

## شناسایی و اولویت‌بندی معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی

رضا یارمحمدی\*

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۷/۱۶

عادل آذر\*\*

تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۰۱

غلامرضا مصباحی مقدم\*\*\*

### چکیده

به جهت اهمیت ساختار مالی در زمینه‌های مختلف، شناخت عوامل عمده‌ای که در تأمین مالی طرح‌ها و بنگاه‌ها تأثیرگذار هستند، قابل توجه و مهم است تا از این طریق هر شرکت بتواند با در نظر گرفتن آن عوامل تعیین‌کننده و مؤثر و میزان تأثیر هر کدام در ارتباط با ساختار مالی خود برنامه‌ریزی و تصمیم‌گیری نماید. در پژوهش حاضر براساس ادبیات موضوع، معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی در ۳۱ معیار مختلف احصاء گردید. با توجه به مصاحبه‌های انجام شده با خبرگان این معیارها از منظر تأمین مالی کننده، تأمین مالی شونده، نهادهای مکمل و بالاخره از منظر کلان اقتصادی دسته‌بندی شد. در گام بعد پرسشنامه‌هایی مبتنی بر عوامل بدست آمده تهیه گردید و در اختیار خبرگان بازار سرمایه قرار گرفت. در ادامه براساس روش تاپسیس معیارها رتبه‌بندی شد. اساس این روش، انتخاب گزینه‌ای است که کمترین فاصله را از جواب ایده‌آل مثبت و بیشترین فاصله را از جواب ایده‌آل منفی دارد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که معیار ریسک و بازدهی به ترتیب با رتبه ۰/۷۷ و ۰/۷۶ برای سرمایه‌گذاران از اهمیت بالاتری نسبت به سایر معیارها برخوردار بوده و همچنین معیار نقدشوندگی ابزارهای تأمین مالی با رتبه ۰/۷۰ برای نهادهای مکمل، توجیه‌پذیری تأمین مالی با رتبه ۰/۷۱ و همسویی ابزارهای تأمین مالی با عدالت اقتصادی با رتبه ۰/۶۴ بیشترین میزان اهمیت را به خود اختصاص دادند.

### واژگان کلیدی

تأمین مالی، بازار سرمایه اسلامی، اقتصاد مقاومتی، روش *Topsis*

طبقه‌بندی JEL: G32

\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق(ع)

yarmohammadi@isu.ac.ir

azara@modares.ac.ir

\*\* استاد دانشکده مدیریت، دانشگاه تربیت مدرس (نویسنده مسئول)

gh.mesbahi@gmail.com

\*\*\* دانشیار دانشکده الهیات، معارف اسلامی و ارشاد، دانشگاه امام صادق(ع)

## مقدمه

تصمیم‌گیری در مورد نحوه تأمین مالی، یکی از مسائل مهم در هر شرکتی می‌باشد. تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور در صحنه رشد شرکت، نقش بسیار مهمی ایفا می‌کند. مدیران مالی باید بدانند که چه منابعی جهت تأمین مالی وجود دارد و اثر بهره‌گیری هر یک از آنها بر سودآوری و ریسک مالی شرکت چیست؟ توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاری و تهیه برنامه‌های مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید.

مرتون (۱۹۹۵)، تعریفی از نظریه تأمین مالی ارائه داده است که شاید در نوع خود کوتاه‌ترین و دقیق‌ترین تعریف باشد: «مطالعه رفتار کارگزاران در روند تخصیص و توزیع منابع از هر دو بعد مکان و زمان در شرایط نامطمئن، پایه و اساس نظریه تأمین مالی را تشکیل می‌دهد. زمان و عدم اطمینان اصلی‌ترین عناصر تأثیرگذار بر رفتار مالی به شمار می‌آیند» (Merton, 1995, p.7). به عبارت دیگر مصرف‌کننده‌ها، بنگاه‌های تولیدی و تجاری و دولت‌ها اغلب منابع مالی در دسترس برای رسیدن به اهداف، پرداخت بدهی یا معاملات دیگر را ندارند و باید از طرق مختلف، پولی را که آنها برای عملیات خود نیاز دارند به دست آورند، به فرآیندی که عواملان اقتصادی، این میزان منابع مالی را به دست می‌آورند تأمین مالی می‌گویند (Hoffman, 1957, p.14). تعریف مناسب که در بردارنده فصول مخرجه برای تأمین مالی باشد با توجه به پروژه‌های مختلف متفاوت بوده و می‌تواند هر یک از موارد کمترین هزینه، بالاترین سود، بالاترین سهم مشارکت، دیرترین زمان بازپرداخت بدهی، بالاترین نرخ انتقال فناوری و مواردی از این دست را در برگیرد. مدیران شرکت باید به نحوی سرمایه‌گذاری نمایند که به اندازه کافی وجه جهت پرداخت به صورت سود سهام و بهره‌ها باقی بماند؛ عدم پرداخت بهره‌ها و سود سهام باعث می‌شود شرکت متحمل هزینه فرصت بالایی جهت استقراض و سهام گردد.

یکی از مفاهیمی که بیش از چند دهه از بروز آن در ادبیات اقتصادی مالی جهان نمی‌گذرد، بحث نظام مالی اسلامی است. مالی اسلامی سعی در شناسایی، بررسی و ارائه روش‌هایی دارد که بتواند در عین کارایی لازم توانایی جایگزینی با سایر ابزارهای

متداول و مرسوم در نظام امروزی مالی در جهان را داشته باشد. در شریعت مقدس اسلام اصولی بر معاملات و کسب‌وکار حاکم است که روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی غربی را با چالش جدی مواجه می‌کند. این اصول عبارت‌اند از: حرمت ربا- مشارکت در ریسک- فعالیت‌های مجاز شرعی- انجام تعهدات مندرج در قرارداد و مسائلی از این قبیل. نوشتار حاضر سعی دارد تا نشان دهد در بازار سرمایه اسلامی ایران، تأمین مالی چگونه باید باشد؛ و نیز سعی دارد با توجه به جامعیت دین مبین اسلام و همچنین اقتصاد مقاومتی به عنوان نمود خارجی این جامعیت، معیارهای تأمین مالی مطلوب را احصاء کند. با توجه به اینکه سیاست‌های اقتصاد مقاومتی، از مهمترین سیاست‌های اقتصادی کشور است بنابراین نظام مالی کشور (بازارها، نهادها، ابزارها، حقوق و قوانین مالی و...) باید مبتنی بر همین سیاست‌ها بازتعریف شوند. پژوهش حاضر سعی در تبیین این نکته دارد که بر مبنای چنین نگرشی چگونه می‌توان نظام تأمین مالی را به گونه‌ای سامان داد که بتواند کشور را در چنین شرایطی، در مسیر رشد و توسعه اقتصادی رهنمون سازد. از دیگر سو، روشن شدن این موضوع سبب می‌شود مدیران بتوانند در مورد شیوه‌های تأمین مالی در شرایط مقاومت با اطمینان بیشتری تصمیم‌گیری نمایند.

#### ۱. ادبیات موضوع

در هر اقتصاد آزاد، نقش بازار سرمایه، در تأمین نیازهای مالی فعالیت‌های اقتصادی، قابل ملاحظه است. گسترش و توسعه این بازار می‌تواند نقش عمده‌ای را در توسعه صنعتی کشور ایفا کند (تاری، ۱۳۸۵، ص ۱۵).

