثر النمو الاقتصادي ومؤشر اللامساواة على معدل الفقر في الدول النامية ، دراسة قياسية للفترة (1970-2013) ، مجلة رؤي الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 10، ص: 84.

¹⁴-مكيد علي، (2007)، الاقتصاد القياسي ،دروس ومسائل محلولة. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر، ص: 140.

¹⁵ - ثريا عبد الرحيم على الخزرجي، صبيان طارق سعيد الاعرجي، (2020) ، القياس الاقتصادي لأثر الشمول المالي على الاستقرار المصرفي في العراق ، مجلة الاقتصاد والعلوم الإدارية ، بغداد ، العراق، المجلد 26 العدد 119 ، ص ص: 332 .

16-<http://www.cnrc.org.dz/consulte> le: 12 12, 2020

17- <https://www.cosob.org/consulte> le: 12 12, 2020.

7. قائمة الملاحق.

الملحق رقم (01) : الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

summarize div prof liq gro lev pe size

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
div	30	.3750898	.2664856	0	.9859164
prof	30	.23742	.2649286	-.0808084	.9226595
liq	30	1.609698	.9477473	.025514	3.975738
gro	30	-.0103745	.3964555	-.8746321	.6586807
lev	30	.6341426	.2165245	.1236548	.9991027
pe	30	.2331204	.4845626	-.4553494	1.916662
size	30	9.861421	1.27329	7.076595	11.92118

الملحق رقم (02) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

Correlation Probability	DIV	GRO	LEV	LIQ	PE	PROF	SIZE
DIV	1.000000 ----						
GRO	0.631779 0.0002	1.000000 ----					
LEV	-0.661288 0.0001	-0.227841 0.2259	1.000000 ----				
LIQ	0.964820 0.0000	0.631194 0.0002	-0.553589 0.0015	1.000000 ----			
PE	-0.437899 0.0155	-0.565960 0.0011	0.250546 0.1817	-0.429221 0.0179	1.000000 ----		
PROF	0.787710 0.0000	0.512710 0.0038	-0.468960 0.0089	0.081936 0.0000	-0.385330 0.0355	1.000000 ----	
SIZE	0.659625 0.0001	0.663685 0.0001	-0.370290 0.0440	0.626105 0.0002	-0.522380 0.0031	0.597981 0.0005	1.000000 ----

الملحق رقم (03): نتائج تقدير طريقة العزوم المعممة (GMM System).

System dynamic panel-data estimation		Number of obs = 25				
Group variable: cid		Number of groups = 5				
Time variable: YEAR		Obs per group:				
		min =	5			
		avg =	5			
		max =	5			
Number of instruments = 20		Wald chi2(7) =	3034.71			
		Prob > chi2 =	0.0000			
One-step results						
div	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
div						
L1.	.058684	.0229187	2.56	0.010	.0137642	.1036039
prof	-.0256267	.0523241	-0.49	0.624	-.12818	.0769265
liq	.2291864	.0200434	11.43	0.000	.1899021	.2684708
gro	-.0419834	.0218489	-1.92	0.055	-.0848064	.0008396
lev	-.3458373	.0660139	-5.24	0.000	-.4752221	-.2164525
pe	.0636589	.0190782	3.34	0.001	.0262664	.1010514
size	.0208204	.0066856	3.11	0.002	.0077168	.0339239
Instruments for differenced equation						
GMM-type: L(2/.)div						
Standard: D.prof D.liq D.gro D.lev D.pe D.size						
Instruments for level equation						
GMM-type: LD.div						

الملحق رقم (04): اختبار الارتباط التسلسلي (الارتباط الذاتي) بين الأخطاء

Test order	m-Statistic	rho	SE(rho)	Prob.
AR(1)	-0.832240	-0.018490	0.022217	0.4053
AR(2)	-0.672367	-0.013973	0.020782	0.5013