

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی
سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، صفحات ۱۶۰-۱۴۱

اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی

میثم فدایی واحد

دانشجوی دکترای مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی
m.fadaee68@gmail.com

محمدرضا مایلی

کارشناس ارشد مدیریت مالی (نویسنده مسئول)
reza.mayeli@gmail.com

ابزارهای تأمین مالی در سال‌های اخیر رشد و توسعه روزافزونی داشته‌اند. گسترش روزافزون ابزارها و روش‌های تأمین مالی مدیران مالی را با تصمیم بسیار مهمی مواجه ساخته است که چه ابزار مالی می‌تواند در تأمین احتیاجات مالی شرکت راهگشا باشد. در این تحقیق تلاش می‌شود با استفاده از رویکرد سلسله مراتبی عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی شناسایی و اولویت‌بندی شود. داده‌های تحقیق با استفاده از ابزار پرسشنامه جمع‌آوری و نمونه تحقیق نیز از میان مدیران مالی بازار سرمایه کشور انتخاب شده است. عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی در ۳ طبقه کلی عوامل مربوط به منبع تأمین مالی‌کننده، شرکت تأمین مالی‌شونده و عوامل کلان اقتصادی و سیاسی دسته‌بندی شده‌اند. نتایج تحقیق حاکی از برتری معیار تأمین مالی‌شونده نسبت به سایر معیارها می‌باشد و توجه مدیران را به عوامل داخلی شرکت همچون ساختار سرمایه و وضعیت اعتباری در زمان تصمیم‌گیری جلب می‌نماید.

طبقه‌بندی G30, K00:JEL

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی، منبع تأمین مالی‌کننده، تأمین مالی‌شونده، عوامل کلان سیاسی.

۱. مقدمه

از جمله دغدغه‌های دائم مدیران مالی شرکت‌ها تأمین مالی می‌باشد. مدیران مالی شرکت‌ها اغلب برای انجام طرح‌های توسعه‌ای یا تأمین سرمایه در گردش روزمره خود به تأمین مالی نیاز می‌یابند. با رشد و توسعه علم مالی و طراحی انواع ابزارهای تأمین مالی مدیران مالی جهت تأمین منابع مالی شرکت خود با انبوهی از ابزارها و روش‌ها مواجه‌اند. مدیران مالی برای تصمیم‌گیری جهت انتخاب روش تأمین مالی بنگاه اقتصادی خود همواره با این پرسش جدی مواجه‌اند که کدام روش یا ابزار تأمین مالی می‌تواند بهترین و بهینه‌ترین تأمین مالی را برای شرکت تحت مدیریتشان انجام دهد، بنابراین برای کمک به مدیران مالی جهت تصمیم‌گیری صحیح تأمین مالی بهینه در فرایند تأمین مالی بنگاه اقتصادی لازم است تا معیارهای کمی و کیفی ارائه گردد تا بتواند با توجه به این معیارها در خصوص ابزار تأمین مالی تصمیم‌گیری نمایند.

در این پژوهش تلاش می‌شود با ارائه معیارهای خرد و کلان معیارهایی را در اختیار مدیران مالی قرار دهد تا بتوانند در این زمینه تصمیم‌گیری بهتری نمایند. در این پژوهش ابتدا مبانی نظری تحقیق و پیشینه آن بیان می‌گردد. در ادامه روش تحقیق مورد بررسی قرار گرفته و پس از بیان عوامل مؤثر بر روش تأمین مالی و اولویت‌های آنها از دید کارشناسان نتایج تحقیق مورد بحث قرار خواهد گرفت.

۲. مبانی نظری

بهترین ابزار تأمین مالی با توجه به شرایط داخلی شرکت و منبع تأمین مالی‌کننده متفاوت بوده و انتخاب آن با در نظر گرفتن این شرایط و معیارها امکان‌پذیر است. معیارهای انتخاب مناسب‌ترین روش تأمین مالی به ۳ دسته معیارها و شرایط داخل شرکت، معیارهای منبع تأمین مالی‌کننده و عوامل کلان اقتصادی-سیاسی تقسیم می‌شوند.

فاکتورهای اصلی تعیین‌کننده منبع تأمین مالی مناسب شامل ریسک، بازده، میزان تأمین مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری هستند. هر یک از منابع تأمین سرمایه میزان ریسک‌پذیری خاص خود را دارند. بازده مورد انتظار (سود یا بهره دریافتی) آنها نیز بر این اساس متفاوت است. حجم تأمین مالی نیز عامل مهمی است، زیرا برخی منابع تأمین مالی در میزان تأمین مالی که قادر به انجام آن هستند محدودیت دارند. افق زمانی سرمایه‌گذاری نیز عامل مهمی به‌شمار می‌رود، زیرا هیچ منبع تأمین مالی

نمی‌خواهد تا ابد منابع خود را درگیر یک پروژه سرمایه‌گذاری نماید، اما منابع تأمین مالی در میزان افق زمانی که برای سرمایه‌گذاری خود قائلند با یکدیگر متفاوتند (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹). معیارها و شرایط داخل شرکت یا پروژه تأمین مالی‌شونده نیز عبارتند از سازوکار تقسیم سود ابزار مالی، محدودیت استفاده از وجوه ابزار مالی، ساختار بهینه سرمایه، هزینه فرایند تأمین مالی، وضعیت اعتباری شرکت و ریسک‌های مرتبط با ابزار مالی.

در بعد عوامل کلان اقتصادی-سیاسی نیز مواردی همچون سیاست‌های مالی دولت، سیاست‌های پولی بانک مرکزی، سیاست‌های نظارتی سازمان بورس و وجود محدودیت‌های شرعی قانونی از عوامل اثرگذار بر روش تأمین مالی می‌باشند که مدیران جهت انتخاب و تصمیم‌گیری می‌بایست به آنها توجه نمایند (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹).

موارد ارائه‌شده در ۳ سطح فوق‌مهم‌ترین طبقه‌بندی از معیارهایی هستند که مدیران را برای انتخاب شیوه تأمین مالی مناسب یاری می‌رسانند. در تحقیق حاضر ضمن توضیح موارد فوق و زیرمعیارهای آنها اثر مقداری هر یک را مورد ارزیابی قرار می‌دهد (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹). بر اساس نظر مودیگیلیانی و میلر (۱۹۵۸) در شرایط فرضی خاص چگونگی تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. بنا به عقیده آنها به دلیل انجام فرایند آربیتراژ ارزش شرکت به چگونگی تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت ارتباط ندارد.