مطالعه بندهای سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی نشان می‌دهد برخی از این بندها ارتباط مستقیم با بازار سرمایه داشته و بازار سرمایه می‌تواند نقشی مهم و کلیدی در تحقق آنها ایفا نماید و برخی بندها نیز به صورت غیرمستقیم به بازار سرمایه ارتباط پیدا می‌کند. در برخی از حوزه‌های اقتصاد مقاومتی چون توسعه کارآفرینی، پیشسازی اقتصاد دانش‌بنیان، مشارکت آحاد جامعه در فعالیت‌های اقتصادی، تقویت رقابت‌پذیری اقتصاد، مدیریت مخاطرات اقتصادی، تقویت نظام مالی، شفاف‌سازی اقتصاد و سالم‌سازی آن، بازار سرمایه می‌تواند نقشی بسیار مهم و کلیدی داشته باشد و در برخی

حوزه‌ها نیز مانند هدفمندسازی یارانه‌ها، حمایت از صادرات کالاها و خدمات، رصد برنامه‌های تحریم، افزایش ارزش افزوده از طریق تکمیل زنجیره ارزش صنعت نفت و گاز، مقابله با ضربه‌پذیری درآمد حاصل از صادرات نفت و گاز و تأمین امنیت غذا و دارو می‌توان از ظرفیت بازار سرمایه برای تحقق این امور در کنار سایر اقدامات دستگاه‌های اجرایی استفاده نمود. به عنوان مثال در بند چهارم اقتصاد مقاومتی، یعنی استفاده از ظرفیت اجرای هدفمندسازی یارانه‌ها در جهت افزایش تولید، اشتغال و بهره‌وری، کاهش شدت انرژی و ارتقای شاخص‌های عدالت اجتماعی؛ می‌توان گفت که بازار سرمایه آیینی‌ای از خواست بخش خصوصی در مقابل تصمیمات دولتی است. بازار سرمایه می‌تواند شاخصی برای شدت اعمال سیاست‌های هدفمندی باشد چرا که مقصود از هدفمندی یارانه‌ها بهبود معیشت و افزایش رفاه اجتماعی بوده است. از سوی دیگر بازار سرمایه می‌تواند وجوه مازادی را که به افراد مشمول بابت هدفمندی یارانه اختصاص می‌یابد سازماندهی کرده و با ارائه محصولات متنوع خود به آنان باعث افزایش ثروت ایشان گردد و از سوی دیگر، نیرویی جدید برای چرخش نظام تأمین مالی کشور بیافریند. یا به عنوان مثال براساس بند ۱۷ یعنی راهکارهای اصلاح نظام درآمدی دولت، می‌توان به راهکار انتشار اوراق مشارکت مشارکت و اسناد خزانه اسلامی اشاره کرد که راهکاری مناسب برای تأمین مالی و افزایش انضباط مالی دولت است. خلاصه بحث اینکه اقتصاد مقاومتی عبارت است از: اقتصادی راهبردی که محیط‌سنج است و درون و برون را به خوبی می‌بیند و برای شرایطی که هر لحظه ممکن است تغییر کند، واکنش مناسبی دارد.

بازار سرمایه می‌تواند تجلی مناسبی از مشارکت افراد جامعه در فعالیت‌های اقتصادی باشد. تاکنون بازار سرمایه با توسعه بورس‌های مختلف (بورس اوراق بهادار، فرابورس، بورس کالا، بورس انرژی و بورس ایده)، نهادهای مالی مختلف (شرکت‌های تأمین سرمایه، شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و...)، ابزارهای متنوع تأمین مالی و پوشش ریسک (سهام، حق تقدم، اختیار معامله، سلف موازی استاندارد، قراردادهای آتی، اوراق مشارکت، اجاره، مریجه و...) و توسعه زیرساخت‌های نرم‌افزاری و سخت‌افزاری توانسته است نقشی مهم در جذب مشارکت

حداکثری آحاد جامعه در فعالیتهای اقتصادی و تأمین مالی در کشور ایفا نماید. واگذاری سهام عدالت نیز راهکاری برای ارتقاء درآمد و نقش طبقات کم‌درآمد و متوسط محسوب می‌گردد که طی سالیان اخیر عملیاتی شده است. سرمایه‌های سرگردان بسیاری در جامعه وجود دارد که در صورت مدیریت این سرمایه‌ها و هدایت آنها به سوی ایده‌های نو و تجاری‌سازی آنها می‌توان شاهد گسترش روزافزون این نوع کسب‌وکارها بود. در این راستا بورس ایده که به منظور برقراری ارتباط بین سرمایه‌گذاران و صاحبان ایده در فرابورس تشکیل شده است، می‌تواند بستر مناسبی جهت تعامل و همکاری صاحبان ایده و سرمایه را فراهم آورد. در بورس ایده طراحان و ایده‌پردازان با ارائه طرح‌های خود می‌توانند از وجود سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان منتفع شوند و از سوی دیگر سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند نیازهای خود را از این طریق برآورده سازند. شاید یکی از بحث‌برانگیزترین مواردی که جهت حمایت از ایده‌های جدید و طرح‌های کسب‌وکار نو مطرح می‌گردد نحوه حمایت مالی از آنها باشد که همواره انتظار می‌رود مراکز دولتی پیش‌قدم گردند، چرا که بخش خصوصی استطاعت مالی چندانی ندارد؛ اما تجربه به وضوح نشان داده است که بازار سرمایه بهترین بستر برای فراهم کردن سرمایه‌های سرگردان مردم است. در حقیقت با راه‌اندازی بورس ایده، می‌توان بخشی از این سرمایه‌ها را به سمت کارآفرینی و ایجاد کسب‌وکارهای جدید و دانش‌بنیان هدایت نمود. در این خصوص می‌توان به سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر یا صندوق‌های سهامی خاص اشاره کرد. سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر کنسرسیومی از شرکت‌ها یا شخصیت‌های حقیقی یا حقوقی مختلفی می‌باشند که جهت سرمایه‌گذاری و مشارکت در طرح‌های کسب‌وکار جدید تمایل داشته و ریسک ناشی از آن را پذیرا بوده و بدین جهت در چندین طرح کسب‌وکار سرمایه‌گذاری می‌کنند تا درنهایت در سودآوری حاصل از یک طرح به جامانده سهم گردند (شهبازی و آقابابایی، ۱۳۸۹، صص ۱-۵).

از آنجایی که هر صرفه‌جویی که در شرکت‌های بورسی انجام بگیرد در کل اقتصاد تأثیرگذار خواهد بود، می‌توان این بازار را پایگاه مؤثری در مدیریت منابع و مصارف قلمداد کرد. تشویق سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس از مصادیق اصلاح الگوی

مصرف است که نیازمند آموزش و فرهنگ‌سازی است. چند سالی است سازمان بورس و اوراق بهادار از طریق ایجاد شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس کار آموزش و فرهنگ‌سازی را شروع کرده است که تالار مجازی معاملات سهام نمونه‌ای از کارهای آموزشی در این حوزه است. از طریق فرهنگ‌سازی و آشنا نمودن مردم با بازار سرمایه و ترسیم افق روشن برای آینده اقتصاد و شرکت‌های بورسی، می‌توان فرصت‌های مصرف منابع را به فرصت‌های سرمایه‌گذاری تبدیل نمود که این امر به نوبه خود سبب کنترل نقدینگی در کشور و سوق دادن منابع به سمت فعالیت‌های سودآور خواهد شد (کاوند و فرهانیان، ۱۳۹۳، ص ۸).

