

# أثر مصادر التمويل على نمو الشركات المشتركة بالتطبيق على قطاع الصناعات الكيماوية

د. سلمى علي الدين

مدرس إدارة الأعمال – كلية الإدارة – جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

## ملخص البحث:

يهدف البحث إلى قياس أثر مصادر التمويل المتمثلة في الملكية والداخلية والرسمية على نمو الشركات الكيماوية المشتركة التابعة للهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة لعدد ٢٣٠ شركة في الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤، وتم استخدام إختبار "ت" لإختبارات الفروق لمتوسطات النمو ومصادر التمويل على مستوى الشركات المشتركة وغير المشتركة، بالإضافة الى تحليل الانحدار الخطي المتعدد التدريجي، و نموذج تحليل الإنحدار الهرمي، وتوصل البحث الى وجود اختلافات ذات دلالة احصائية في متوسطات النمو ومتوسطات مصادر التمويل بين الشركات المشتركة و الشركات غير المشتركة مما قد يدل على أهمية الإستثمار الأجنبي المباشر في هذه الشركات، ووجود أثر موجب لمصادر التمويل المختلفة على نمو الشركات الكيماوية المشتركة، واوصى البحث بالتركيز على زيادة نسبة الاستثمار الأجنبي في الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية في ضوء القوانين التي تحكم هذه الاتفاقيات .

■ الكلمات الافتتاحية: الشركات المشتركة ، نمو الشركات ، مصادر التمويل.

## Abstract:

This study aims at measuring the effect of financial resources represented by equity, internal and formal finance on the growth of joint chemical firms for

general authority for investment and free zones, for 230 firms during the period between 2010 and 2014. The research uses t- test for significant differences between average financial resources and growth for joint firms and non-joint firms. In addition, this research uses stepwise multiple linear regression and hierarchy regression test. The research reveals that there are significant differences between average financial resources and growth in joint firms and a non-joint firm which implies the importance of Foreign Direct Investment in these firms, and various financial resources have a positive effect on the growth of joint chemical firms. The research recommends that firms should focus on increasing the rate of foreign direct investment in joint chemical firms in light of the binding laws.

**Keywords:** joint firms, financial resources, Firm growth.

## ١ - مقدمة:

شهدت الدول العربية أثناء عقد التسعينيات العديد من التحولات والمستجدات الاقتصادية والمالية، التي كانت لها تأثيرات كبيرة في توجيه مسارات وسياسات وخطط التنمية الاقتصادية في الدول العربية بصفة عامة والتأثير على أوضاع ومتغيرات واستراتيجيات النمو في الشركات الصناعية بصفة خاصة.

ويأتي في مقدمة تلك المتغيرات التغييرات الكبيرة التي طرأت على النظام المالي الدولي في اعقاب ازمة المديونية الخارجية وما تبنته غالبية الدول العربية من تنوع مصادر التمويل، و جذب الاستثمار الاجنبي المباشر Foreign Direct Investment من خلال تطبيق واحدة من أهم استراتيجيات التحالف Strategic Alliances وهي المشروعات المشتركة Joint Ventures، وهو نشاط أعمال تعاوني ”Cooperative Business Activity” يتشكل من خلاله كيان أعمال مستقل بين المستثمر الأجنبي والمستثمر المحلي (بنسب

مشاركة متفاوتة، تتحدد وفقاً لاتفاق المستثمرين، وحسب القوانين المنظمة) تحقيقاً لمستويات أفضل للنمو لكل الأطراف. (Wheelen, L. Thomas & J. D. Hunger (2008) وتتفاوت نسبة مساهمة الأجانب من الشركات المشتركة إلى الشركات غير المشتركة طبقاً لنسب مساهمة الأجانب. فالشركات المشتركة: هي الشركات التي تحتوي على نسب مختلفة من مساهمة الأجانب في رأس المال المستثمر (استثمار أجنبي ومصري)، أما الشركات غير المشتركة: هي التي لا تحتوي على أي نسب للاستثمار الأجنبي (استثمارات مصرية فقط).

وتفاعلاً مع ما سبق، وانطلاقاً من أهمية النمو على المستوى الجزئي وعلى المستوى الكلي، فإن ضرورة تنوع مصادر التمويل لم تكن في أي وقت سابق أكثر حيوية وأشد إلحاحاً مما هي عليه في هذه المرحلة، وذلك لما فرضته المتغيرات والمستجدات السابقة الذكر من تحديات كبيرة أمام الدول العربية، الأمر الذي يستوجب معرفة أثر مصادر تمويل من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر على نمو الشركات المشتركة.

### ١/١ خلفيات مشكلة البحث:

أصبح اتجاه الشركات الصناعية نحو النمو ظاهرة أساسية وضرورية تحقيقاً للمزايا التنافسية، واستجابة للمتغيرات البيئية التكنولوجية المتلاحقة، ودافعاً لزيادة القدرة على التعلم وتنمية المهارات الإدارية المختلفة، من خلال قدرة الشركات على تنظيم وإدارة المتغيرات البيئية، والتعلم والتدريب على المهارات المختلفة، وتوفير مصادر التمويل المناسبة، وقد اوضحت العديد من الدراسات أن قصور المصادر التمويلية العائق الرئيسي للنمو.

Audretsch & Elston, (2002), Becchetti & Trovato, (2002), Müller & Zimmermann, (2008), Oliveira & Fortunato, (2006), Rajan & Zingales, (1995); Storey, (1994).

تعتبر مصادر التمويل عصب الحياة للشركات الصناعية ، وقد أشارت نظريات الهيكل التمويلي (Myers 1984) وجود علاقة موجبة بين مصادر التمويل الرسمية المتمثلة في (القروض) ونمو الشركات، نتيجة لإرتفاع قيمة المنشأة الناجمة عن الوفورات الضريبية ، بينما اوضح (Miller 1977) من خلال نظريات الهيكل التمويلي الامثل عدم وجود مزايا للاقتراض في ظل خضوع المستثمر للضرائب الشخصية ، فضلاً عن ارتفاع تكلفة الوكالة الناجمة عن الصراع بين حملة الأسهم وحملة السندات.

Jensen ، & Meckling,( 1976), Stulz, (1990), Titman & Wessels,( 1988)

كما أشارت نظرية الالتقاط التدريجي Pecking order theory وجود علاقة موجبة بين مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة و نمو الشركات، فالشركات تفضل تمويل استثمارتها عن طريق الأرباح المحتجزة اولاً ثم اصدار سندات ثانياً واخيراً تلجأ إلى اصدار أسهم عادية، في حين اوضح (Brigham 2005) عدم وجود مزايا للأرباح المحتجزة في ظل احتمالات الإفلاس، الامر الذي ادي الى حتمية البحث عن مصادر تمويل مختلفة تحقيقاً لمتطلبات النمو السريع للشركات، حيث إن حدة المشكلة تتزايد في حالة عدم قدرة الشركات على توفير مصادر التمويل اللازمة لدفع عجلة الاستثمار و التنمية.

قامت الشركات المشتركة باتباع استراتيجية تعد من أهم استراتيجيات التحالف من خلال جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتمويل استثماراتها (في شكل شركات مشتركة) للتغلب على مشكلة نقص مصادر التمويل وتوفيرها من مصادر مختلفة تحقيقاً لمتطلبات لنمو.

وتفاوتت نسبة مساهمة الأجنبي من الشركات المشتركة إلى الشركات غير المشتركة طبقاً لنسب مساهمة الأجنبي. فالشركات المشتركة: هي الشركات التي تحتوي على نسب مختلفة من مساهمة الأجنبي في رأس المال المستثمر (استثمار أجنبي

ومصري)، أما الشركات غير المشتركة : هي التي لا تحتوي على أي نسب للاستثمار الأجنبي (استثمارات مصرية فقط).

وبإلقاء الضوء على مصادر التمويل في الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة الكيماوية (محل البحث) في الفترة من عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠١٤ يلاحظ تفاوت مصادر التمويل في الشركات المشتركة عن الشركات غير المشتركة ، والجدول التالي يوضح مصادر التمويل في الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة.