۳. پیشینه تحقیق

انواری‌رستمی (۱۳۸۱) در مقاله‌ای تحت عنوان "طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای مختلط اعداد صحیح برنامه‌ریزی آرمانی برای تأمین مالی بهینه شرکت‌ها" به ارائه مدلی برای تأمین مالی بهینه شرکت‌ها پرداخته است. این مقاله به دنبال طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای برنامه‌ریزی آرمانی به منظور تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی شرکت‌هاست. مدل پیشنهادی مدیران مالی شرکت‌ها را در امر تأمین مالی بهینه یاری می‌رساند و نشان می‌دهد که چگونه می‌توان به اهداف متعدد و متضاد موردنظر سهامداران تا حد ممکن دست یافت. اهدافی نظیر تأمین هر چه دقیق‌تر نیازهای مالی شرکت در دوره‌های مختلف مالی با سیاست حفظ سطح حداقلی از سود سهام پرداختی، حداکثرسازی ارزش شرکت، حداقل‌سازی، متوسط هزینه‌های تأمین مالی و حداقل‌سازی ریسک مالی حاصل از تأمین مالی و اعمال هر چه دقیق‌تر ساختار مطلوب مالی-سرمایه‌ای.

جعفری صمیمی و همکاران (۱۳۸۳) در مقاله "بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده و قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران" تأثیر منابع خارجی تأمین مالی (انتشار سهام و وام بلندمدت) را بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس طی سال‌های (۱۳۷۹-۱۳۷۵) مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر قیمت سهام بیشتر است، همچنین بازده شرکت‌هایی که از طریق انتشار سهام تأمین مالی نموده‌اند در مقایسه با بازده شرکت‌هایی که از وام بلندمدت استفاده نموده‌اند بیشتر است.

ابزری و همکاران (۱۳۸۶) در مقاله "بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" روش‌های مختلف تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار و نوع ارتباط بین نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و ویژگی‌های اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت و سودآوری را بررسی نموده‌اند. بر اساس یافته‌های این تحقیق با وجود عدم تفاوت معنادار بین استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی (سود انباشته، سهام و بدهی) بین شرکت‌های مورد مطالعه بین نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه آنها ارتباط معنادار وجود دارد. با گسترش اندازه شرکت‌ها استفاده از سود انباشته و سهام برای تأمین مالی افزایش می‌یابد، همچنین با وجود ارتباط بین نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و میزان دارایی‌های ثابت آنها بین نحوه تأمین مالی شرکت‌ها و ظرفیت سودآوری آنها ارتباط معناداری مشاهده نشده است.

هاشمی و مهرابی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای تحت عنوان "شناسایی عوامل مالیاتی مؤثر بر مزیت استفاده از بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی مزایای مالیاتی استفاده از ابزار تأمین مالی بدهی پرداخته است. هدف از انجام این تحقیق شناسایی عواملی است که می‌توانند نرخ نهایی مالیات بر درآمد شرکت و مزیت استفاده از بدهی در ایران را کاهش دهند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مطابق مبانی نظری ارائه شده همزمان با کاهش نرخ مالیات شرکت استفاده از بدهی نیز کاهش می‌یابد، همچنین نتایج به دست آمده نشان می‌دهند برخلاف پیش‌بینی صورت گرفته درآمد حاصل از صادرات، درآمد حاصل از نقل و انتقال سهام و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها که بیانگر سپرهای مالیاتی غیربدهی می‌باشند با بدهی رابطه مستقیمی دارند.

مجتهدزاده و همکاران (۱۳۸۸) در مقاله "رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر تأمین مالی، انواع و حجم آن بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها

می‌پردازند. با مطالعه دقیق ادبیات ۴ فرضیه طراحی و نمونه آماری شامل ۶۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۷ ساله (۱۳۷۹-۱۳۸۵) انتخاب شده است. فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون دو متغیره و روش تطبیقی و آزمون t و f تحلیل شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که نه تنها تأمین مالی اثری بر عملکرد عملیاتی و پیش و پس از آن ندارد، بلکه نوع و حجم تأمین مالی نیز بر اغلب سنج‌های عملکرد عملیاتی تأثیر چندانی ندارند.

۴. روش تحقیق

روش تحقیق مورد استفاده در این پژوهش روش تحلیل سلسله مراتبی یا AHP می‌باشد. دلیل استفاده از این روش در این پژوهش این است که مدیران مالی در تأمین مالی با گزینه‌های مختلفی مواجه‌اند این گزینه‌ها عبارتند از سرمایه شخصی، بازار پول، بازار سرمایه و موارد دیگر. معیارهای مختلفی در انتخاب بهترین روش تأمین مالی تأثیر دارند، بنابراین در این پژوهش تلاش داریم عوامل مؤثر بر تأمین مالی را مشخص و متناسب با گزینه‌های مختلف این عوامل را اولویت‌بندی نماییم تا به عنوان یک راهنما برای مدیران مالی و تأمین مالی شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد. از آنجایی که برخی عوامل کیفی و برخی عوامل کمی بین این عوامل وجود داشت بر آن شدیم تا از تحلیل سلسله مراتبی استفاده نماییم که این عوامل را به نسبت ارجحیت هر یک بر دیگران دسته‌بندی و اولویت‌بندی نماییم.

۴-۱. روش نمونه‌گیری

نمونه‌گیری انجام شده در این پژوهش شامل دو بخش می‌باشد. در بخش نخست نیاز است تا معیارها و عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی مشخص گردد، به این منظور با نمونه‌گیری متوالی از مدیران مالی، شرکت‌های تولیدی و خدماتی انتخاب شدند تا در پرسشنامه‌هایی نظر خود را در خصوص عوامل مؤثر بر تأمین مالی بیان کنند. نمونه‌گیری متوالی به اینصورت است که افرادی به عنوان نمونه انتخاب می‌شوند و مرتب با بررسی اطلاعات به دست آمده از نمونه‌ها نمونه‌گیری را تا جایی ادامه می‌دهیم تا به این نتیجه دست یابیم که دیگر اطلاعات جدید به دست نخواهیم آورد (نیومن، ۱۳۸۹).