## ۲. پیشینه پژوهش

رحیمیان (۱۳۸۰) در مقاله خود با عنوان «تأملی در شیوه‌های تأمین منابع مالی در واحدهای اقتصادی»، تصمیمات تأمین مالی را شامل تصمیمات مربوط به ساختار مالی، ساختار سرمایه و همچنین تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن می‌داند.

صدیقی (۱۳۸۳) در مقاله خود با عنوان «تأمین مالی اسلامی و مسائل فراروی آن»، بر ارتباط و پیوند میان بخش واقعی اقتصاد با بخش مالی و مقدم بودن اولی (اقتصاد) بر دومی (مالی) تأکید زیادی داشت، در این مقاله به فعالیت‌هایی مانند مرابحه، سلم، استصناع و اجاره که در سال‌های اخیر به وسیله بانک‌های اسلامی مورد استفاده قرار گرفته‌اند، توجه خاصی شده است.

حسینی و داودیان (۱۳۹۰) پژوهشی با عنوان «اولویت‌بندی روش‌های تأمین مالی پروژه‌های پالایشگاهی ایران» و نظری‌پور و همکاران (۱۳۹۱) پژوهشی با عنوان «تأثیر شیوه‌های تأمین مالی بر روی ارزش سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند؛ در هر دو پژوهش عمده معیارهای تأمین مالی عبارت‌اند از: نسبت بدهی به سرمایه، نرخ بهره، مالیات، انعطاف‌پذیری، ریسک، نرخ بازگشت سرمایه، نرخ بازده و کنترل، درآمد و...

میرمعزی (۱۳۹۱) در مقاله خود با عنوان «اقتصاد مقاومتی و ملزومات آن (با تأکید بر دیدگاه مقام معظم رهبری)»، در صدد ارائه تفسیری روشن از اقتصاد مقاومتی است که اولاً مستند به بیانات مقام معظم رهبری باشد؛ ثانیاً مطالبی را که ایشان از سال ۸۸ تاکنون درباره اقتصاد بیان کرده‌اند در قالب نظریه‌ای منسجم توضیح دهد.

کاوند (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «تأمین مالی جمعی»، به سرمایه‌گذاری در پروژه یا سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر توسط مشارکت مالی تعداد زیادی از افراد از طریق اینترنت اشاره می‌کند. و بیان می‌کند که تأمین مالی جمعی توسط سه بازیگر حمایت می‌شود: شروع‌کننده پروژه که ایده آن را پیشنهاد می‌دهد، افراد یا گروه‌هایی که از ایده حمایت می‌کنند؛ و سازمان ناظر (فراهم‌کننده زیرساخت) که طرفین را گرد هم می‌آورد تا ایده را شروع و عملیاتی کنند.

کاوند و فرهادیان (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «تبیین جایگاه بازار سرمایه در سیاست‌های اقتصاد مقاومتی»، ضمن تبیین اقتصاد مقاومتی به نقش مؤثر و مهم بازار سرمایه در تحقق اهداف اقتصاد مقاومتی پرداخته‌اند.

فدایی‌واحد و مایلی (۱۳۹۳) در مقاله خود با عنوان «اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی» عوامل مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی را در ۳ طبقه کلی عوامل مربوط به منبع تأمین مالی‌کننده، شرکت تأمین مالی‌شونده و عوامل کلان اقتصادی و سیاسی دسته‌بندی کردند. نتایج تحقیق حاکی از برتری معیار تأمین مالی شونده نسبت به سایر معیارها می‌باشد و توجه مدیران را به عوامل داخلی شرکت همچون ساختار سرمایه و وضعیت اعتباری در زمان تصمیم‌گیری جلب می‌نماید.

برایلی و کیم<sup>۱</sup> (۱۹۸۴) طی پژوهشی در ارتباط با وجود ساختار مطلوب سرمایه به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی شرکت‌ها پرداختند. در این مطالعه اثر عوامل عمده‌ای چون نوع صنعت و ریسک تجاری را بر ساختار مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش که بر روی ۸۰ شرکت انجام‌گرفته حاکی از این است که نوع صنعت به‌طور مؤثر بر نسبت بدهی شرکت‌ها تأثیر داشته است.

هادوک و جیمز<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) پژوهشی در خصوص نحوه تأمین مالی ۵۰۰ شرکت آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۹۳ انجام دادند. آنها نتیجه‌گیری کردند که انتخاب نوع تأمین مالی شرکت‌ها (بدهی یا سرمایه) اساساً با توجه به ارزش‌گذاری سهام آنها در بازار صورت می‌گیرد. همچنین نتیجه‌گیری کردند که شرکت‌های سودآورتر از بدهی به‌عنوان منبع اصلی تأمین مالی استفاده می‌کنند، یعنی شرکت‌های سودآور، بیشتر استقراض می‌کنند.

کایو و کیمر<sup>۳</sup> (۲۰۱۰) پنج عامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه را تحلیل کردند این عوامل عبارت‌اند از:

۱. فرصت‌های رشد؛
۲. سودآوری؛
۳. فاصله تا ورشکستگی؛
۴. اندازه؛
۵. مشهود بودن.

با توجه به اینکه موضوعات و پژوهش‌های فوق‌الاشعار تا حدودی با موضوع این پایان‌نامه وجه اشتراک دارند، اما نتوانسته‌اند بخوبی به جایگاه تأمین مالی از منظر اقتصاد مقاومتی در بازار سرمایه اسلامی بپردازند و صرفاً به بررسی روش‌های تأمین مالی پرداخته‌اند. در حقیقت نوآوری این پژوهش وزن‌دهی به معیارهای تأمین مالی در حوزه اقتصاد مقاومتی است. در نگاه اول اولویت‌بندی معیارهای تأمین مالی نظیر ریسک و بازدهی ممکن است برای فعالین بازار سرمایه امری مهم تلقی شود، اما مهم‌تر از آن، که خروجی این پژوهش نیز می‌باشد، احصاء دقیق وزن هر یک از این معیارها است که می‌تواند فعالیت تجاری آنان را جهت‌دهی کرده و مبنای خوبی برای پژوهش‌های پیش‌رو باشد.

### ۳. روش پژوهش

پژوهش حاضر در پی پاسخگویی به دو سوال زیر است:



۱- معیارهای مؤثر بر انتخاب روش تأمین مالی با توجه به سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی چیست؟

۲- اولویت‌بندی میزان اهمیت معیارهای انتخاب روش تأمین مالی با توجه به ابلاغیه اقتصاد مقاومتی چگونه است؟

برای پاسخگویی به این سوال‌ها در پژوهش حاضر از روش‌های پژوهشی گوناگونی استفاده شده است.