### جدول رقم ( 1 )

مصادر التمويل في الشركات المشتركة و غير المشتركة في الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤

| مصادر التمويل قصيرة الأجل | مصادر التمويل طويلة الأجل |                              |                  |            | الشركات          | السنوات |
|---------------------------|---------------------------|------------------------------|------------------|------------|------------------|---------|
|                           | مصادر غير الرسمية         | مصادر رسمية قروض طويلة الأجل | الأرباح المحتجزة | حقوق ملكية |                  |         |
| 2.1%                      | 2.0%                      | 6.3%                         | 30.1%            | 59%        | شركات مشتركة     | 2010    |
| 2.6%                      | 6.1%                      | 2.3%                         | 15.1%            | 73.9%      |                  | 2011    |
| 15.5%                     | 20.2%                     | 2.9%                         | 3.8%             | 75.6%      |                  | 2012    |
| 4.1%                      | 27.6%                     | 3.3%                         | 28.5%            | 36.6%      |                  | 2013    |
| 4.1%                      | 55.9%                     | 6.8%                         | 6.0%             | 27.2%      |                  | 2014    |
| 4.0%                      | 0.2%                      | 4.4%                         | 27.5%            | 63.8%      | المتوسط العام    |         |
| 3.4%                      | 0.5%                      | 3.4%                         | 38.3%            | 54.5%      | شركات غير مشتركة | 2010    |
| 7.2%                      | 1.0%                      | 4.0%                         | 38.3%            | 49.5%      |                  | 2011    |
| 7.4%                      | 1.6%                      | 4.1%                         | 47.6%            | 39.4%      |                  | 2012    |
| 11.8%                     | 1.9%                      | 3.5%                         | 45.9%            | 36.9%      |                  | 2013    |
| 10.7%                     | 10.7%                     | 5.3%                         | 41.2%            | 32.1%      |                  | 2014    |
| 8.3%                      | 0.0%                      | 4.2%                         | 43.5%            | 44.0%      | المتوسط العام    |         |

المصدر: من إعداد الباحث . إتمادا على البيانات الواردة في تقرير وزارة الاستثمار و المناطق الحرة خلال

الفترة من عام ٢٠١٠ الى عام ٢٠١٤

## يتضح من الجدول السابق ما يلي :

✚ اعتماد الشركات الكيماوية المشتركة وغير المشتركة على مصادر التمويل طويل الأجل والتي تعبر عن هيكل رأس المال Capital Structure المتمثل في كل من (حقوق الملكية، والأرباح المحتجزة والإحتياطيات، والقروض طويلة الأجل من مصادر رسمية (البنوك التجارية)، والقروض من شركات تابعة وشقيقة (مصادر غير رسمية) بنسبة أكبر من مصادر التمويل قصيرة الأجل.

✚ ارتفاع التمويل الداخلي المتمثل في (حقوق الملكية، والأرباح المحتجزة) في الشركات الكيماوية المشتركة وغير المشتركة عن التمويل الخارجي المتمثل في (القروض رسمية، والقروض غير رسمية).

✚ ارتفاع نسبة القروض قصيرة الأجل في الشركات غير المشتركة عن الشركات المشتركة، و قد يفسر ذلك معاناة الشركات غير المشتركة من مشكلة نقص مصادر التمويل وبالتالي اعتمادها على القروض قصيرة الأجل، بما يؤثر على السيولة ويرفع مخاطر عدم القدرة على سداد أصل القرض والفوائد وبالتالي تآكل الأرباح وانخفاض النمو في هذه الشركات .

### ٢/١ مشكلة البحث:

**وانطلاقاً مما سبق يتمثل مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي :**

▪ هل هناك تأثير للاستراتيجيات التي اتبعتها الشركات المشتركة في مصادر تمويل استثماراتها من خلال جذب الاستثمار الأجنبي على نمو الشركات المشتركة الكيماوية ؟

بمعنى هل تؤثر المساهمات الأجنبية في رأس المال على معدلات النمو في الشركات المشتركة ؟

### ٣/١ أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

#### ١/٣/١ إختبار الفروق المعنوية بين العينات الفرعية التالية:

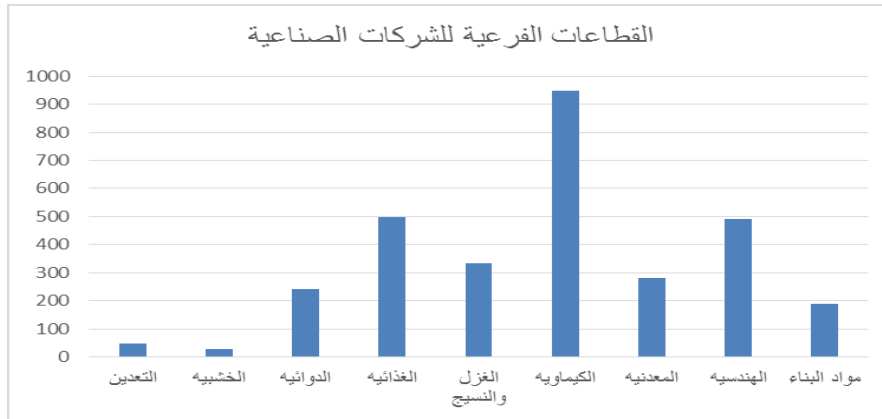
- عينتى البحث لكل من الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.
- العينات الفرعية للبحث وهى: الشركات غير المشتركة، و الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، و الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.

#### ٢/٣/١ قياس أثر مصادر التمويل على نمو الشركات الكيماوية المشتركة من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- قياس تأثير مصادر التمويل بالملكية المتمثلة في (المساهمات الأجنبية في رأس المال) على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية .
- قياس تأثير مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والإحتياطيات على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.
- قياس تأثير مصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض الخارجية على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.
- قياس التأثير المختلف للمتغيرات الحاكمة الأخرى التي يمكن أن تؤثر على معدل نمو الشركات المشتركة، مثل نوعية النشاط، الربحية، المخاطر، الحجم.

## ٤/١ أهمية البحث:

- تحتل الشركات الكيماوية أهمية كبيرة في الشركات الصناعية المصرية فتمثل نسبة ٥٥% من إجمالي الشركات الصناعية المصرية القائمة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤، مما يوضح أهمية هذه الشركات للصناعات المصرية والإقتصاد المصري بصفة عامة في تعزيز القدرات الوطنية للإنتاج الوطني والتصدير وتيسير اندماج الإقتصاد، والشكل التالي يوضح نسبة الشركات الكيماوية إلى إجمالي الشركات الصناعية.



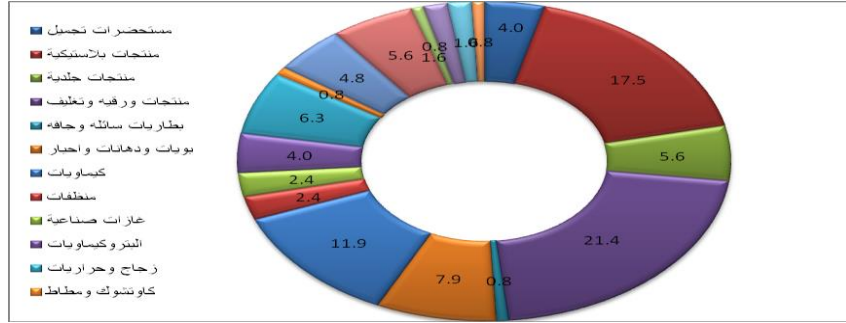
المصدر: من إعداد الباحث . إعتقادا على البيانات الواردة في تقرير وزارة الاستثمار و المناطق الحرة

### شكل رقم (١)

نسبة الشركات الكيماوية إلى إجمالي الشركات الصناعية

- تنوع أنشطة الشركات الكيماوية حيث إنها تشمل العديد من الأنشطة التي تمثل فرص عمل متنوعة للعديد من الخريجين، على سبيل المثال مستحضرات تجميل، منتجات بلاستيكية، منتجات ورقية وتغليف، بطاريات سائلة وجافة، كيماويات، منظفات، غازات صناعية، بتروكيماويات و.... والشكل التالي يوضح الأنشطة المختلفة للشركات الكيماوية.