در بخش دوم به روش نمونه‌گیر هدفمند افرادی از مدیران مالی شرکت‌ها برای پر کردن پرسشنامه‌های تکنیک فرایند سلسله مراتبی (AHP) شامل ماتریس‌های مقایسات زوجی انتخاب شدند. نمونه‌گیری هدفمند نمونه‌گیری است که در آن از قضاوت یک متخصص برای انتخاب موردها استفاده می‌شود (نیومن، ۱۳۸۹). در تکنیک تحلیل سلسله مراتبی ماتریس‌های مقایسات زوجی می‌بایست سازگار باشند، به این منظور نرخ ناسازگاری ماتریس‌ها را محاسبه می‌کنند که این نرخ نباید بیش از ۰/۱ باشد. اگر تعداد نمونه‌ها بیش از ۱۵ عدد باشد نیازی به محاسبه نرخ ناسازگاری نیست و در مجموع ماتریس‌ها سازگار خواهند بود، به این منظور تعداد نمونه‌ها برای نمونه‌گیری هدفمند را ۱۶ عدد اتخاذ نمودیم.

۲-۴. روش تحلیل داده‌ها

پس از جمع‌آوری اطلاعات معیارها و زیرمعیارها را مشخص می‌نماییم. در مرحله بعد از طریق پرسشنامه تحلیل سلسله مراتبی (AHP) و نظرخواهی از افراد نمونه اولویت معیارها و در نهایت سهم فشار روانی هریک از گزینه‌ها را به دست می‌آوریم.

۲-۴-۱. تصمیم‌گیری گروهی با استفاده از روش AHP

یکی از ابزارهای پشتیبانی تصمیم‌گیری گروهی (GDSS)^۱ فرایند تحلیل سلسله مراتبی است که می‌تواند تأثیر متقابل و مشارکت افراد در تصمیم‌گیری را افزایش دهد. مدیران به کمک AHP می‌توانند مسائل را به صورت گروهی آنالیز نموده و تصمیم‌گیری نمایند. فرایند تحلیل سلسله مراتبی، ساختار و چارچوبی جهت همکاری و مشارکت گروهی در تصمیم‌گیری‌ها مهیا می‌کند. علاوه بر این، نیاز به مقایسات زوجی در AHP یکی از مزایای روش محسوب می‌شود، چراکه تصمیم‌گیرنده را مجبور می‌سازد تا در وزن‌های عوامل تأمل نماید و موقعیت را به صورت عمیق‌تری تجزیه و تحلیل کند. برای انجام فرایند سلسله مراتبی گروهی ابتدا می‌بایست گروه‌های تصمیم‌ساز مشخص شوند، سپس فرایند تصمیم‌گیری آغاز گردد.

برای ایجاد فرایند تحلیل سلسله مراتبی و توافق بر سر آن می‌توان از روش‌های متعددی برای مؤثر نمودن تصمیم‌گیری گروهی نظیر طوفان مغزی، روش دلفی و تکنیک گروه اسمی استفاده

1. Group Decision Support System

نمود. پس از ساختن سلسله مراتبی می‌بایست ماتریس‌های مقایسات زوجی در هر سطح را به‌دست آورد. اگر تمام افراد در رابطه با هر عضو ماتریس به اتفاق نظر برسند آن را داخل ماتریس قرار می‌دهیم و فرایند تصمیم‌گیری را ادامه می‌دهیم، اما در عمل عدم توافق زیادی بین افراد در خصوص نحوه انجام مقایسات بروز خواهد نمود. در این حالت یعنی بروز اختلاف اساسی بین اعضا بر سر یک عضو ماتریس AHP این امکان را به ما می‌دهد که هر یک از تصمیم‌سازان مقدار دلخواه خود را برای این عضو وارد ماتریس نموده، سپس قضاوت‌های فردی را برای هر مقایسه زوجی با استفاده از میانگین هندسی آنها به قضاوت گروهی تبدیل کند (قدسی‌پور، ۱۳۸۰). برای پیاده‌سازی روش AHP و انجام رتبه‌بندی از نرم‌افزار Choice Expert که نرم‌افزار قوی برای حل مسائل AHP است استفاده شده است.

۳. تعیین معیارها و ترسیم درخت سلسله مراتبی

بهترین ابزار تأمین مالی با توجه به شرایط داخلی شرکت و منبع تأمین مالی‌کننده متفاوت است و انتخاب آن با در نظر گرفتن این شرایط و معیارها امکان‌پذیر است. معیارهای انتخاب مناسب‌ترین روش تأمین مالی به ۳ دسته معیارها و شرایط داخل شرکت، معیارهای منبع تأمین مالی‌کننده و عوامل کلان اقتصادی-سیاسی تقسیم می‌شوند، در حالی که توجه به هر ۳ دسته این معیارها مهم می‌باشند، اما با توجه به اهمیت منبع تأمین‌کننده ابتدا به بررسی معیارها و فاکتورهای مربوط به منبع تأمین‌کننده می‌پردازیم.

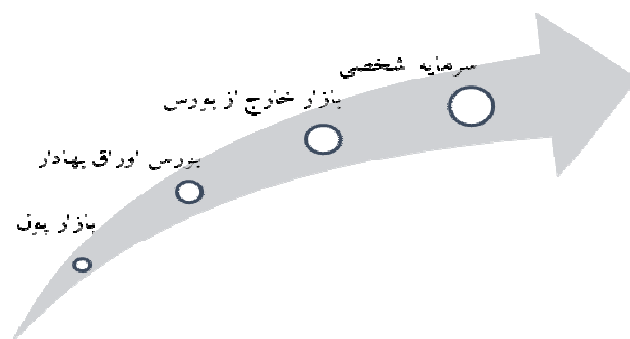
۳-۱. معیارهای انتخاب منبع تأمین مالی‌کننده

چهار فاکتور اصلی که تعیین‌کننده منبع تأمین مالی مناسب هر شرکتی هستند شامل ریسک، بازده، میزان تأمین مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری هستند (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹). از سوی دیگر، منابع تأمین مالی را می‌توان به ۴ دسته دسته‌بندی نمود: سرمایه شخصی (سرمایه خود شرکت)، بازار پول، بازار سرمایه ساختاریافته (بورس) و بازار سرمایه خارج از بورس (بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹).

۳-۱-۱. بازده مورد انتظار

هر یک از منابع تأمین مالی بازده یا به عبارت دیگر سود یا بهره خاصی را از شرکت یا پروژه مطالبه دارند و شرکت یا پروژه می‌بایست میزان بهره‌ای را که می‌تواند در قبال تأمین مالیپرداز مدنظر گرفته و با توجه به بازده مورد انتظار هر یک از منابع تأمین مالی به سراغ آنها برود. با توجه به

اینکه درصد بازده مورد انتظار^۱ منابع تأمین مالی در اقتصادهای مختلف متغیر است در نمودار (۱) به دسته‌بندی بازده مورد انتظار منابع تأمین مالی می‌پردازیم. نرخ بازده مورد انتظار هر یک از منابع با توجه به ریسکی که می‌پذیرند تعیین می‌گردد و هرچه منبع مالی ریسک بیشتری را در قبال شرکت یا پروژه قبول کند به تناسب آن بازده بیشتری را می‌پذیرد. نمودار (۱) بازده مورد انتظار منابع تأمین مالی مختلف را نشان می‌دهد.