روش انجام این تحقیق بر پایه تلفیقی از مطالعات کتابخانه‌ای و رویکرد آماری MADM می‌باشد. در واقع در این تحقیق با استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای، شناسایی و دسته‌بندی معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی انجام گرفت. در مرحله بعد برای اطمینان نسبت به نتایج به دست آمده به کمک مصاحبه با خبرگان و اساتید و مدیران آشنا به بازار سرمایه ایران و بررسی منابع کتابخانه‌ای و اسناد و مدارک در حوزه بازار سرمایه، تمامی موارد مؤثر در سطوح مختلف شناسایی شده و نسبت به طبقه‌بندی انجام شده تأییدیه گرفته شد، برای این منظور ۱۱ تن از اساتید مالی انتخاب گردید و از آنها مصاحبه باز صورت گرفت. سپس در گام بعدی پرسشنامه‌های مبتنی بر عوامل به دست آمده تهیه می‌گردد و دوباره در اختیار خبرگان قرار می‌گیرد تا امتیازدهی نسبت به عوامل مستخرج صورت پذیرد. در گام آخر با استفاده از روش تاپسیس، عوامل به ترتیب اهمیت و تأثیر از دید خبرگان اولویت‌بندی می‌شوند.

در روش تاپسیس علاوه بر در نظر گرفتن فاصله یک نقطه  $A_i$  از نقطه ایده‌آل، فاصله آن از نقطه ایده‌آل منفی هم در نظر گرفته می‌شود. بدان معنی که گزینه انتخابی باید دارای کمترین فاصله از راه‌حل ایده‌آل بوده و درعین حال دارای دورترین فاصله از راه‌حل ایده‌آل منفی باشد.

مراحل روش Topsis به شرح زیر است:

گام اول: تبدیل ماتریس تصمیم به یک ماتریس بی‌مقیاس شده با استفاده از نرم اقلیدسی که رابطه آن به شرح زیر است:

$$n_{ij} = \frac{r_{ij}}{\sqrt{\sum_{i=1}^m r_{ij}^2}} \quad \text{رابطه (۱):}$$

گام دوم: ایجاد ماتریس بی مقیاس وزین با مفروض بودن بردار  $W$  به عنوان ورودی به الگوریتم، یعنی:

$$W = \{w_1, w_2, \dots, w_n\} \approx \text{(مفروض از تصمیم گیرنده)} \quad \text{رابطه (۲):}$$

$$V = N_D \cdot W_{n \times n} = \begin{pmatrix} v_{11} & \dots & v_{1j} & \dots & v_{1n} \\ \vdots & & \vdots & & \vdots \\ v_{m1} & \dots & v_{mj} & \dots & v_{mn} \end{pmatrix} \quad \text{رابطه (۳):}$$

به طوریکه  $N_D$  ماتریسی است که امتیازات شاخص‌ها در آن بی مقیاس و قابل مقایسه شده است و  $W_{m \times n}$  ماتریسی است قطری که فقط عناصر قطر اصلی آن غیر صفر خواهد بود.

گام سوم: مشخص نمودن راه حل ایده آل مثبت و راه حل ایده آل منفی.

رابطه (۴):

$$A^+ = (v^+_1, v^+_2, \dots, v^+_j, \dots, v^+_n) \mid v^+_j \\ = \{ \max_i v_{ij} \mid j \in j^+ ; \min_i v_{ij} \mid j \in j^- \} \quad \text{رابطه (۵):}$$

$$A^- = (v^-_1, v^-_2, \dots, v^-_j, \dots, v^-_n) \mid v^-_j \\ = \{ \min_i v_{ij} \mid j \in j^+ ; \max_i v_{ij} \mid j \in j^- \}$$

گام چهارم: محاسبه فاصله نسبی از  $A^+$  و  $A^-$ ، در این مرحله فاصله اقلیدسی هر یک از گزینه‌ها از راه حل ایده آل مثبت ( $d_i^+$ ) و فاصله اقلیدسی هر یک از گزینه‌ها از راه حل ایده آل منفی ( $d_i^-$ ) محاسبه می‌شود. رابطه زیر فرمول محاسبه این فاصله را بیان می‌کند.

$$d^+_i = \left[ \left( \sum_{j=1}^n (v_{ij} - v^+_j)^2 \right) \right]^{\frac{1}{2}} ; \text{ به ازای همه } i \text{ ها} \quad \text{رابطه (۶):}$$

$$d^-_i = \left[ \left( \sum_{j=1}^n (v_{ij} - v^-_j)^2 \right) \right]^{\frac{1}{2}} ; \text{ به ازای همه } i \text{ ها} \quad \text{رابطه (۷):}$$

گام پنجم: محاسبه شاخص نزدیکی نسبی ( $C_i^+$ )

$$0 \leq C_i^+ = \frac{d_i^-}{d_i^+ + d_i^-} \leq 1 \quad \text{رابطه (۸):}$$

گام ششم: رتبه‌بندی گزینه‌ها براساس بزرگی شاخص نزدیکی نسبی (آذر و رجب‌زاده، ۱۳۸۷).

#### ۴. یافته‌های پژوهش

شیوه‌های تأمین مالی زمانی می‌توانند در بازار سرمایه نقش آفرین بوده و برای خود جای باز کنند که برای ناشران ابزارهای مالی و خریداران آنها قابل توجه باشند، مهمترین اصول و معیارهای مرتبط با ابزارهای مالی به شرح زیر می‌باشند:

#### ۴-۱. مبانی اقتصاد خرد ابزارهای مالی

##### ۴-۱-۱. تطابق باهدف‌ها و انگیزه‌های ناشران و خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد استقبال و تقاضای مشتریان قرار می‌گیرند که افزون بر تحقق اغراض ناشران (تأمین مالی طرح یا پروژه اقتصادی)، باهدف‌ها و انگیزه‌های متقاضیان نیز تطابق داشته باشد، برای این منظور باید هدف‌ها و انگیزه‌های صاحبان وجوه مازاد (خریداران ابزارهای مالی) در جامعه اسلامی را شناسایی کرد، مطالعه متون دینی و سفارش‌های اولیای دین و رفتارهای اقتصادی مسلمانان نشان می‌دهد که دو نوع هدف و انگیزه برای مسلمانان وجود دارد.

الف) هدف‌ها و انگیزه‌های خیرخواهانه و اخروی: یکی از ویژگی‌های دین اسلام آن است که دنیا و آخرت، لذت‌های مادی و معنوی را به هم پیوند زده است. براساس تعالیم اسلام، یک فرد مسلمان همان‌گونه که از کار برای دنیا و کسب منافع مادی لذت می‌برد، از تلاش و کوشش برای آخرت و رسیدن به کمالات معنوی و انسانی نیز لذت می‌برد، خداوند متعال با زیباترین بیان‌ها انسان‌ها را به هدف‌های خیرخواهانه ترغیب می‌کند و می‌فرماید: «مثل کسانی که اموال خود را در راه خدا انفاق می‌کنند همانند دانه‌ای است که هفت خوشه برویاند که در هر خوشه‌ای صد دانه باشد؛ و خداوند برای هر کس که بخواهد چند برابر می‌کند و خداوند گشایشگر داناست.»

ب) کسب سود مادی: دومین هدفی که از متون دینی و سیره عملی اولیای دین برای مسلمانان ثابت می‌شود، کسب سود و درآمد از طریق به کارگیری سرمایه‌های مالی است. دین اسلام اگرچه در هدف‌ها، انگیزه‌ها، راهکارها و اخلاق کسب سود، تعالیم زیادی دارد، لکن اصل کسب سود را نه تنها امر جایز بلکه امر پسندیده می‌شمارد و آیات و روایات فراوانی بر این نکته تأکید دارند. بر این اساس می‌توان بیان داشت که دو مورد یاد شده می‌توانند به مثابه سنگ آسیابی برای جهت‌دهی نگرش مردم به سمت مؤلفه‌های مصداقی اقتصاد مقاومتی چون سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اسلامی باشند. از آنجایی که مخاطبین ما در بازار مزبور، مسلمانان معتقد به مبانی مذکور هستند، تبیین این دو مقوله و تأکید بر آنها در روند سرمایه‌گذاری، می‌تواند میزان مقبولیت گفتمان اقتصاد مقاومتی را تحکیم بخشد.