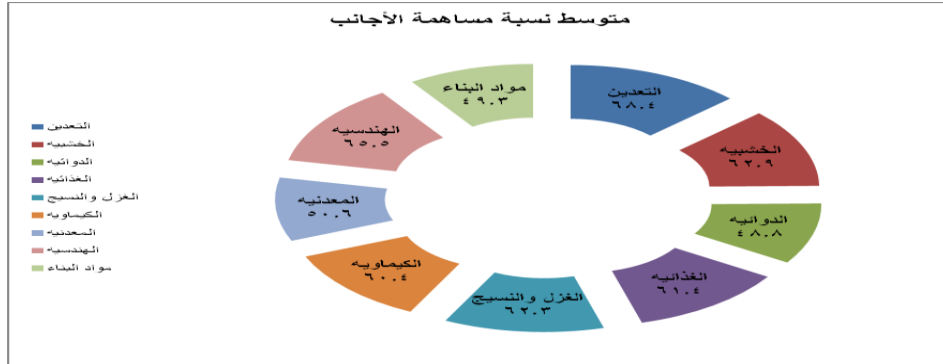


المصدر: من إعداد الباحث . إعتماذا على البيانات الواردة في تقرير وزارة الاستثمار و المناطق الحرة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ الى عام ٢٠١٤

شكل رقم (٢)

### الأنشطة المختلفة للشركات الكيماوية

- يمثل رأس المال المستثمر في الشركات الكيماوية أهمية كبيرة ، وينقسم إلى مساهمات أجنبية (عرب وأجانب) واستثمارات مصرية وتمثل نسبة مساهمة الأجانب في الشركات الكيماوية ٦٠% بالنسبة إلى إجمالي الشركات الصناعية المصرية القائمة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤ ، مما يوضح أهمية الدور الذي تلعبه الشركات المشتركة في تقوية وتدعيم الهياكل الاقتصادية العربية، والشكل التالي يوضح نسبة مساهمة الأجانب في الشركات الصناعية الكيماوية إلى إجمالي الشركات الصناعية.



المصدر: من إعداد الباحث . إعتماذا على البيانات الواردة في تقرير وزارة الاستثمار و المناطق الحرة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ الى عام ٢٠١٤.

شكل رقم (٣)

نسبة مساهمة الأجانب في الشركات الكيماوية إلى إجمالي الشركات الصناعية

## ٢. الإطار النظري للبحث:

أوضحت نظرية الالتقاط التدريجي Pecking order theory وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة على نمو الشركات، نتيجة لعدم وجود تكلفة الاصدار للارباح المحتجزة وارتفاعها للأسهم العادية وانخفاضها للسندات، وأشارت نظريات التمويل الى وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض على نمو الشركات و قيمة المنشأة، نتيجة لإرتفاع قيمة المنشأة الناجمة عن الوفورات الضريبية (Myers (1984) ، بينما أوضحت نظرية الوكالة وجود تأثير سالب لمصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض على معدلات النمو، نتيجة لإرتفاع تكلفة الوكالة الناجمة عن الصراع بين حملة الأسهم وحملة السندات (Jensen & Meckling, (1988), Titman & Wessels,( 1990), Stulz,( 1976).

أوضحت الدراسات السابقة خليطاً من النتائج لأثر مصادر التمويل على نمو الشركات، فيرى كلا من ( Cassar and Holmes (2003); Hall, Hutchinson and ) (Michaelas (2004) وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة على نمو الشركات، في حين يرى كل من (Chittenden, Hall & Hutchinson, (1996), Esperança, Gama Gulamhussen,(2003), Jordan, Low & Taylor,(1998).) عدم وجود تأثير لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة على نمو الشركات، بينما يرى كل من (Barclay, Smith & Watts, (1995), Kim & Roden & Lewellen,( 1995), Rajan & Zingales, 1995). Sorensen, (1986). وجود تأثير سالب لمصادر التمويل الرسمية على نمو الشركات.

## ٣-الدراسات السابقة:

ومن أهم الدراسات التي أوضحت أثر مصادر التمويل على النمو دراسة Du & Girma (2009) والتي أستهدفت معرفة أثر مصادر التمويل المختلفة على نمو الشركات

الصناعية المشتركة في الصين، خلال الفترة من عام ١٩٩٨ إلى عام ٢٠٠٥ وباستخدام طريقة المربعات الصغرى، أوضح البحث أن مصادر التمويل المتمثلة في مصادر التمويل الرسمية والتمويل غير الرسمية لها تأثير موجب على نمو الشركات، كما أوضحت التأثير الموجب للمتغيرات الحاكمة (حجم ونوع الملكية) على نمو الشركات ذات الإستثمارات الأجنبية (شركات مشتركة).

وهدفت دراسة (2009) Abubakr Saeed إلى الإجابة على التساؤل الرئيسي (هل هناك تأثير لكل من مصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض الخارجية، والمصادر غير الرسمية المتمثلة في قروض شركات المساهمة، والمصادر الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، ومصادر التمويل بالملكية المتمثلة في حقوق الملكية على نمو الشركات)، بالإضافة إلى معرفة تأثير بعض المتغيرات الحاكمة المتمثلة في عمر الشركة، معدل العائد على حق الملكية على نمو الشركات، وتم استخدام اختبار تحليل الإنحدار المتعدد، وأوضحت النتائج وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية على نمو الشركات، وتأثير سالب لمصادر التمويل الخارجية على النمو، كما أشارت النتائج إلى أن حجم الشركة يعتبر من المتغيرات الحاكمة في النموذج.

وقام Hall & et.al., (2004) بدراسة مصادر التمويل في الشركات الصناعية في تايبوان وأثرها على معدلات النمو لعينة تضمنت ٢٨٠ شركة صناعية في الفترة من عام ١٩٩١ إلى ٢٠٠٢ باستخدام طريقة المربعات الصغرى. أوضح البحث أن مصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض الخارجية من البنوك التجارية لها تأثير سلبي على نمو الشركات، بينما أوضح وجود تأثير موجب للتمويل الداخلي المتمثل في الأرباح المحتجزة والإحتياطيات على نمو الشركات، كما أوضح البحث التأثير الموجب لبعض المتغيرات الحاكمة والمتمثلة في الحجم، درجة الإرتباط بالصناعة، معدل العائد على الأصول على نمو الشركات الصناعية.

حاولت دراسة ( Assibey, 2011) معرفة هل هناك تأثير لمصادر التمويل على معدلات النمو في الشركات لعينة تضمنت ٥٠٢٣ شركة صغيرة في غانا، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى أوضحت النتائج وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلي على النمو، بينما أوضحت وجود تأثير سالب لمصادر التمويل الرسمي على النمو، كما أشارت النتائج أن حجم الشركة يعتبر من المتغيرات الحاكمة في النموذج. وهدفت دراسة ( Yazdanfar, 2012) الى معرفة أثر مصادر التمويل على نمو الشركات الصغيرة في السويد خلال الفترة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠٠٧ لعينة تتضمن ١٠١ شركة صناعية باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد، و أوضح البحث أن مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة لة تأثير معنوي وموجب على نمو الشركات، بينما أوضحت عدم وجود تأثير معنوي لمصادر التمويل الرسمي المتمثل في الديون طويلة الأجل على نمو الشركات.

وقامت دراسة ( Zghidi, Sghaier and Abida, 2016) بتحليل العلاقة بين مصادر التمويل من خلال الاستثمار الاجنبي المباشر على نمو الشركات والذي عبر عنه باللوغارتم الطبيعي لصافي الدخل لعينة تتضمن ٦١ شركة صناعية في جنوب افريقيا خلال الفترة من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠١٣ باستخدام تحليل الارتباط أوضح البحث وجود علاقة موجبة بين التمويل من خلال الاستثمار الاجنبي المباشر وبين نمو الشركات و أوضح ان الاستثمار الاجنبي من اهم العوامل الهامة المؤثرة في نمو الشركات.

وتناولت دراسة ( Muchiri, 2016) اثر تنوع مصادر التمويل المتمثلة في القروض الخارجية طويلة الاجل وقصيرة الاجل، والمصادر غير الرسمية المتمثلة في قروض شركات المساهمة، والمصادر الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، على الاداء المالي والذي عبر عنه بمعدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الاصول للشركات في جنوب شرق أسيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١٤، بالإضافة إلى معرفة تأثير المتغير الوسيط المتمثل في النمو في اجمالي الناتج القومي، وتم استخدام اختبار تحليل

الإنحدار المتعدد، وأوضحت النتائج وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية والخارجية والارباح المحتجزة على أداء الشركات مقاسا بمعدل العائد على حق الملكية، وتأثير سالب لمصادر التمويل الخارجية والارباح المحتجزة على أداء الشركات مقاسا بمعدل العائد على الاصول. ووضح البحث ان تنوع مصادر التمويل يؤدي الى زيادة النمو في اجمالي الناتج المحلي .