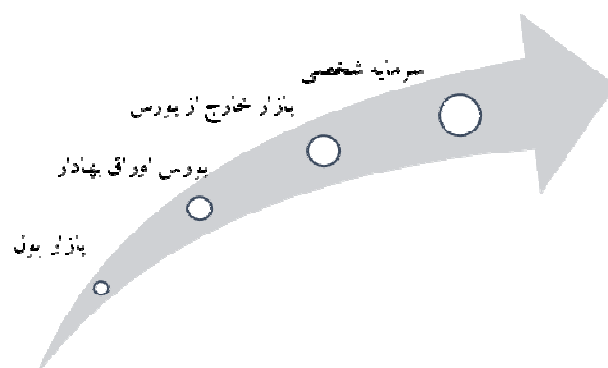
مأخذ: بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹.

نمودار ۱. بازده مورد انتظار منابع تأمین مالی

۳-۱-۲. ریسک

منابع تأمین مالی در قبال بازدهی که مطالبه می‌کنند ریسک‌پذیر نیز می‌باشند، به طوری که هرچه منبع ریسک بیشتری را در قبال شرکت یا پروژه می‌پذیرد بازده (سود یا بهره) بالاتری را نیز مطالبه می‌کند، در نتیجه شرکت یا پروژه‌ای که می‌خواهد تأمین مالی نماید می‌بایست مصارف وجوه تأمین مالی را مشخص نموده و با توجه به ریسک محل مصرف وجوه منبع تأمین مالی را انتخاب نماید. به عنوان مثال، چون ابزارهای بازار پول اغلب ابزارهای تأمین مالی کوتاه‌مدت و کم‌ریسکی هستند بهره دریافتی آنها نیز اندک است و می‌بایست این منابع را در پروژه‌های با مصارف کم ریسک مصرف نمود، اما از آنجا که منابع شخصی (شرکت یا فرد) ریسک بالایی را در قبال شرکت یا پروژه متحمل می‌شوند بازده بالاتری را مطالبه می‌نمایند و می‌توان آنها را در مصارف پرریسک نیز مصرف نمود. نمودار (۲) سطح ریسک‌پذیری منابع تأمین مالی مختلف را نشان می‌دهد.

1. Expected Return

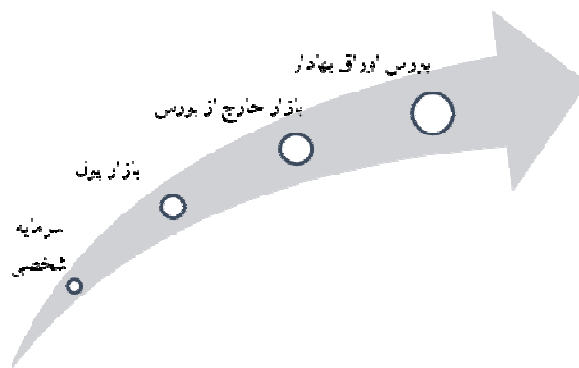


مأخذ: بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹.

نمودار ۲. سطح ریسک‌پذیری منابع تأمین مالی

۳-۱-۳. حجم سرمایه‌گذاری (تأمین مالی)

هر یک از منابع تأمین مالی قادرند حجم خاصی از منابع مورد نیاز را تأمین مالی کنند و در آن شرکت یا پروژه خاص سرمایه‌گذاری نمایند و مدیران مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها باید توجه داشته باشند که میزان سرمایه یا منابع مورد نیاز برای شرکت یا پروژه چه میزان است و متناسب با منابع مورد نیاز و ظرفیت‌سنجی منابع تأمین مالی اقدام به انتخاب منبع تأمین مالی نمایند. به عنوان مثال، اگر می‌خواهند حجم عمده‌ای از منابع تأمین مالی را جذب نمایند می‌بایست این کار را در فرابورس یا بورس اوراق بهادار انجام دهند و با سرمایه شخصی نمی‌توان پروژه‌های بزرگ را تأمین مالی نمود. نمودار (۳) نشان‌دهنده حجم سرمایه‌گذاری (قدرت منابع در تأمین مالی) منابع مالی در شرکت یا پروژه می‌باشد.

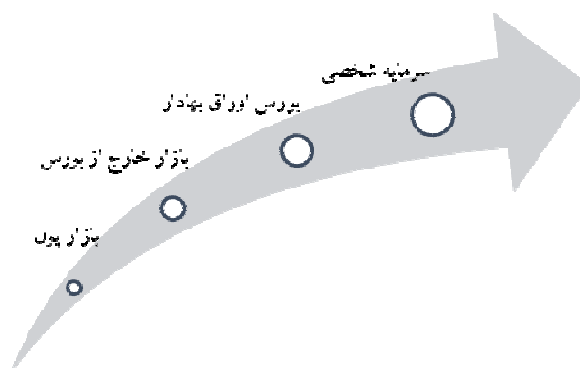


مأخذ: بت‌شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹.

نمودار ۳. حجم سرمایه‌گذاری منابع برای تأمین مالی شرکت یا پروژه

۳-۱-۴. افق زمانی تأمین مالی

هر یک از منابع تأمین مالی با توجه به ساختاری که دارند افق زمانی تأمین مالی خاصی را دارند که مدیران مالی شرکت‌ها می‌بایست با توجه به محل مصرف وجوه تأمین مالی منبع تأمین مالی خود را انتخاب نمایند. به عنوان مثال، زمانی که یک شرکت با کمبود سرمایه در گردش به دلیل کم بودن دارایی‌های جاری خود مواجه است می‌بایست یک منبع مالی با افق زمانی کوتاه‌مدت را برای تأمین مالی انتخاب نماید و برای برطرف نمودن مشکل خود نباید اقدام به تأمین مالی از طریق بورس نماید. نمودار (۴) منابع تأمین مالی را به ترتیب افق زمانی از کوتاه‌مدت به بلندمدت نشان می‌دهد.



مأخذ: بت شکن و سیف‌الدینی، ۱۳۸۹.