#### ۴-۲. تطابق با روحیات و سلیقه‌های ناشران و خریداران ابزارهای مالی

ابزارهای مالی زمانی مورد توجه خریداران مسلمان قرار می‌گیرد که افزون بر هدف‌ها و انگیزه‌های ناشران، با روحیات و سلیقه‌های مشتریان ابزارهای مالی نیز تطابق داشته باشد. به طور معمول صاحبان وجوه مازاد که به هدف کسب سود وارد بازارهای مالی می‌شوند، از منظر روحیه و سلیقه به سه گروه تقسیم می‌شوند:

- گروه اول افراد کاملاً ریسک‌گریز هستند و در مقام خرید سراغ ابزارهای مالی می‌روند که کمترین مخاطره و ریسک را داشته باشد؛
- گروه دوم افراد کاملاً ریسک‌پذیر هستند و حاضرند برای رسیدن به سود انتظاری بالاتر، درجاتی از ریسک و مخاطره را بپذیرند؛
- گروه سوم افراد متعارف و معمولی هستند که تغییرات سود و مخاطره را تا حدودی می‌پذیرند.

در آموزه‌های اسلام به طور مستقیم به این موضوع پرداخته نشده است اما بررسی معاملات که از نظر اسلام مجاز شمرده شده‌اند، نشان می‌دهد دین اسلام سه گروه از معاملات را اجازه داده که تطابق کامل با روحیات سه‌گانه مشتریان دارد. گروه نخست از معاملات اسلامی، گروه معاملات با سود معین است؛ مانند بیع نقد، بیع نسبه، بیع

دین، اجاره، اجاره به شرط تملیک و برخی از انواع صلح. گروه دوم معاملاتی چون بیع سلف، جعاله و برخی انواع صلح است که افزون بر مخاطره اصل وصول دین، با مخاطره تغییر قیمت‌های نسبی و سطح عمومی قیمت‌ها مواجه است و گروه سوم معاملات مشارکتی است؛ مانند مشارکت مدنی، مشارکت حقوقی، مضاربه، مزارعه، مساقات و برخی از انواع صلح. در این معاملات دارنده وجوه به عنوان شریک یا صاحب سرمایه وارد فعالیت اقتصادی می‌شود و انواع مخاطرات ناشی از تغییرات کل اقتصاد و مخاطرات مدیریتی و اخلاقی بنگاه را پذیرا می‌شود، این معاملات در اقتصاد بالاترین ریسک را دارند (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۳۲۷-۳۳۰).

#### ۴-۱-۳. نقدشوندگی

یکی از عوامل مؤثر در شکل‌گیری و گسترش ابزارهای مالی، خاصیت نقدشوندگی سریع ابزارهای مالی است، کسی که روی سرمایه فیزیکی به صورت مستقیم سرمایه‌گذاری می‌کند، به آسانی نمی‌تواند دارایی خود را به پول نقد تبدیل کند در حالیکه خریدار ابزارهای مالی به آسانی می‌تواند با مراجعه به بازار بورس اوراق بهادار، دارایی خود را با کمترین هزینه با سرعت مناسب و به قیمت بازار به پول نقد تبدیل کند؛ بنابراین ابزارهای مالی باید به گونه‌ای طراحی شوند که اولاً خودشان قابلیت نقل و انتقال داشته باشند و ثانیاً بازار ثانوی برای آنها شکل بگیرد.

#### ۴-۱-۴. کارایی

تجربه بازارهای مالی نشان می‌دهد از میان دهها ابزار مالی که با گذشت زمان ابداع شده و در بازارهای مالی خرید و فروش می‌شوند و گاهی در هفته‌ها و ماه‌های نخست در سایه تبلیغات، موفقیت‌هایی را نیز کسب می‌کنند، تنها آن گروه تثبیت می‌شوند که از کارایی لازم برخوردار باشند. مقصود از کارایی در بازارهای مالی، برتری نسبی برخی از ابزارهای مالی نسبت به ابزارهای مالی مشابه در تحقق هدف‌ها و انگیزه‌های مشتریان و تأمین سلیقه‌های آنان است، بر این اساس که طراحان ابزارهای مالی جدید جوانب مختلف ابزار را به دقت مطالعه می‌کنند و درنهایت آن را به گونه‌ای پیشنهاد می‌کنند که

در آغاز کار برای مشتری انتظار بهتری شکل گیرد و در تجربه نیز نسبت به ابزارهای مشابه یک گام جلوتر باشد (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۳۳۱-۳۳۴).

#### ۲-۴. مبانی اقتصاد کلان ابزارهای مالی

##### ۲-۴-۱. همسویی با رشد اقتصادی

یکی از هدف‌های نظام‌های اقتصادی از جمله نظام اقتصادی اسلام، رسیدن به رشد اقتصادی مناسب است، دین اسلام اگرچه برای رشد اقتصادی، تعریف، اصول، ضوابط و راهکارهای خاص خود را دارد لکن اصل مطلوب بودن رشد اقتصادی جزو آموزه‌های اقتصادی اسلام است.

بر این اساس یکی از مسئولیت‌های سنگین مسئولین اقتصادی نظام اسلامی و سیاست‌گذاران، مراقبت از همسویی ابزارهای تأمین مالی با رشد مستمر اقتصادی است.

##### ۲-۴-۲. همسویی با عدالت اقتصادی

بدون تردید یکی از آموزه‌هایی که دین اسلام بر آن تأکید دارد، عدالت است. چیزی که مهم است تعریف کاربردی عدالت اجتماعی به‌ویژه عدالت اقتصادی آن هم در بازارهای مالی است. بر این اساس بازارهای مالی و ابزارهای مالی باید از ابعاد مختلف حقوقی و اقتصادی به‌گونه‌ای طراحی شوند که صاحبان وجوه مازاد (سرمایه‌گذاران مالی) به ارزش افزوده حاصل از به کارگیری سرمایه خود برسند. اقتصاد مقاومتی به عنوان روشی از اقتصاد اسلامی باید متضمن افزایش رفاه و عدالت اجتماعی، مطابق بر الزامات مطرح شده در اقتصاد اسلامی باشد. خود چنین نمودی موجب می‌گردد تا ویرین اقتصاد اسلامی با رشد و پیشرفت همگون گشته و سرمایه‌گذاران جامعه اسلامی در مسیر سرمایه‌گذاری خود علاوه بر اطمینان خاطر از آورده‌های مالی مطابقت مبانی بینشی آنها، توسعه درآمدی خود را محتمل‌تر بدانند. این نتیجه را می‌توان در راستای تحقق بند چهارم به شمار آورد.