**ونستنتج من الدراسات السابقة ما يلي :**

- ندرت الدراسات العربية التي تناولت أثر مصادر التمويل على نمو الشركات المشتركة من منظور الاستثمار الأجنبي فقد تناولت البحوث العربية أثر مصادر التمويل على النمو من منظور الرفع المالي أو من منظور الربحية أو تحديد العوامل المؤثرة على الرفع المالي مثل دراسة ( جلال ابراهيم ١٩٩٢، أحمد سعد ١٩٩١، محمد عبدة ١٩٩٦ .

- اختلفت النتائج حول أثر مصادر التمويل طويلة الأجل على معدلات النمو، وقد يرجع الاختلافات بين هذه الدراسات لإختلاف المتغيرات الخاصة بمصادر التمويل واختلاف مقاييس كل متغير بالإضافة إلى الإختلافات في بيئة الدراسات التطبيقية .

#### **٤ - منهجية البحث:**

##### **١/٤ - فروض البحث:**

بناء على الدراسات السابقة ومشكلة البحث يمكن صياغة فروض البحث في الفروض التالية:

- **الفرض الأول:** لا توجد فروق معنوية بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.
- **الفرض الثاني:** لا توجد فروق معنوية بين الشركات غير المشتركة، والشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%،

والشركات المشتركة بنسة ١٠٠ % فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.

- **الفرض الثالث:** لا يوجد تأثير لمصادر التمويل بالملكية المتمثلة في (المساهمات الأجنبية في رأس المال) على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.
- **الفرض الرابع:** لا يوجد تأثير لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والإحتياطيات على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.
- **الفرض الخامس:** لا يوجد تأثير لمصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض الخارجية على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.
- **الفرض السادس:** لا يوجد تأثير للمتغيرات الحاكمة التالية، نوعية النشاط، الربحية، المخاطر، الحجم على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية.

#### ٢/٤ متغيرات الدراسة:

**المتغير التابع الأول:** ويتمثل في معدل نمو صافي المبيعات والمقاس بمعدل التغير في صافي المبيعات.

**المتغير التابع الثاني:** ويتمثل في معدل نمو الأصول والمقاس بمعدل التغير في الأصول.

**المتغيرات المستقلة:** ويوضح الجدول التالي المتغيرات المستقلة وكيفية قياسها

## جدول رقم (2)

المتغيرات المستقلة وكيفية قياسها

| المتغير                            | رمز المتغير | كيفية القياس  |
|------------------------------------|-------------|---|
| مصادر التمويل بالملكية             | X1          | نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي مصادر التمويل طويلة الأجل  |
| مصادر التمويل الداخلية             | X2          | نسبة الأرباح المحتجزة والإحتياطيات إلى إجمالي مصادر التمويل طويلة الأجل   |
| مصادر التمويل الخارجية الرسمية     | X3          | نسبة القروض الخارجية الرسمية (بنوك تجارية) إلى إجمالي مصادر التمويل طويلة الأجل                                     |
| مصادر التمويل الخارجية غير الرسمية | X4          | نسبة القروض الخارجية غير الرسمية (بنوك شركات تابعة وشقيقة) إلى إجمالي مصادر التمويل طويلة الأجل                     |
| معدل العائد على الأصول             | X5          | نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول   |
| معدل العائد على حق الملكية         | X6          | نسبة صافي الربح إلى صافي حق الملكية   |
| هامش ربح المبيعات                  | X7          | نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات   |
| الحجم                              | X8          | اللوغارتم الطبيعي لصافي المبيعات  |
| مخاطر التشغيل                      | X9          | نسبة التغير في ربح التشغيل إلى التغير في صافي المبيعات  |
| نوع النشاط                         | X10         | متغير صوري (Dummy variable) ويتضمن الأنشطة التالية، منتجات البلاستيك، الكيماويات، البتروكيماويات، الكيماويات الأخرى |

المصدر: من إعداد الباحث

### ٣/٤ - مجتمع وعينة البحث:

- يتمثل مجتمع البحث في جميع شركات الاستثمار الداخلي و المناطق الحرة المنشئة بقانون ١٥٩ للصناعات الكيماوية التابعة للهيئة العامة للإستثمار

والمناطق الحرة ويتراوح عددها ٢٣٧ شركة تقريبا، وعينة البحث تمثل ٩٤٨ مشاهدة لمتغيرات البحث المستمدة من القوائم المالية لعينة من الشركات قوامها ٢٣٠ مفردة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٤.

- تم تصنيف الشركات إلى شركات مشتركة وشركات غير مشتركة، الشركات المشتركة (تتمثل في الشركات التي لديها مساهمة أجنبية في رأس مالها سواء عرب أم أجانب وتبلغ عددها ١٠٢ شركة بنسبة ٤٤.٤ % من إجمالي الشركات)، وشركات غير مشتركة (وتتمثل في الشركات التي ليس لديها مساهمة أجنبية في رأس مالها سواء عرب أم أجانب) وتبلغ عددها ١٢٨ شركة بنسبة ٥٥.٦ % من إجمالي الشركات.

تم تصنيف الشركات المشتركة القائمة من عام ٢٠٠٧ وحتى عام ٢٠١٢ وفقاً لنسب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى شركات تحتوي على نسبة أقل من ٥٠% من الاستثمار الأجنبي المباشر وتبلغ ٤٢.٨% من إجمالي الشركات، شركات تحتوي على نسبة أكبر من ٥٠% من الاستثمار الأجنبي المباشر وتبلغ ٣٥.٨% من إجمالي الشركات، شركات تحتوي على نسبة ١٠٠% من الاستثمار الأجنبي المباشر وتبلغ ٢١.٤% من إجمالي الشركات

#### ٤/٤ - أساليب التحليل الإحصائي:

١/٤/٤ إختبار **t-test** لعينتين مستقلتين **Two Independent Samples** لإختبار معنوية الفروق بين عينتي البحث لكل من الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.

٢/٣/٤ إختبار تحليل التباين أحادي الاتجاه لمقارنة معنوية الفروق بين العينات الفرعية للبحث لإختبار معنوية الفروق بين العينات الفرعية للبحث وهي: الشركات غير المشتركة، و الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، و الشركات المشتركة بنسبة أكبر من



٥٠%، و الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة.

#### ٣/٤/٤ نماذج الانحدار:

تم استخدام نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد التدريجي، و نموذج تحليل الانحدار الهرمي كما يلي:

#### ١/٣/٣/٤ نموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي Stepwise Multiple Linear Regression، ويرجع السبب في استخدام هذا الأسلوب إلى :

- قياس تأثير مصادر التمويل طويلة الأجل على نمو الشركات المشتركة، من حيث: مصادر تمويل بالملكية، مصادر تمويل داخلية، مصادر تمويل رسمية، مصادر تمويل غير رسمية، بالإضافة إلى بعض المتغيرات المستقلة الحاكمة التي يمكن أن تؤثر على نمو الشركات المشتركة، مثل الحجم، نوعية النشاط، الربحية، المخاطر، وذلك باستخدام نموذجين:

**النموذج الأول:** لتحديد الأثر التفاعلي والتبادلي لمصادر التمويل طويلة الأجل كمتغيرات مؤثرة في نمو الشركات المشتركة.

**النموذج الثاني:** لتحديد الأثر التفاعلي والتبادلي للمتغيرات الحاكمة التي قد تؤثر على نمو الشركات المشتركة بخلاف مصادر التمويل والمتمثلة في (الحجم، نوعية النشاط، الربحية، المخاطر).

٢/٣/٤/٤ نموذج الانحدار الهرمي، ويرجع السبب في استخدام هذا النموذج بعد نموذج الانحدار المتعدد إلى:

- تحديد التأثير المباشر للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع .
- تحديد مدى المساهمة النسبية لكل متغير مستقل على حدة، عن طريق التغير في معامل التحديد لكل نموذج انحدار بهدف معرفة درجة ومقدار تأثيرها على المتغير التابع . وقياس المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً على نمو الشركات

المشترك حيث يسمح هذا النموذج بترتيب المتغيرات المتنبئة وفحص مقدار ما تُضيفه متغيرات جديدة أدخلت إلى نموذج التحليل من قيم تفسيرية .