نمودار ۴. افق زمانی منابع تأمین مالی

۳-۲. معیارها و شرایط داخل شرکت یا پروژه تأمین مالی شونده

۳-۲-۱. سازوکار تقسیم سود ابزار مالی

یکی از مهم‌ترین نکاتی که در انتخاب ابزار مالی می‌بایست مدنظر داشت مکانیزم تقسیم سود شرکت تأمین مالی شونده است. برخی ابزارها دارای نرخ سود یا بهره قطعی هستند و برخی دیگر دارای نرخ سود متغیر می‌باشند. ابزارها در یک دسته‌بندی دیگر به ابزارهایی که پرداخت سود آنها در بازه بلندمدت است و پرداخت سود برخی دیگر در افق زمانی کوتاه‌مدت می‌باشد. برخی ابزارها نیز در پرداخت سود قطعی الزام به وجود می‌آورند، در حالی که ابزارهایی مانند سهام الزامی به پرداخت سود برای شرکت ایجاد نمی‌کنند و شرکت در صورتی که سودی حاصل نماید به سهامداران سود پرداخت می‌کند. توجه به تمام این مکانیزم‌های تقسیم سود ابزار امری ضروری است که می‌بایست مدیر مالی تمام شرایط تقسیم سود را در نظر گرفته، سپس مبادرت به انتخاب ابزار نماید.

۲-۲-۳. محدودیت استفاده از وجوه ابزار مالی

یکی دیگر از نکاتی که می‌بایست در انتخاب ابزارهای مالی در نظر گرفت محل مصرف وجوه مالی است. برخی ابزارهای مالی در اینکه وجوه حاصل از آن در چه محل‌هایی مصرف شود محدودیت دارند. به عنوان مثال، ابزارهایی مانند صکوک که مبتنی بر قرارداد خاصی می‌باشند محل مصرف آنها محدود بوده و مدیران مالی شرکت در استفاده از وجوه این ابزارها محدودیت دارند. به عنوان مثال، زمانی که شرکتی برای تأمین دارایی خود اقدام به انتشار صکوک اجاره می‌نماید و منابع لازم برای تأمین دارایی خود را از این طریق کسب می‌کند مدیران مالی شرکت مجبورند وجوه به دست آمده را برای خرید دارایی مذکور مصرف کنند، در حالی که مدیران مالی در ابزارهایی مانند اوراق قرضه که ماهیتاً مبتنی بر عقد قرض می‌باشند در استفاده از محل مصرف وجوه حاصل از این تأمین مالی محدود نیستند.

۳-۲-۳. ساختار بهینه سرمایه^۱ (بهینه نمودن هزینه سرمایه)

یکی دیگر از موارد اساسی که در انتخاب ابزار مالی می‌بایست توجه داشت ساختار بهینه سرمایه شرکت است. با توجه به نظریات مختلف ساختار سرمایه ابزارهایی را که برای تأمین مالی انتخاب می‌کنیم می‌بایست به گونه‌ای باشد که ساختار سرمایه شرکت را در حالت بهینه حفظ نماید؛ یعنی سطحی از نسبت بدهی‌ها که در آن هزینه سرمایه حداقل و هزینه سرمایه شرکت در سطح حداقلی باشد و هزینه‌های ورشکستگی را به شرکت تحمیل نکند و شرکت را در وضعیت بحرانی قرار ندهد.

۴-۲-۳. هزینه فرایند تأمین مالی^۲

از موارد دیگری که می‌بایست در انتخاب تأمین مالی مدنظر داشت هزینه‌هایی است که می‌بایست شرکت برای فرایند تأمین مالی پرداخت نماید. برخی ابزارهای تأمین مالی دارای فرایند روان‌تر و کم‌هزینه‌تری می‌باشند و برای شرکت به صرفه‌تر است مانند اوراق تجاری، در حالی که برخی دیگر از ابزارها چون فرایند پیچیده‌ای داشته و افراد و نهادهای بسیاری درگیر تأمین مالی این ابزار می‌باشند هزینه بالاتری برای تأمین مالی به شرکت تحمیل می‌کنند. در فرایند انتشار و تأمین مالی از طریق برخی ابزارها نهادهای بسیاری درگیر

1. Optimum Capital Structure
2. Financing Fee or Flotation Cost

می‌شوند و فرایند طولانی‌تری دارند و به تبع آن لازم است شرکت برای تأمین مالی از این طریق هزینه‌های زیادی را متحمل شود (برلی و مارکوس، ۲۰۰۱).

۳-۲-۵. وضعیت اعتباری شرکت

یکی دیگر از مواردی که می‌بایست در انتخاب ابزار مالی مدنظر داشته باشیم وضعیت اعتباری شرکت در بازار است؛ یعنی شرکت به تبع اعتباری که در بازار اقتصادی دارد می‌تواند ابزارهای خاصی را برای تأمین مالی انتخاب نماید. به عنوان مثال، شرکت‌هایی که دارای اعتبار بالایی در بازار هستند می‌توانند با انتشار اوراق تجاری با قیمت اسمی پایین خود را تأمین مالی نمایند یا از طریق انتشار سهام با قیمت بالا خود را تأمین مالی نمایند، در صورتی که یک شرکت اعتبار پایینی را بین شرکت‌کنندگان در بازار اقتصادی دارد مجبور است ابزارهایی را با هزینه انتشار و سود یا بهره بالاتری انتخاب نماید و در انتخاب ابزارهای مالی محدود است.

۳-۲-۶. ریسک‌های مرتبط با ابزار مالی

هر یک از ابزارهای مالی با توجه به ماهیت و ساختاری که دارند ریسک‌های متعددی برای شرکت دارند و انتشار یا استفاده از هر یک از آنها ممکن است وضعیت خاصی را برای شرکت ایجاد نماید. همانطور که در بخش‌های پیش اشاره شد ابزارهای بدهی ریسک ورشکستگی شرکت را بالا می‌برند و استفاده بیش از حد از این ابزارها شرکت را در وضعیت بحرانی قرار می‌دهد. انتشار ابزارهایی که مبتنی بر عقد قرض ربوی هستند نیز شرکت را با ریسک شریعت مواجه می‌کند و ممکن است باعث عدم موفقیت فرایند تأمین مالی گردد.

توجه و اندازه‌گیری این ریسک‌ها که شرکت در فرایند تأمین مالی با آنها مواجه است بسیار مهم و حیاتی به نظر می‌رسد و مدیران مالی شرکت‌ها می‌بایست این ریسک‌ها را به‌درستی شناسایی نمایند. از مهم‌ترین ریسک‌هایی که می‌تواند انتشار یک ابزار مالی برای شرکت ایجاد نماید عبارتند از ریسک نرخ بهره، ریسک نرخ ارز، ریسک نکول و ...