##### ۲-۴-۳. قابلیت برای سیاست مالی

دولت‌ها و مؤسسات وابسته به دولت چون شهرداری‌ها گاهی با کسری بودجه برای تأمین مالی پروژه‌های عمرانی مواجه می‌شوند. برای حل مشکل، راهکارهای متعددی

چون استقراض از بانک مرکزی، استقراض خارجی و انتشار اوراق بهادار را می‌توانند انتخاب کنند، استقراض از بانک مرکزی موجب افزایش حجم پول در جامعه شده، نرخ تورم را افزایش می‌دهد، استقراض خارجی افزون‌بر خروج ارز و سرمایه از کشور در بلندمدت، انواع وابستگی‌های سیاسی و اقتصادی به همراه دارد، سالم‌ترین راه، استفاده از سرمایه‌های خود مردم، از طریق انتشار و فروش اوراق بهادار است، بنابراین یکی از معیارهایی که بایستی طراحان ابزارهای مالی در نظر بگیرند، قابلیت ابزار برای سیاست مالی است.

#### ۴-۲-۴. قابلیت برای سیاست پولی

یکی از مسئولیت‌های مهم بانک مرکزی هر کشوری، کنترل و هدایت متغیرهای اساسی اقتصاد کلان از طرق اجرای سیاست‌های پولی است. بانک مرکزی هر زمان که بخواهد سیاست انقباض پولی اجرا کند، با فروش اوراق قرضه به بانک‌های تجاری و مردم، نقدینگی را کاهش می‌دهد و هر زمان که بخواهد سیاست انبساط پولی داشته باشد، با خرید اوراق قرضه از بانک‌های تجاری و مردم، حجم پول جامعه را افزایش می‌دهد. در حقیقت قابلیت ابزارهای مالی برای سیاست‌های پولی و مالی، همسو با اصلاح نظام مالی کشور در بند اقتصاد مقاومتی در نظر گرفته شده است (موسویان، ۱۳۹۱، صص ۳۳۴-۳۴۱).

حسینی و داودیان (۱۳۹۰)، عوامل مؤثر بر تصمیم تأمین مالی را فقط در یک یا دو حوزه و عمدتاً شاخص‌های مالی و ریسک شناسایی کرده‌اند. عمده این معیارها عبارت‌اند از:

- ✓ هزینه تأمین مالی یا هزینه انتشار؛
- ✓ انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاران؛
- ✓ انعطاف‌پذیری؛
- ✓ مدیریت ریسک؛
- ✓ توجه‌پذیری تأمین مالی.

ندری (۱۳۸۶)، معیارها برای انتخاب روش تأمین مالی از منابع بیرونی را به صورت ذیل آورده است:

- ✓ هزینه انتشار؛
- ✓ ترکیب تأمین مالی؛
- ✓ کنترل شرکت؛
- ✓ پیچیدگی ابزار؛
- ✓ وضعیت کنونی بازار سهام.

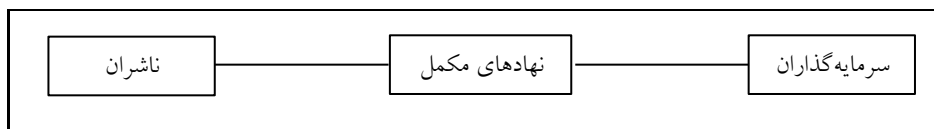
همچنین در تصمیم‌گیری‌های مربوط به انتخاب منبع تأمین مالی عوامل ذیل می‌توانند مورد توجه قرار گیرند:

۱. هزینه تأمین مالی: به طور کلی کوشش می‌شود که هزینه تأمین مالی را به حداقل ممکن برسانند.
۲. قابلیت انعطاف: برخی از منابع تأمین مالی از لحاظ افزایش یا کاهش مبالغ استقراض، انعطاف‌پذیری بیشتری را برای شرکت در به دست آوردن منابع مالی دیگر ایجاد می‌کند.
۳. محدودیت‌ها: برخی از اعتباردهندگان در مواقع اعطای اعتبار محدودیت‌های بیشتری را به شرکت تحمیل می‌کنند. این محدودیت‌ها می‌تواند به صورت محدود کردن سود سهام پرداختی، حقوق و پاداش مدیریت و یا مخارج سرمایه‌ای باشد.
۴. ریسک و بازدهی: دو عامل مهم در تصمیم‌گیری‌های مالی، ارتباط تنگاتنگ ریسک و بازدهی تأمین مالی می‌باشد.
۵. کنترل: کنترل یک شرکت همواره مورد علاقه صاحبان سهام آن بوده است. اگر در یک شرکتی تعداد اندکی از صاحبان سهام، کنترل بخش عمده‌ای از آن را در اختیار داشته باشند، انتخاب روش خاص تأمین مالی را تحت تأثیر قرار خواهند داد.
۶. ابزارهای تأمین مالی باید منطبق با موازین شرعی و قانونی باشند.



۷. افق زمانی سرمایه‌گذاری: از موقعی که بازار اوراق بهادار دچار تغییر و نوسان شده است زمانبندی تأمین مالی دارای اهمیت خاصی می‌باشد (دهقانی فیروزآبادی، ۱۳۸۳، صص ۲۰-۲۲).

معیارهای تأمین مالی را با توجه به بازار سرمایه اینگونه تقسیم‌بندی می‌کنیم «از منظر شرایط کلان اقتصادی (سیاست‌گذاری)، از منظر شرکت تأمین مالی شونده، از منظر شرکت تأمین مالی کننده و از منظر نهادهای مکمل» (فدایی واحد و مایلی، ۱۳۹۳، صص ۱۴۱-۱۵۹).



#### نمودار (۱): نهاد ناظر

منبع: یافته‌های تحقیق

برای حصول اطمینان نسبت به این نوع طبقه‌بندی و صحت نتایج آن، از نظرات ۱۱ تن از اساتید و نخبگان مالی و اقتصادی در حوزه بازار سرمایه استفاده شده که این نخبگان همگی از مدیران و متخصصان بازار سرمایه محسوب می‌شوند. در جدول (۱) خلاصه نظرات جمع‌آوری شده است.

#### جدول (۱): خلاصه نظرات خبرگان

ردیف	خلاصه نظرات
۱	مهم‌ترین معیارهای تأمین مالی در بازار سرمایه اسلامی، توجه به ریسک و توجه به بازدهی است. البته ابزارهای تأمین مالی نیز باید مناسب در نظر گرفته شوند؛ ابزارهای مالی باید نقدشوندگی لازم را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند.
۲	می‌توان معیارهای تأمین مالی در بازار سرمایه اسلامی را در چهار طبقه تقسیم‌بندی نمود؛ از منظر تأمین مالی کننده (سرمایه‌گذاران)، از منظر نهادهای مکمل / واسطه، از منظر تأمین مالی شونده (ناشران) و از منظر شرایط کلان اقتصادی. در حقیقت تأمین مالی مطلوب،