## ٥- النتائج:

١/٥ تم استخدام إختبار "ت" لإختبارات الفروق لمتوسطات النمو ومصادر التمويل على مستوى الشركات المشتركة وغير المشتركة، حيث يوضح الجدول رقم 3 إختبار "ت" لقياس معنوية الفروق بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمتوسطات النمو ومصادر التمويل.

### جدول رقم (3)

إختبار "ت" لقياس معنوية الفروق بين عينتى الدراسة لكل من الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة

| المتغيرات                    | الشركات          | المتوسط الحسابي | الإنحراف المعياري | قيمة t | المعنوية |
|------------------------------|------------------|-----------------|-------------------|--------|----------|
| Y ( متوسط نمو صافي المبيعات) | شركات مشتركة     | 141.61          | 220.58            | -25.87 | ***0.000 |
|                              | شركات غير مشتركة | 11.19           | 90.21             |        |          |
| X1(مصادر تمويل بالملكية)     | شركات مشتركة     | 0.46            | 0.25              | -3.298 | **0.001  |
|                              | شركات غير مشتركة | 0.40            | 0.22              |        |          |
| X2(مصادر تمويل داخلية)       | شركات مشتركة     | 0.51            | 0.25              | 3.594  | ***0.000 |
|                              | شركات غير مشتركة | 0.58            | 0.22              |        |          |
| X3(مصادر تمويل رسمية)        | شركات مشتركة     | 0.16            | 0.14              | -1.502 | 0.134    |
|                              | شركات غير مشتركة | 0.15            | 0.13              |        |          |

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١

### يتضح من الجدول رقم (3) ما يلي:

- توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فى عينتى الدراسة فيما يتعلق بمتوسطات النمو المقاسة بمتوسط نمو صافي المبيعات عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١) حيث إن متوسط معدل النمو فى صافي المبيعات فى الشركات المشتركة أعلى منه للشركات غير المشتركة حيث بلغ ١٤١.٦١ فى الشركات المشتركة بانحراف معياري ٢٢٠.٥٨ بينما بلغ ١١.١٩ فى الشركات غير المشتركة بانحراف معياري ٩٠.٢١.
- توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فى عينتى الدراسة فيما يتعلق بمتوسطات مصادر التمويل بالملكية، عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٥) حيث إن مصادر التمويل بحقوق الملكية فى الشركات المشتركة اعلى منه للشركات غير المشتركة، حيث بلغ ٠.٤٦ فى الشركات المشتركة بانحراف معياري ٠.٢٥ بينما بلغ ٠.٤٠ فى الشركات غير المشتركة بانحراف معياري ٠.٢٢.
- توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فى عينتى الدراسة فيما يتعلق بمتوسطات مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١) حيث إن الأرباح المحتجزة فى الشركات المشتركة أقل منه للشركات غير المشتركة حيث بلغ ٠.٥١ فى الشركات المشتركة بانحراف معياري ٠.٢٥ بينما بلغ ٠.٥٨ فى الشركات غير المشتركة بانحراف معياري ٠.٢٢.
- لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمتوسطات مصادر التمويل الرسمية.

وبالتالى يمكن رفض الفرض الأول جزئياً للبحث "لا توجد فروق معنوية بين عينتى البحث الشركات المشتركة والشركات غير المشتركة فيما يتعلق بمتوسطات النمو ومصادر التمويل".

٢/٥ تم استخدام إختبار تحليل التباين أحادى الاتجاه لإختبارات الفروق لمتوسطات النمو ومصادر التمويل على مستوى الشركات غير المشتركة، والشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، ويوضح الجدول رقم 4 إختبار تحليل التباين أحادى الاتجاه لمقارنة معنوية الفروق بين العينات الفرعية للبحث فيما يتعلق بمتوسطات النمو ومصادر النمو للشركات المشتركة.

#### جدول رقم (4)

تحليل التباين أحادى الاتجاه لمقارنة معنوية الفروق بين العينات الفرعية للبحث

| المتغيرات                   | الشركات                        | المتوسط الحسابي | الإحراف المعياري | قيمة F المحسوبة | المعنوية |
|-----------------------------|--------------------------------|-----------------|------------------|-----------------|----------|
| Y (متوسط نمو صافي المبيعات) | شركات غير مشتركة               | 11.19           | 90.21            | 11.733          | ***0.000 |
|                             | شركات مشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  | 381.65          | 37.12            |                 |          |
|                             | شركات مشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% | 5.72            | 20.34            |                 |          |
|                             | شركات مشتركة بنسبة ١٠٠%        | 13.32           | 44.62            |                 |          |
| X1 (مصادر تمويل بالملكية)   | شركات غير مشتركة               | 0.58            | 0.22             | 8.754           | ***0.000 |
|                             | شركات مشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  | 0.48            | 0.28             |                 |          |
|                             | شركات مشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% | 0.58            | 0.21             |                 |          |
|                             | شركات مشتركة بنسبة ١٠٠%        | 0.45            | 0.26             |                 |          |

|          |       |      |      |                                |                        |
|----------|-------|------|------|--------------------------------|------------------------|
| ***0.000 | 7.247 | 0.22 | 0.40 | شركات غير مشتركة               | X2(مصادر تمويل داخلية) |
|          |       | 0.29 | 0.47 | شركات مشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  |                        |
|          |       | 0.20 | 0.42 | شركات مشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% |                        |
|          |       | 0.25 | 0.53 | شركات مشتركة بنسبة ١٠٠%        |                        |
| **0.019  | 3.354 | 0.13 | 0.15 | شركات غير مشتركة               | X3(مصادر تمويل رسمية)  |
|          |       | 0.15 | 0.18 | شركات مشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  |                        |
|          |       | 0.14 | 0.17 | شركات مشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% |                        |
|          |       | 0.13 | 0.12 | شركات مشتركة بنسبة ١٠٠%        |                        |

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١      \*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥

#### يتضح من الجدول رقم (4) ما يلي:

- توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين مختلف عينات الدراسة لكل من (الشركات غير المشتركة، والشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%)، فيما يتعلق بمتوسطات النمو ومتوسطات مصادر التمويل طويل الأجل، عند مستوى معنوية أكبر من (٠.٠٠١)، وبالتالي نستطيع رفض الفرض الثانى للبحث: "لا توجد فروق معنوية بين الشركات غير المشتركة، و الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، و الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%، والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% فيما يتعلق بمعدل نمو الشركات ومصادر التمويل المختلفة".
- الشركات المشتركة بنسبة اقل من ٥٠% تمثل أعلى متوسط نمو صافى مبيعات (٣٨١.٦٥) بينما فى الشركات غير المشتركة يساوى (١١.١٩) وشركات مشتركة

بنسبة اكبر من ٥٠% يساوى (٥.٧٢) وشركات مشتركة بنسبة ١٠٠% يساوى (١٣.٣٢).

- ارتفاع متوسطات مصادر التمويل بالأرباح المحتجزة في الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، وارتفاع متوسطات مصادر التمويل الرسمية في الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%.

في ضوء ما تبين من وجود فروق معنوية بين العينات الفرعية للبحث فقد تم استخدام إختبار أقل فرق معنوى لتحديد معنوية الفروق بين كل متوسطى عينتين على حدة " LSD Least Significant Difference " كما يتضح من جدول رقم (٥).