مدیران مالی می‌بایست با توجه به تمام معیارها و شرایط خاصی که ابزارهای تأمین مالی دارند بهترین ابزار را برای تأمین مالی خود انتخاب نمایند که در عین حال که هزینه سرمایه شرکت را کاهش دهد بتواند بهترین ساختار سرمایه را برای شرکت به ارمغان آورد.

۳-۳. عوامل کلان اقتصادی-سیاسی

۳-۳-۱. سیاست‌های مالی دولت

سیاست مالی دولت عبارتست از استفاده از مخارج دولت و فعالیت‌های درآمدزای دولت برای دستیابی به اهداف خاص. به عنوان مثال، برای تحقق اهدافی همچون اشتغال کامل و تثبیت قیمت‌ها دولت می‌تواند تصمیمات مربوط به میزان و منبع درآمد خود را تغییر دهد و از این رهگذر به اهداف خود دست یابد. نوع سیاست مالی دولت بر تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها تأثیرگذار است و مدیر مالی می‌بایست به آن توجه نماید و متناسب با آن بهترین روش تأمین مالی را انتخاب کند.

۳-۳-۲. سیاست‌های پولی بانک مرکزی

سیاست‌هایی که توسط بانک مرکزی در جهت کنترل نقدینگی اعمال می‌شود سیاست‌های پولی نامیده می‌شود. بانک مرکزی تلاش می‌کند از طریق اعمال این سیاست‌ها بر الگوی مصرف خانوار و تولید بنگاه‌ها و در نهایت تورم تأثیر بگذارد. ابزارهای سیاست پولی عبارتند از ذخایر قانونی، عملیات بازار باز و نرخ تنزیل مجدد. ابزارهای این سیاست صرفاً می‌توانند بر بخش عرضه پول و اعتبار تأثیر بگذارند، اما از این طریق با تعیین میزان نقدینگی جامعه می‌توانند میزان تورم و رونق اقتصادی را تعیین نمایند. به عنوان مثال، با کاهش نرخ بهره و تزریق پول به جامعه باعث رونق اقتصادی و البته بالا رفتن تقاضای کل و تورم شوند.

۳-۳-۳. سیاست‌های نظارتی سازمان بورس

سیاست‌های نظارتی سازمان بورس برای شرکت‌هایی که از طریق بورس و ابزارهای مرتبط با آن تأمین مالی می‌کنند محدودیت‌هایی ایجاد می‌نماید که مدیر مالی می‌بایست به آنها توجه کند، زیرا به عنوان مثال تأمین مالی از طریق انتشار سهام نیازمند ارائه گزارش‌های منظم به سازمان بورس و رعایت استانداردها و شفافیت لازم است.

۳-۳-۴. وجود محدودیت‌های شرعی قانونی

در ایران و کشورهای اسلامی برخی محدودیت‌های شرعی مانع استفاده از برخی روش‌های تأمین مالی می‌شوند، به عنوان مثال حرمت ربا در اسلام مانع استفاده از اوراق قرضه جهت تأمین مالی شرکت‌ها می‌شود یا وجوه حاصل از صکوک اجاره می‌بایست در همان جهتی مصرف شوند که برای آن تهیه شده‌اند و اینکه

نمی‌توان وجوه حاصل از انتشار صکوک اجاره برای تهیه کشتی را صرف پرداخت بدهی‌های جاری شرکت یا حقوق کارکنان نمود و می‌بایست در همان جهت صرف شوند که برای آن تجهیز شده‌اند.

۴. نتایج فرایند تحلیل سلسله مراتبی

نتایج حاصل از تحلیل سلسله مراتبی نشان می‌دهد سهم هر یک از عوامل کلان اقتصادی-سیاسی، عوامل مربوط به منبع تأمین مالی‌کننده و عوامل مربوط به منبع تأمین مالی‌شونده به صورت زیر است. همانطور که در جدول زیر مشاهده می‌شود سهم عوامل مربوط به منبع تأمین مالی‌شونده از تمام عوامل دیگر بیشتر است و پس از آن عوامل مرتبط با منبع تأمین مالی‌کننده و عوامل کلان اقتصادی-سیاسی قرار دارند.

جدول ۱. اولویت‌بندی عوامل کلی مؤثر بر روش تأمین مالی		
اولویت	عوامل کلی مؤثر بر روش تأمین مالی	وزن محاسبه شده
اول	عوامل مرتبط با تأمین مالی شونده	۰/۵۹۵
دوم	عوامل مرتبط با منبع تأمین مالی‌کننده	۰/۲۱۶
سوم	عوامل کلان سیاسی و اقتصادی	۰/۱۸۹

مأخذ: نتایج تحقیق.

مرحله بعد اولویت‌بندی هر یک از عوامل جزئی مرتبط با هر عامل کلی است. در این مرحله مشخص می‌نماییم که هر زیرمعیار چه سهمی در عامل کلی دارد. خروجی حاصل از نرم‌افزار که در تصویر ذیل نشان داده شده است توانسته است این عوامل را اولویت‌بندی و وزن‌دهی نماید. همانطور که در جدول فوق نشان داده شده است نرخ ناسازگاری برابر با ۰/۰۵ می‌باشد که نشان می‌دهد نتایج پرسشنامه‌ها در بخش عوامل مرتبط با فرد دارای سازگاری درونی است و اطلاعات حاصل از پرسشنامه‌ها قابل اتکا است، همچنین نتایج نشان می‌دهد سازوکار تقسیم سود بیش از دیگر عوامل در شرکت یا پروژه تأمین مالی‌شونده مؤثر می‌باشد و پس از آن هزینه فرایند تأمین مالی و محدودیت محل مصرف وجوه و ساختار بهینه سرمایه، وضعیت اعتباری شرکت و ریسک‌های ابزار مالی در شرکت یا پروژه تأمین مالی‌شونده مؤثرند. نتایج حاصل از تحلیل سلسله مراتبی در خصوص عوامل مرتبط با شرکت یا پروژه تأمین مالی‌شونده خلاصه و در جدول زیر اولویت‌بندی شده است:

جدول ۲. اولویت‌بندی عوامل مرتبط با شرکت یا پروژه تأمین مالی‌شونده

اولویت	عامل مرتبط با تأمین مالی شونده مؤثر بر روش تأمین مالی	وزن محاسبه‌شده
اول	ساز و کار تقسیم سود	۰/۳۳۷
دوم	هزینه فرایند تأمین مالی	۰/۱۶۸
سوم	محدودیت محل مصرف وجوه	۰/۱۶۷
چهارم	ساختار بهینه سرمایه	۰/۱۳۳
پنجم	وضعیت اعتباری شرکت	۰/۱۱۸
ششم	ریسک‌های ابزار مالی	۰/۰۷۷

مأخذ: نتایج تحقیق.