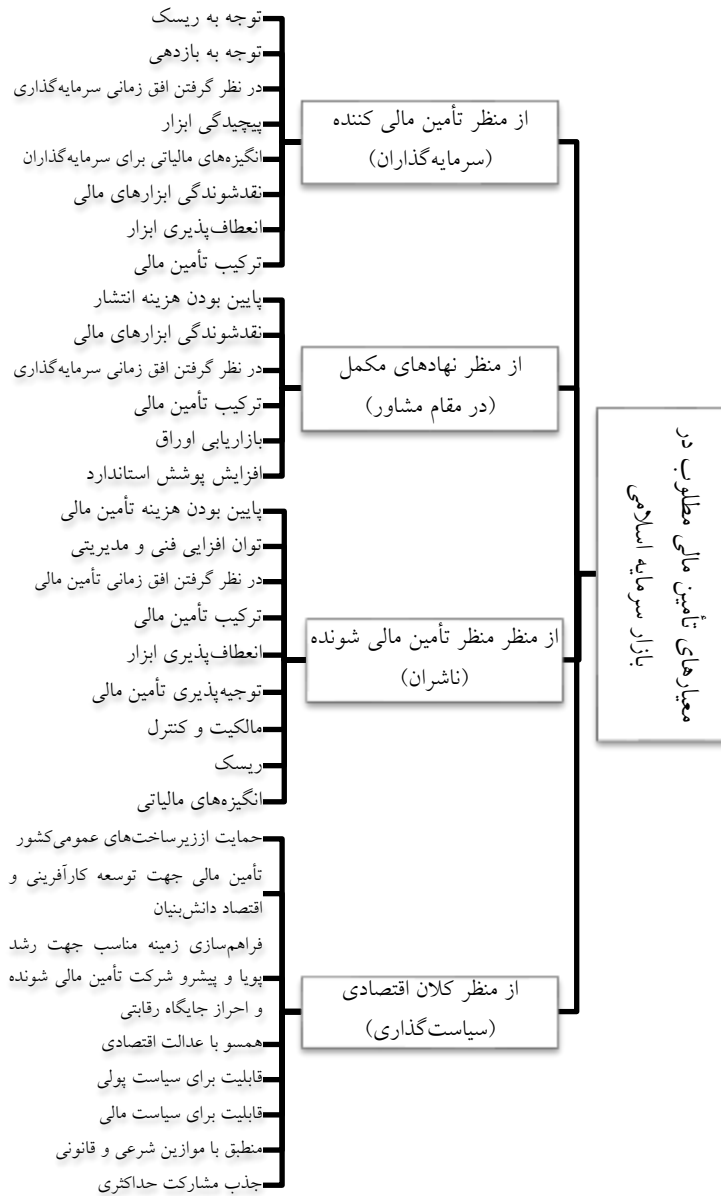
ردیف	خلاصه نظرات
	تأمین مالی است که هدف‌های این دسته‌ها را برآورده کند به عبارتی متناسب با اهداف و انگیزه‌های آنها باشد.
۳	انگیزه‌های مالیاتی، در نظر گرفتن افق زمانی سرمایه‌گذاری، توجه به ریسک و بازدهی می‌تواند متناسب با اهداف و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شود؛ همچنین پایین بودن هزینه انتشار اوراق برای نهادهای مکمل از اهمیت زیادی برخوردار است. لازم به ذکر است که ابزارهای تأمین مالی باید منطبق با موازین شرعی و قانونی در نظر گرفته شوند.
۴	باید معیارهای تأمین مالی مطلوب را از چهار حوزه مربوط به تأمین مالی کننده، تأمین مالی شونده، نهادهای واسط و شرایط کلان اقتصادی بررسی کرد. در مرحله بعد معیارهای هر دسته را ذیل آن قرارداد. به عنوان مثال پیچیدگی ابزارهای مالی برای سرمایه‌گذاران مهم تلقی می‌شود. به عبارتی ابزارهای مالی باید ساده طراحی شوند که جذب حداکثری سرمایه‌گذاران به وقوع بپیوندد.
۵	می‌توان معیارهای تأمین مالی را از منظر کلان اقتصادی، از منظر شرکت تأمین مالی شونده، شرکت تأمین مالی کننده و نهادهای واسط بررسی کرد. برای ناشران، ترکیب تأمین مالی و نیز توجه‌پذیری تأمین مالی بسیار مهم است. همچنین نهادهای واسط/مکمل، باید متناسب با علایق تأمین مالی کنندگان و تأمین مالی شونده‌گان پیش بروند؛ همچنین بازاریابی اوراق وظیفه اصلی برای نهادهای واسط است.
۶	با توجه به بند ۲۴ اقتصاد مقاومتی، افزایش پوشش استاندارد باید جزء معیارهای تأمین مالی در نظر گرفته شود. البته تأمین مالی مطلوب، به تأمین مالی گفته می‌شود که سرمایه‌گذاران آن سواد مالی لازم را داشته باشند؛ چرا که در غیر این صورت منجر به نوسان‌های بی‌مورد در بازار سرمایه شده و هرج‌ومرج ایجاد می‌شود. ریسک و بازدهی نیز مهم‌ترین رکن تأمین مالی است که باید به آن توجه شود.
۷	عموماً تأمین مالی که می‌خواهد شکل بگیرد؛ به صورت ساده تأمین مالی کننده (سرمایه‌گذاران) و تأمین مالی شونده (ناشران) در آن نقش اصلی را ایفا می‌کنند؛ اما برای اینکه این تأمین مالی مطلوب شود باید ذی‌نفعان دیگر نیز همچون نهادهای واسط و نهاد

ردیف	خلاصه نظرات
	ناظر به اهداف خود برسند. به عبارت دیگر تأمین مالی مطلوب به تأمین مالی گفته می‌شود که متناسب با اهداف و انگیزه‌های همه عوامل باشد.
۸	تأمین مالی مطلوب باید در جهت تقویت تولید ملی و جهاد اقتصادی پیش برود. در این صورت است که کشور ضدضربه شده و در برابر تحریم‌ها بی‌اثر می‌شود. به عنوان مثال می‌توان گفت تأمین مالی مطلوب است که درصدد جذب حداکثری آحاد جامعه برآید. می‌توان تأمین مالی را از دید تأمین مالی کننده، ناشران و نهادهای واسط و نهاد ناظر مورد بررسی قرار داد.
۹	مهم‌ترین گزینه در تأمین مالی توجه به ریسک و بازدهی است. تأمین مالی مطلوب باید در جهت توسعه کارآفرینی و اقتصاد دانش‌بنیان باشد.
۱۰	ابتدا باید مطلوبیت را تعریف کرد، منظور از مطلوبیت همان بهینگی (تولید نهایی سرمایه) است. باید ذی‌نفعان بازار سرمایه مشخص شوند؛ تأمین مالی کننده، تأمین مالی شونده، نهادهای واسط.
۱۱	معیارهای تأمین مالی باید بتواند اقتصاد ایران را از درون و بیرون مقاوم سازد. با توجه به بند دوم اقتصاد مقاومتی یعنی اقتصاد دانش‌بنیان، باید تأمین مالی بتواند شرکت تأمین مالی شونده را در جهت توان‌افزایی فنی و مدیریتی قرار دهد، در این صورت است که اقتصاد کشور آسیب‌ناپذیر شده و ضدضربه عمل می‌کند.

منبع: یافته‌های تحقیق

رویکرد اقتصاد مقاومتی را می‌توان در شاخص‌های احصاء شده در بالا به وضوح شاهد بود برای مثال مورد توان‌افزایی فنی و مدیریتی شرکت تأمین مالی شونده، عصبایی است برای مصداق‌سازی بند دوم سیاست‌های اقتصاد مقاومتی در راستای تحقق هرچه بیشتر و بهتر اقتصاد دانش‌بنیان.

با توجه به معیارهای احصاء شده و همچنین نظرات خبرگان می‌توان معیارهای تأمین مالی مطلوب در بازار سرمایه اسلامی از منظر اقتصاد مقاومتی را طبق نمودار (۲) خلاصه کرد.