#### جدول رقم ( 5 )

إختبار أقل فرق معنوى LSD لقياس معنوية الفروق بين المتوسطات الحسابية للعينات الفرعية للبحث

| المتغيرات                    | الشركات                            | شركات غير المشتركة | الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠% | الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% |
|------------------------------|------------------------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
| X1<br>(مصادر تمويل بالملكية) | الشركات غير المشتركة               |                    |                                   |                                    |
|                              | الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  | .09424(**)         |                                   |                                    |
|                              | الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% | 0.01               | .08247(*)                         | -                                  |
|                              | الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%        | .13271(**)         | 0.04                              | .12094(**)                         |
| X2<br>(مصادر تمويل الداخلية) | الشركات غير المشتركة               |                    |                                   |                                    |
|                              | الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%  | -.07299(**)        |                                   |                                    |
|                              | الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% | -0.02              | 0.06                              |                                    |

|            |                |       |                                |                                     |
|------------|----------------|-------|--------------------------------|-------------------------------------|
|            |                |       | الشركات المشتركة بنسبة<br>%١٠٠ |                                     |
|            |                |       | شركات غير مشتركة               | X3<br>ر تمويل<br>(الرسمية)<br>مصادر |
|            |                |       | شركات مشتركة بنسبة أقل من      |                                     |
|            | 0.01           | -0.02 | شركات مشتركة بنسبة أكبر من     |                                     |
| .04811(**) | .05921(*<br>*) | 0.03  | شركات مشتركة بنسبة ١٠٠ %       |                                     |

(\*\*) دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥

### يتضح من الجدول رقم (5) ما يلي:

- وجود فرق معنوي بين الشركات غير المشتركة وكل من الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، أيضا يوجد فرق معنوي بين الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠% والشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠%، بالإضافة الى وجود فرق معنوي بين الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% فيما يتعلق بمصادر التمويل بالملكية، عند مستوى معنوية اقل من (٠.٠٥).
- فيما يتعلق بمصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) أتضح من اختبار (LSD) وجود فرق معنوي بين الشركات غير المشتركة وكل من الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، أيضا يوجد فرق معنوي بين الشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% و الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، عند مستوى معنوية اقل من (٠.٠٥).
- فيما يتعلق بمصادر التمويل الرسمية، اتضح من اختبار (LSD) وجود فرق معنوي بين الشركات غير المشتركة والشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠%، أيضا يوجد فرق معنوي بين الشركات المشتركة بنسبة أقل من ٥٠% و الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠%، والشركات المشتركة بنسبة أكبر من ٥٠% والشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% عند مستوى معنوية اقل من (٠.٠٥).

نستطيع استنتاج انه إذا كان هناك اختلافات بين الشركات غير المشتركة والشركات المشتركة فيما يتعلق بمتوسطات مصادر التمويل، فان هذه الأختلافات ترجع إلى مدى مساهمة الإستثمار الأجنبي في هذه الشركات ( بفرض ثبات العوامل الأخرى) حيث إنه التحليل السابق أفاد بان:

١. الشركات المشتركة بنسبة اقل من ٥٠% تمثل أعلى متوسط نمو صافي مبيعات.

٢. الشركات المشتركة بنسبة ١٠٠% هي السبب في وجود الفروق المعنوية بين العينات الفرعية في مصادر التمويل طويلة الأجل، وهذا يدل على أهمية الإستثمار الأجنبي في الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية. كلما ارتفعت نسبة المساهمة الأجنبية ارتفعت نسبة مصادر التمويل بالملكية، ومصادر التمويل الداخلية ، وانخفضت نسبة مصادر التمويل الرسمية ولعل تلك النتيجة جاءت متفقة مع دراسة (Zghidi, Sghaier and Abida (2016). حول اهمية الاستثمار الاجنبي المباشر في نمو الشركات.

٣/٥ نتائج تحليل الإنحدار المتعدد

١/٣/٥ نموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي Stepwise Multiple Linear Regression

النموذج الأول:

اسفرت نتائج تطبيق نموذج الإنحدار في النموذج الأول :

$$Y = .772X1 + .762X2 + .668X3 + .0001$$

حيث:

Y: معدل نمو صافي المبيعات

X1: مصادر تمويل بالملكية



X2: مصادر التمويل الداخلية

X3: مصادر التمويل الرسمية

ويوضح الجدول رقم 6 نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد الأول<sup>1</sup>

### جدول رقم (6)

### نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد الأول

| المتغيرات المستقلة         | R <sup>2</sup> | F-test (Sig.)   | معلومات الدالة | VIF   | اختبار t | المعنوية |
|----------------------------|----------------|-----------------|----------------|-------|----------|----------|
| X1(مصادر تمويل بالملكية)   | .75            | 642.47 (*0.000) | 1.302          | 3.145 | 10.325   | ***0.000 |
| X2(مصادر التمويل الداخلية) |                |                 | 2.085          | 1.518 | 19.441   | ***0.000 |
| X3(مصادر التمويل الرسمية)  |                |                 | 1.762          | 2.602 | 5.323    | ***0.000 |

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.001

<sup>1</sup> تم استبعاد المتغير التابع والمقاس بمتوسط نمو صافي الأصول نظراً لأنه غير معنوي

- تم استبعاد المتغير المستقل مصادر التمويل غير الرسمية من التحليل نظراً لإحتوائه على قيم متدنية

## يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- المتغيرات المستقلة تفسر (٧٥%) من التغير الكلي في المتغير التابع (معدل نمو صافي المبيعات) حيث إن قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تساوى ٠.٧٥ وباقي النسبة (٢٥%) يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن النموذج الخطي.
- قيمة اختبار (F test) هي (٦٤٢.٤٧) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠١) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو معدل نمو صافي المبيعات.
- هناك تأثير موجب لكل المتغيرات المستقلة وهي مصادر التمويل بالملكية ومصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الرسمية على النمو المقاس بمعدل نمو صافي المبيعات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١).
- المتغيرات المستقلة المقبولة ضمن نموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي<sup>٢</sup> في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (١٠) مما يدل على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي خطير بالنموذج.

## ٢/٣/٥ نتائج تحليل الانحدار المتعدد الهرمي Hierarchical Multiple Regression

---

<sup>٢</sup> لتحديد مدى وجود ازدواج خطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تم حساب (VIF) وهي اختصار Variance inflation factor لكل متغير مستقل على حده مع باقي المتغيرات المستقلة

جدول رقم (7)

نتائج تقدير واختبار نموذج الانحدار المتعدد الهرمي

| المتغيرات المستقلة         | R <sup>2</sup> | F –test (Sig.)  | معلمات الدالة | VIF  | اختبار t | المعنوية |
|----------------------------|----------------|-----------------|---------------|------|----------|----------|
| X1) مصادر التمويل بالملكية | .59            | 927.02 (*0.000) | 1.29          | 3.15 | 10.26    | ***0.000 |
| X2) مصادر التمويل الداخلية | .74            | 907.05 (*0.000) | 2.08          | 1.51 | 19.42    | ***0.000 |
| X3) مصادر التمويل الرسمية  | .75            | 640.58 (*0.000) | 1.76          | 2.62 | 5.32     | ***0.000 |

\*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١

يتضح من الجدول السابق (7) ما يلي:

- أسفرت النتائج عن معنوية النموذج حيث بلغت قيمة (F) 927.02 وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠١) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ، على معدل نمو صافي المبيعات.
- بلغ اكبر قيمة لمعامل التحديد (R<sup>2</sup>) للمتغير المستقل (X1) والمتمثل في مصادر التمويل بالملكية، فقد فسر أكثر من 59% من التغير في قيمة المتغير التابع والمتمثل في معدل نمو صافي المبيعات، وهذا يعني أن هذا المتغير من أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر على معدل نمو صافي المبيعات، بالتالي نستطيع رفض الفرض الثالث للبحث " لا يوجد تأثير لمصادر التمويل بالملكية المتمثلة في

(المساهمات الأجنبية في رأس المال) على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية". بما يؤكد وجود تأثير موجب لمصادر التمويل بالملكية على نمو الشركات المشتركة بمعنى كلما ارتفع مصادر التمويل بالملكية ارتفع معدل نمو الشركات المشتركة، ولعل هذه النتيجة جاءت غير متفقة مع نتائج نظرية الوكالة و دراسة كل من ( Jensen & Meckling(1976); Stutz,(1990) ) (Titman & Wessels,( 1988) حول وجود تأثير سالب لمصادر التمويل بالملكية على نمو الشركات.

- أشارت النتائج إلى أن ادخال المتغير المستقل ( $X_2$ ) والمتمثل في مصادر التمويل الداخلية أدى إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج حيث بلغ معامل التحديد (%) 74) بزيادة قدرها (14%) مقارنة بالنموذج الأساسي، والتي تمثل المساهمة النسبية للمتغير  $X_2$  في ظل وجود المتغير المستقل ( $X_1$ )، وبالتالي نستطيع رفض الفرض الرابع للبحث: "لا يوجد تأثير لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والإحتياطيات على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية". بما يؤكد وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية على نمو الشركات المشتركة بمعنى كلما ارتفع مصادر التمويل الداخلية ارتفع معدل نمو الشركات المشتركة. ولعل هذه النتيجة جاءت متفقة مع نظرية الالتقاط التدريجي Pecking order theory ونتائج دراسة (Abubakr, 2009) حول وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة على نمو الشركات وتعظيم قيمة المنشأة .