عوامل مرتبط با تأمین مالی‌کننده نیز که در اولویت دوم عوامل کلی مؤثر بر روش‌های تأمین مالی قرار دارد به عوامل جزئی‌تری تقسیم می‌شود که در جدول زیر نتایج حاصل از نرم‌افزار نشان داده شده است:

همانطور که در نتایج نرم‌افزار نشان داده شد نرخ ناسازگاری برابر ۰/۰۸ است که نشان می‌دهد نتایج پرسشنامه‌ها دارای سازگاری درونی هستند، همچنین بین عوامل مرتبط با منبع تأمین مالی‌کننده بازده مورد انتظار مؤثرترین عامل در انتخاب روش‌های تأمین مالی در ایران می‌باشد و پس از آن به ترتیب حجم تأمین مالی، افق زمانی تأمین مالی و سطح ریسک‌پذیری در انتخاب روش تأمین مالی در ایران مؤثرند. در جدول زیر این عوامل به ترتیب نشان داده شده است:

جدول ۳. اولویت‌بندی عوامل مرتبط با منبع تأمین مالی‌کننده

اولویت	عامل مرتبط با تأمین مالی‌کننده مؤثر بر روش تأمین مالی	وزن محاسبه‌شده
اول	بازده مورد انتظار	۰/۵۲۲
دوم	حجم تأمین مالی	۰/۲۴۹
سوم	افق زمانی تأمین مالی	۰/۱۱۰
چهارم	سطح ریسک‌پذیری	۰/۱۱۹

مأخذ: نتایج تحقیق.

عوامل کلان اقتصادی-سیاسی نیز که در اولویت سوم عوامل مؤثر در انتخاب روش تأمین مالی در ایران قرار دارند به عوامل جزئی‌تری تقسیم می‌شود که در جدول زیر نتایج نرم‌افزار نشان داده شده است.

نرخ ناسازگاری برابر با ۰/۰۸ است که نشان می‌دهد نتایج حاصل از پرسشنامه‌ها دارای سازگاری درونی می‌باشد. بین عوامل کلان اقتصادی سیاسی مؤثر در انتخاب روش تأمین مالی در ایران سیاست‌های مالی دولت در اولویت اول و سیاست‌های پولی بانک مرکزی، وجود محدودیت‌های شرعی قانونی و سیاست‌های نظارتی سازمان بورس در اولویت‌های بعدی قرار دارند. در جدول زیر نتایج مرتبط با عوامل کلان اقتصادی-سیاسی نشان داده شده است:

جدول ۴. اولویت‌بندی عوامل مرتبط با عوامل کلان اقتصادی-سیاسی

اولویت	عوامل مرتبط با عامل کلان سیاسی-اقتصادی	وزن محاسبه شده
اول	سیاست‌های مالی دولت	۰/۶۵۵
دوم	سیاست‌های پولی بانک مرکزی	۰/۲۳۷۵
سوم	وجود محدودیت‌های شرعی قانونی	۰/۱۶۶۲۵
چهارم	سیاست‌های نظارتی سازمان بورس	۰/۱۴۱۲۵

مأخذ: نتایج تحقیق.

۵. تجزیه و تحلیل نتایج

همانطور که نتایج فرایند تحلیل سلسله مراتبی نشان داده است عوامل مرتبط با تأمین مالی شونده مؤثرترین عامل بر تأمین مالی شرکت‌ها یا پروژه‌ها در ایران است؛ یعنی شرکت می‌بایست در انتخاب روش تأمین مالی به ویژگی‌های درونی خود توجه نماید. هر قدر ویژگی‌ها و شرایط مطلوب‌تر و متناسب‌تری داشته باشد می‌تواند با سهولت و هزینه کمتری تأمین مالی کند.

بین عوامل مرتبط با تأمین مالی شونده سازوکار تقسیم سود و هزینه فرایند تأمین مالی بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی ایران دارند. سازوکار تقسیم سود شرکت مشخص می‌نماید که چه ابزاری برای تأمین مالی شرکت بهتر است؛ یعنی اگر شرکت دارای سود بالایی است بهتر است از روش‌های با سود ثابت استفاده نماید که معمولاً ارزان نیز می‌باشند و لزومی ندارد که تأمین مالی کنندگان را در سود بالای خود شریک کند و اگر شرکت دارای سود پایین یا سود بسیار متغیر و غیرقابل پیش‌بینی است می‌بایست از روش‌های مشارکتی استفاده نماید و استفاده از روش‌های با سود ثابت شرکت را خطر

ورشکستگی مواجه می‌کند، بنابراین مدیر مالی می‌بایست تمام شرایط تقسیم سود شرکت را در نظر گرفته و مبادرت به انتخاب روش تأمین مالی نماید. عامل هزینه تأمین مالی نیز به اینصورت اثرگذار است که یکی از مواردی که می‌بایست در انتخاب تأمین مالی مدنظر داشت هزینه‌هایی است که شرکت می‌بایست برای فرایند تأمین مالی پرداخت نماید. برخی ابزارهای تأمین مالی دارای فرایند روان‌تر و کم هزینه‌تری می‌باشند و برای شرکت به صرفه هستند مانند اوراق تجاری.

بین عوامل مرتبط با تأمین مالی کننده نیز نرخ بازده مورد انتظار و حجم تأمین مالی بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی دارند. تأثیر نرخ بازده مورد انتظار به اینصورت است که هر یک از منابع تأمین مالی بازده یا به عبارت دیگر سود یا بهره خاصی را از شرکت یا پروژه مطالبه دارند و شرکت یا پروژه می‌بایست میزان بهره‌ای را که می‌تواند در قبال تأمین مالی پردازد مدنظر گرفته، سپس با توجه به بازده مورد انتظار هر یک از منابع تأمین مالی به سراغ آنها برود. به عنوان مثال، اگر انتظار دارد سالانه ۲۰ درصد بازده داشته باشد منبع تأمین مالی را در نظر نگیرد که سالانه ۲۳ درصد از وی مطالبه سود می‌کند. توضیح اثرگذاری حجم تأمین مالی نیز اینگونه است که هر یک از منابع تأمین مالی قادرند حجم خاصی از منابع مورد نیاز را تأمین مالی کنند و در آن شرکت یا پروژه خاص سرمایه‌گذاری نمایند و مدیران مالی شرکت‌ها و پروژه‌ها باید توجه داشته باشند که میزان سرمایه یا منابع مورد نیاز برای شرکت یا پروژه چه میزان است و متناسب با حجم منابع مورد نیاز و ظرفیت‌سنجی منابع تأمین مالی اقدام به انتخاب منبع تأمین مالی نمایند. به عنوان مثال، اگر می‌خواهند حجم عمده‌ای از منابع تأمین مالی را جذب نمایند باید این کار را در فرابورس یا بورس اوراق بهادار انجام دهند و با سرمایه شخصی نمی‌توان پروژه‌های بزرگ را تأمین مالی نمود.

از میان عوامل مرتبط با عوامل کلان اقتصادی و سیاسی نیز سیاست‌های مالی دولت و سیاست‌های پولی بانک مرکزی بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی دارند. سیاست مالی دولت و سطح مالیات‌ها و میزان مخارج دولت در جامعه که به نوعی تزریق پول به جامعه است تأثیر بسیاری بر روش تأمین مالی دارد؛ یعنی اگر دولت قصد کاهش مالیات‌ها و افزایش مخارج خود در جامعه را داشته باشد اقتصاد شکوفاتر خواهد شد و میزان سود انتظار شرکت بیشتر خواهد بود و بهتر است از ابزارهای تأمین مالی با سود ثابت جهت تأمین مالی استفاده نماید و از ابزارهای مشارکتی استفاده نکرده و تأمین مالی کنندگان را در این سود زیاد شریک نکند و برعکس. تأثیر سیاست‌های پولی بانک مرکزی به اینصورت است که بانک

مرکزی با تعیین نرخ بهره و به تبع آن حجم نقدینگی جامعه بر انتخاب روش بهینه تأمین مالی اثرگذاری می‌کند، به عنوان مثال اگر سیاست‌های بانک مرکزی بهره را پایین آورد دسترسی به منابع مالی ارزان قیمت را تسهیل می‌کند و برعکس.

۶. نتیجه‌گیری

در این پژوهش تلاش می‌شود اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش AHP بررسی شود. نخستین یافته این بود که تأمین مالی در ایران متأثر از ۳ عامل کلی مرتبط با تأمین مالی‌کننده، عوامل مرتبط با تأمین مالی‌شونده و عوامل مرتبط با عوامل کلان اقتصادی-سیاسی است که خود از زیرمعیارهایی اثر می‌پذیرند.

در عوامل کلی عوامل مرتبط با منبع تأمین مالی‌شونده با داشتن وزن ۰/۵۹۵ اولویت نخست را کسب نمود. عوامل مرتبط با تأمین مالی‌کننده با وزن ۰/۲۱۶ و عوامل مرتبط با عوامل کلان اقتصادی-سیاسی با وزن ۰/۱۸۹ در اولویت‌های بعدی قرار گرفت.

در زیرمعیارهای عوامل مرتبط با تأمین مالی‌شونده که مهم‌ترین عامل کلی بود عامل سازوکار تقسیم سود با وزن ۰/۳۳۷ مهم‌ترین تأثیر را داشت. عوامل دیگر به ترتیب اولویت عبارتند از هزینه فرایند تأمین مالی، محدودیت محل مصرف وجوه، ساختار بهینه سرمایه، وضعیت اعتباری شرکت و ریسک‌های ابزار مالی. در رابطه با عوامل مرتبط با تأمین مالی‌کننده که در اولویت دوم عوامل کلی قرار داشت عامل بازده موردانتظار با وزن ۰/۵۲۲ بیشترین اثر را دارد و عوامل دیگر مرتبط با تأمین مالی‌کننده به ترتیب اهمیت عبارتند از حجم تأمین مالی، سطح ریسک‌پذیری، افق زمانی تأمین مالی.

بین عوامل مرتبط با عوامل کلان اقتصادی-سیاسی که اولویت سوم عوامل کلی را داشتند عامل سیاست‌های مالی دولت با وزن ۰/۶۵۵ بیشترین اهمیت را به دست آورد. دیگر زیرمعیارهای این عامل کلی عبارتند از سیاست‌های پولی بانک مرکزی، سیاست‌های نظارتی سازمان بورس و وجود محدودیت‌های شرعی قانونی.

منابع

- ابزری، مهدی، دستگیر، محسن و علی قلی‌پور (۱۳۸۶)، "بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه اقتصاد مقداری*، شماره ۴، صص ۸۹-۷۳.
- انواری رستمی، علی اصغر (۱۳۹۰)، "طراحی مدل ریاضی چند دوره‌ای مختلط اعداد صحیح برنامه‌ریزی آرمانی برای تأمین مالی بهینه شرکت‌ها"، *مجله دانشور*، شماره ۴۲، صص ۲۶-۱۷.
- بت‌شکن، محمد هاشم و جلال سیف‌الدینی (۱۳۸۹)، "کسب و کارها و منابع تأمین مالی متناسب با آنها"، *مجله اقتصادی- ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی*، شماره‌های ۹ و ۱۰، صص ۱۱۶-۸۶.
- جعفری صمیمی، احمد، یحیی زاده‌فر، محمود و میرکریم عبادی دولت‌آبادی (۱۳۸۳)، "بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده و قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران"، *دانشور رفتار*، شماره ۱۱، صص ۴۵-۳۹.
- قدسی‌پور، سیدحسین (۱۳۸۰)، "فرایند تحلیل سلسله مراتبی AHP"، تهران: انتشارات دانشگاه صنعتی امیرکبیر.
- مجتهدزاده، ویدا، علوی طبری، سیدحسین و نجمه خدابخشی (۱۳۸۸)، "رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱، صص ۴۹-۲۸.
- نیومن، ویلیام لاورنس (۱۳۸۹)، *شیوه‌های پژوهش‌های اجتماعی: رویکردهای کیفی و کمی*، ترجمه حسن دانایی‌فرد و سیدحسین کاظمی، تهران: مهربان نشر.
- هاشمی، سیدعباس و مهدی مهربانی (۱۳۸۷)، "شناسایی عوامل مالیاتی مؤثر بر مزیت استفاده از بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، زمستان، شماره ۵۴، صص ۱۵۴-۱۳۷.
- Ross (2003), "Fundamentals of Corporate Finance", United States, Mcgraw-Hill.
- Ross, Westerfield & Jaffe (2003), *Corporate Finance, United States*, Mcgraw-Hill.
- Brealey, Myers & Marcus (2001), "Fundamentals of Corporate Finance", United States, University of Phoenix.
- Saunders & Cornett (2008), "Financial Institution Management", United States, Mcgraw-Hill.
- Modigliani, F. & M. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*.