- أشارت النتائج إلى أن ادخال المتغير المستقل ( $X_3$ ) والمتمثل في مصادر التمويل الرسمية أدى إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج حيث بلغ معامل التحديد (%) 75) بزيادة قدرها (1%) مقارنة بالنموذج السابق والتي تمثل المساهمة

النسبية للمتغير  $X_3$  في ظل وجود المتغير المستقل ( $X_2$ )، وبالتالي نستطيع رفض الفرض الخامس للبحث "لا يوجد تأثير لمصادر التمويل الرسمية المتمثلة في القروض الخارجية على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية" بما يؤكد وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الرسمية على نمو الشركات المشتركة بمعنى كلما ارتفع مصادر التمويل الرسمية ارتفع معدل نمو الشركات المشتركة. ولعل هذه النتيجة جاءت متفقة مع نتائج نظريات التمويل حول وجود تأثير موجب لمصادر التمويل الخارجية المتمثلة في القروض على نمو الشركات وتعظيم قيمة المنشأة، نتيجة لإرتفاع قيمة المنشأة الناجمة عن الوفورات الضريبية (Wicklund, 1998, Muchiri (2016)، وغير متفقة مع نتائج دراسة (Barclay, Smith & Watts, (1995), Kim & Sorensen, (1986), Rajan & Zingales, (1990), Roden & Lewellen, (1995), Stulz, (1990) حول وجود تأثير سالب لمصادر التمويل الخارجية المتمثلة في القروض على نمو الشركات، نتيجة لإرتفاع تكلفة الوكالة الناجمة عن الصراع بين حملة الأسهم وحملة السندات).

- أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع هو المتغير المستقل ( $X_1$ ) والمتمثل في مصادر التمويل بالملكية، يليه في الأهمية المتغير المستقل ( $X_2$ ) والمتمثل في مصادر التمويل الداخلية، ثم المتغير المستقل ( $X_3$ ) والمتمثل في مصادر التمويل الرسمية. وقد يفسر ارتفاع الأهمية النسبية لمصادر التمويل بالملكية المتمثلة في حقوق الملكية في الشركات المشتركة نتيجة لزيادة نسب الاستثمار الأجنبي في هذه الشركات، ومن ثم ارتفاع الأرباح، وبالتالي ارتفعت الأهمية النسبية لمصادر التمويل الداخلية والمتمثلة في الأرباح المحتجزة والاحتياطيات وانخفض نسبة الاعتماد على التمويل الخارجي في شكل قروض طويلة الأجل.

### ٣/٣/٥ النموذج الثاني:

اسفرت نتائج تقدير نموذج الانحدار في النموذج التالي<sup>٣</sup> :

$$Y = .77X1 + .76X2 + .66X3 + .50X4 + .30X5 + .29X6 + 38.X7 + .14X8 + .18X9 + .0001$$

حيث:

|                            |                            |
|----------------------------|----------------------------|
| X6: نشاط منتجات البلاستيك  | Y: معدل نمو صافي المبيعات  |
| X7: نشاط الكيماويات        | X1: مصادر التمويل بالملكية |
| X8: نشاط البترو كيماويات   | X2: مصادر التمويل الداخلية |
| X9: نشاط الكيماويات الأخرى | X3: مصادر التمويل الرسمية  |
| X5: مخاطر التشغيل          | X4: معدل العائد على الأصول |

ويوضح الجدول رقم 8 نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد الثاني:

#### جدول رقم (8)

#### نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد الثاني

| المعنوية | اختبار t | VIF   | معلمات الدالة | F-test (Sig.) | R <sup>2</sup> | المتغيرات المستقلة         |
|----------|----------|-------|---------------|---------------|----------------|----------------------------|
| ***0.00  | 10.385   | 3.728 | 1.222         | 317.865       | .82            | X1) مصادر التمويل بالملكية |
| ***0.00  | 19.686   | 1.732 | 1.932         | (***0.000)    |                | X2) مصادر التمويل الداخلية |

<sup>٣</sup> تم استبعاد المتغير التابع والمقاس بمتوسط نمو صافي الأصول نظراً لأنه غير معنوي

- تم استبعاد المتغير المستقل مصادر التمويل غير الرسمية من التحليل نظراً لإحتوائه على قيم متدنية

- تم استبعاد المتغيرات المستقلة الحاكمة من نموذج الانحدار الخطي والمتمثلة في الربحية والمقاسة بمعدل العائد على حق الملكية ، وهامش ربح المبيعات ، والحجم ، وباقي الأنشطة الأخرى نظراً لوجود ارتباط خطي بينهم وبين المتغيرات الأخرى.

|          |        |       |        |  |                               |
|----------|--------|-------|--------|--|-------------------------------|
| ***0.00  | 6.365  | 5.327 | 2.581  |  | X3) مصادر التمويل<br>الرسمية  |
| **0.015  | 2.447  | 3.691 | 0.992  |  | X4: معدل العائد على<br>الأصول |
| ***0.000 | 12.773 | 1.021 | 0.015  |  | X5: مخاطر التشغيل             |
| **0.006  | -2.760 | 1.310 | -0.278 |  | X6: نشاط منتجات               |
| **0.001  | 3.422  | 1.236 | 0.405  |  | X7: نشاط الكيماويات           |
| ***0.000 | 4.048  | 1.100 | 0.783  |  | X8: نشاط                      |
| *0.093   | 1.684  | 1.138 | 0.280  |  | X9: نشاط الكيماويات<br>الأخرى |

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١ \* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥  
\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠.١٠

#### يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- قيمة اختبار (F test) هي (٣١٧.٨٦٥) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠.٠٠١) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة على معدل نمو صافي المبيعات.
- المتغيرات المستقلة تفسر (٨٢%) من التغير الكلي في المتغير التابع: معدل نمو صافي المبيعات. حيث إن قيمة معامل التحديد (R2) تساوى ٠.٨٢ وباقي النسبة (١٨%) يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن النموذج الخطي.
- هناك تأثير موجب لمصادر التمويل طويلة الأجل وهي التمويل بالملكية، التمويل الداخلى (الأرباح المحتجزة)، ومصادر التمويل الرسمى (الاقتراض من البنوك التجارية) على النمو المقاس بمعدل نمو صافي المبيعات ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٠١) .

- هناك تأثير موجب للربحية المقاسة بمعدل العائد على الأصول والمخاطر المتمثلة في المخاطر التشغيلية ، والمتغير الصوري المتمثل في نوعية النشاط (الكيمائيات ، والبتروكيمائيات ، والكيمائيات الأخرى ) على النمو المقاس بمعدل نمو صافي المبيعات ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٥) .
- هناك تأثير سالب للمتغير الصوري المتمثل في نشاط البلاستيك على النمو المقاس بمعدل نمو صافي المبيعات ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.١٠) .
- المتغيرات المستقلة المقبولة ضمن نموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (١٠) مما يدل على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي بالنموذج.
- وجود تأثير موجب لكل من نوعية النشاط ، الربحية ، المخاط التشغيلية على نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية مع ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج من ٧٥% إلى ٨٢% نتيجة ادخال المتغيرات الحاكمة وبالتالي نستطيع رفض الفرض السادس جزئيا للبحث التالي " لا يوجد تأثير للمتغيرات الحاكمة التالية، نوعية النشاط ، الربحية ، المخاطر، الحجم على معدل نمو الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية. حيث لا يوجد تأثير للمتغيرات الحاكمة الاخرى على نمو الشركات المشتركة.

## ٦-توصيات البحث:

- التركيز على زيادة نسبة الاستثمار الأجنبي في الشركات المشتركة للصناعات الكيماوية مع وضع استراتيجيات لتنوع مصادر التمويل طويلة الأجل في ضوء القوانين التي تحكم هذه الاتفاقيات.
- تقوية وتدعيم الهياكل الاقتصادية العربية من خلال تطبيق العديد من استراتيجيات التحالف لجميع الشركات الصناعية الأخرى، للتغلب على مشكلة قلة الموارد المالية



وتوفيرها من مصادر مختلفة ، لتمويل الاستثمارات اللازمة لتحقيق التنمية، خاصة وان الموارد المحلية قد عجزت عن تمويل تلك الاستثمارات.

- توجيه مسارات وسياسات وخطط التنمية الإقتصادية في الدول العربية بصفة عامة نحو المشروعات المشتركة والتأثير على أوضاع ومتغيرات واستراتيجيات النمو في الشركات الصناعية بصفة خاصة.
- التركيز على مصادر التمويل طويل الأجل بصفة عامة تحقيقاً لمستويات أفضل للنمو، والتركيز على مصادر التمويل الداخلي بصفة خاصة لزيادة المقدرة الافتراضية للشركات.

#### ٧- بحوث مستقبلية:

- أثر مصادر التمويل على نمو الشركات المشتركة بالتطبيق على قطاعات اخري بخلاف الصناعات الكيماوية ومقارنة النتائج مع نتائج البحث في فترات زمنية اخرى.
- اثر مصادر التمويل من خلال الاستثمار الاجنبي المباشر على العائد والمخاطرة للشركات الصناعية.
- العوامل المؤثرة على جذب الاستثمار الاجنبي في الشركات الصناعية.
- اثر مصادر التمويل المختلفة على معدل نمو الناتج المحلي.

#### ٨ - مراجع البحث:

##### ١/٨ المراجع العربية:

- جمهوري مصر العربية ، وزارة الاستثمار والمناطق الحرة، تقرير وزارة الاستثمار والمناطق الحرة خلال الفترة من ٢٠٠٧ الى ٢٠١٢، القاهرة ٢٠١٢.
- أحمد سعد عبد اللطيف (١٩٩١) تحديد وقياس العوامل المؤثرة عل هيكل رأس المال في الشركات متنوعة الاستثمار المنشأة وفقا لقانون الاستثمار، رسالة دكتوراة في ادارة الاعمال غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة .

- جلال ابراهيم العبد (١٩٩٢): العوامل المؤثرة على تشكيل الهيكل المالي بالتطبيق على شركات قطاع الاعمال العام التابعة لوزارة الصناعة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة الاسكندرية.

- محمد عبده (١٩٩٦): العوامل المفسرة للسلوك التمويلي . رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس .

## ٢/٨ المراجع الأجنبية:

1. Abubakr Saeed (2009),Formality of financial sources and firm grow: empirical evidence from Brazilian smes 1999-2005,Journal of academic reseach in economics,Volume1,NO.2.
2. Audretsch, D., & Elston, J. (2002). Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behaviour in Germany. International Journal of Industrial Organization, 20(1), 1-17.  
[http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187\(00\)00072-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0167-7187(00)00072-2)
3. Autio, E. (2005). Creative tension, the significance of Ben Oviatt's and Patricia McDougall's article 'Toward a theory of international new ventures'. Journal of International Business Studies, 36(1), 9-19.  
<http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400117>
4. Becchetti, L., & Trovato, G. (2002). The determinants of firm growth for small and medium sized firms: The role of the availability of external finance. Small Business Economics, 19(4), 291-306.  
<http://dx.doi.org/10.1023/A:1019678429111>
5. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: Does firm size matter? Journal of Finance, 60(1), 137-177. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>

- 6.** Barclay, Smith & Watts, 1995,"The Determinants of corporate leverage and dividend policies ",Journal of applied corporate finance,VOL.(7).
- 7.** Brigham,(2005)",Fundamental of Financial Management",Chicago:III,the Dryden Press.
- 8.** Cassar, G., & Holmes, S. (2003). Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. Accounting and Finance, 43, 123-147.  
<http://dx.doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>
- 9.** Delmar, F. (1997). Measuring growth: methodological considerations and empirical results. In Donckels, R., & Miettinen, A. (Eds.), Entrepreneurship and SME research: On its way to the next millennium. Aldershot,Ashgate.
- 10.**Delmar, F., Davidsson, P., & Gartner, W. B. (2003). Arriving at the high-growth firm. Journal of Business Venturing, 18(2), 189-216.  
[http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00080-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00080-0)
- 11.**Du, J., and S. Girma (2009). Source of Finance, Growth and Firm Size – Evidence from China. Working Paper. Available at:ISSN 1810-2611 ISBN 978-92-9230-172-9
- 12.**Du, J., and S. Girma (2007b). ‘Financing Source and Firm Growth in a Hybrid FinancialSystem: Evidence from China’. Working Paper. Available at:[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1032942](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1032942).
- 13.**Elston, J. A. (1993). Firm ownership structure and investment theory and evidence from German panel data.Wissenschaftszentrum Berlin (WZB). Discussion paper no. FS IV 93.
- 14.**Evans, D. S. (1987). The relationship between firm growth, size and age: Estimates for 100 manufacturing industries. Journal of Industrial Economics, 35(4), 567-581. <http://dx.doi.org/10.2307/2098588>

- 15.**Hall, G., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5-6), 711-728. <http://dx.doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00554.x>
- 16.**Hart, P. E. (2000). Theories of firms' growth and the generation of jobs. *Review of Industrial Organisation*, 17(3), 229-48. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1007887626165>
- 17.**Hobdari, B., Derek, C. J., & Mygind, N. (2009). Capital investment and determinants of financial constraints in Estonia. *Economic Systems*, 33(4), 344-359. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ecosys.2009.05.004>
- 18.**Hutchinson, R. W. (1995). The capital structure and investment decision of the small owner-managed firm: Some exploratory issues. *Small Business Economics*, 7(3), 231-129. <http://dx.doi.org/10.1007/BF01135368>
- 19.**Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- 20.**Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and financial policy in UK small firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, 25(1), 1-27. <http://dx.doi.org/10.1111/1468-5957.00176>
- 21.**Jovanovic, B. (1982). Selection and the evolution of industry. *Econometrica*, 50(3), 649-70. <http://dx.doi.org/10.2307/1912606>
- 22.**Kester, C. W. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 15, 5-16. <http://dx.doi.org/10.2307/3665273>
- 23.**Kim, W. S., & Sorensen. E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-145. <http://dx.doi.org/10.2307/2330733>

- 24.** McConnell, J. J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.  
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00824-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(95)00824-X)
- 25.** Muchiri, J., M., (2016) Relationship between Financial Structure and Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges. *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking (JEIEFB)*, ISSN: 2306-367X) Vol: 5 Issue: 1 .
- 26.** Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- 27.** Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- 28.** Oliveira, B., & Fortunato, A. (2006). Firm growth and liquidity constraints: A dynamic analysis. *Small Business Economics*, 27(1), 139-56.  
<http://dx.doi.org/10.1007/s11187-006-0006-y>
- 29.** Pagano, P., & Schivardi, F. (2003). Firm size distribution and growth. *Scandinavian Journal of Economics*, 105(2), 255-274.  
<http://dx.doi.org/10.1111/1467-9442.t01-1-00008>
- 30.** Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.  
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- 31.** Roden, D., & Lewellen, W. (1995). Corporate capital structure decisions: Evidence from leveraged buyouts. *Financial Management*, 14(1), 76-87.  
<http://dx.doi.org/10.2307/3665536>

- 32.** Storey, D. J. (1994). Understanding the small business sector. London and Boston: International Thomson Business Press.
- 33.** Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financial policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- 34.** Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <http://dx.doi.org/10.2307/2328319>
- 35.** Variyam, J. N., & Kraybill, D. S. (1992). Empirical evidence on determinants of firm growth. *Economic Letters*, 38(1), 31-36. [http://dx.doi.org/10.1016/0165-1765\(92\)90157-T](http://dx.doi.org/10.1016/0165-1765(92)90157-T)
- 36.** Wheelen, L. Thomas & J.D. Hunger (2008), "Concepts in Strategic management and Business Policy", 11 ed., Pearson Prentice Hall.
- 37.** Wiklund, J. (1998). Small firm growth and performance: Entrepreneurship and beyond. Academic Dissertation, Jönköping: Jönköping International Business School.
- 38.** Yasuda, T. (2005). Firm growth, size, age and behavior in Japanese manufacturing. *Small Business Economics*, 24(1), 1-15. <http://dx.doi.org/10.1007/s11187-005-7568-y>
- 39.** Yazdanfar, T. (2012). Firm The Impact of Financing Pattern on Firm Growth: Evidence from Swedish Micro Firms. *International Business Research*; Vol. 5, No. 9; ISSN 1913-9004 E-ISSN 1913-9012
- 40.** Zghidi, N., Sghaier, M., and Abida, Z. (2016). Does Economic Freedom Enhance the Impact of Foreign Direct Investment on Economic Growth in North African Countries? A Panel Data Analysis . *African Development Review*, Vol. 28, No. 1, 64–74.