نمودار (۲): معیارهای احصاء شده

منبع: یافته های تحقیق

### ۵. اولویت‌بندی معیارهای احصاء شده

اولویت‌بندی معیارهای تأمین مالی نیز باید از منظر خبرگان انجام گیرد. بدین منظور پرسشنامه‌ای برای سنجش اهم و مهم بودن عوامل طراحی گردید و بین خبرگان توزیع شد. در پرسشنامه مذکور، برای سنجش از طیف لیکرت استفاده گردید چرا که اطلاعات خروجی این طیف قابل استفاده در تکنیک‌های زیادی از فنون نرم آماری است. خبرگانی که پرسشنامه‌ها را تکمیل نمودند همگی از تحصیلات عالیه در رشته مالی برخوردار بوده و آشنایی کاملی با بازار سرمایه اسلامی داشتند.

پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌های تکمیل شده ابتدا پاسخ‌های خبرگان با طیف لیکرت کمی‌سازی شد سپس عوامل به عنوان سطرهای (گزینه‌های) ماتریس و هر کدام از خبرگان به عنوان ستون (شاخص‌های) ماتریس در نظر گرفته شدند. سپس راه‌حل‌های ایده‌آل مثبت و منفی استخراج گردید که در قالب جدول (۲) نشان داده شده است:

جدول (۲): راه‌حل‌های ایده‌آل مثبت و منفی

$V^+ = \max V_{ij}$ ایده‌آل مثبت	$V^- = \min V_{ij}$ ایده‌آل منفی
0.243227	0.097291
0.179605	0.179605
0.2533	0.05066
0.197493	0.138245
0.224056	0.134433
0.198855	0.119313
0.214967	0.150477
0.21745	0.04349
0.231002	0.0462
0.198968	0.119381
0.207168	0.082867
0.220006	0.088002
0.213547	0.106774
0.214492	0.085797
0.239914	0.143948
0.220295	0.088118
0.238733	0.14324

$V^+ = \max V_{ij}$ ایده آل مثبت	$V^- = \min V_{ij}$ ایده آل منفی
0.194074	0.116445
0.195409	0.136786
0.226921	0.090769
0.192987	0.115792
0.235506	0.094202
0.19328	0.115968
0.243758	0.097503
0.207883	0.12473
0.196761	0.118056
0.217033	0.086813
0.214719	0.085888
0.244412	0.097765
0.289555	0.115822
0.225762	0.090305
0.223224	0.133934
0.206071	0.082428
0.237667	0.047533
0.233	0.1165
0.196555	0.098277
0.222725	0.044545
0.238977	0.047795
0.213056	0.063917
0.220295	0.132177
0.214373	0.128624
0.216697	0.130018
0.256326	0.102531
0.239388	0.095755
0.202403	0.121442
0.217682	0.087073
0.200326	0.080131
0.208964	0.139309
0.232244	0.139347
0.217464	0.130478
0.196229	0.117738
0.204422	0.081769
0.204771	0.081908
0.227121	0.136273

$V^+ = \max V_{ij}$ ایده‌آل مثبت	$V^- = \min V_{ij}$ ایده‌آل منفی
0.241784	0.048357
0.238191	0.047638
0.211477	0.126886
0.216381	0.144254
0.214012	0.085605
0.232208	0.116104
0.231807	0.139084
0.231435	0.115717
0.212143	0.127286
0.241896	0.096759
0.220594	0.088238
0.205952	0.123571
0.219581	0.131749
0.217553	0.130532
0.217033	0.108516
0.238433	0.095373

منبع: یافته‌های تحقیق

پس از آنکه راه‌حل‌های مثبت و منفی استخراج گردید، اندازه فاصله‌ها برحسب نرم اقلیدسی به ازاء راه‌حل مثبت و منفی بدست می‌آید. پس از محاسبه اندازه فاصله‌ها از راه‌حل‌های ایده‌آل مثبت و منفی، نزدیکی نسبی گزینه‌ها به راه‌حل ایده‌آل محاسبه می‌گردد تا به کمک آن بتوان گزینه‌ها را رتبه‌بندی نمود. نزدیکی نسبی محاسبه شده برای تحقیق در ستون سوم جدول (۳) نشان داده شده است:

جدول (۳): نزدیکی نسبی محاسبه شده

$C_i$ نزدیکی نسبی	$D^- = \sqrt{(V_{ij} - V^-)^2}$ اندازه فاصله تا بدترین راه‌حل	$D^+ = \sqrt{(V_{ij} - V^+)^2}$ اندازه فاصله تا بهترین راه‌حل
0.775011	0.88219	0.256102838
0.765766	0.890733	0.272459551
0.639967	0.753521	0.423916613
0.528461	0.601752	0.536934999
0.543177	0.634196	0.533372629
0.677696	0.775374	0.368759032

Ci نزدیکی نسبی	$D^- = \sqrt{(V_{ij} - V^-)^2}$ اندازه فاصله تا بدترین راه حل	$D^+ = \sqrt{(V_{ij} - V^+)^2}$ اندازه فاصله تا بهترین راه حل
0.539383	0.594468	0.507658793
0.499117	0.585932	0.588005639
0.633142	0.685222	0.397033703
0.705013	0.765047	0.320106312
0.511587	0.609796	0.582173876
0.540411	0.606095	0.515450843
0.632227	0.694218	0.403834091
0.547137	0.621723	0.51459703
0.70069	0.780235	0.333287886
0.504786	0.570734	0.559911673
0.58208	0.686789	0.493098753
0.588411	0.67059	0.46907371
0.56434	0.656012	0.506429182
0.719497	0.864901	0.337189743
0.517477	0.61618	0.574558522
0.512216	0.617556	0.588098474
0.576569	0.691313	0.507699679
0.575814	0.708768	0.522128651
0.577201	0.713226	0.522437247
0.597176	0.665838	0.449140494
0.649332	0.735534	0.397220389
0.641838	0.756167	0.421960516
0.522564	0.640179	0.584894948
0.534578	0.672437	0.585446941
0.644631	0.707099	0.389806767

منبع: یافته‌های تحقیق

حال براساس جدول (۳)، می‌توان عوامل را رتبه‌بندی نمود. بنابراین مقادیر نزدیکی نسبی بدست آمده را از بزرگ به کوچک مرتب می‌کنیم.



جدول (۴): رتبه‌بندی عوامل براساس روش تاپسیس

رتبه	رتبه‌بندی عوامل براساس متد Topsis	نمرات
۱	توجه به ریسک از منظر تأمین مالی کننده	۰.۷۷۵۰۱۱
۲	توجه به بازدهی از منظر تأمین مالی کننده	۰.۷۶۵۶۶۸
۳	توجه‌پذیری تأمین مالی از منظر ناشران	۰.۷۱۹۴۲۶
۴	نقدشوندگی ابزارهای مالی از منظر نهادهای مکمل	۰.۷۰۵۰۰۶
۵	پایین بودن هزینه تأمین مالی برای ناشران	۰.۷۰۰۷۰۸
۶	نقد شوندگی ابزارهای مالی از منظر سرمایه‌گذاران	۰.۶۷۷۷۱۵
۷	همسو با عدالت اقتصادی	۰.۶۴۹۳۳۵
۸	جذب مشارکت حداکثری مردم	۰.۶۴۴۶۰۶
۹	قابلیت ابزارهای مالی برای سیاست پولی	۰.۶۴۱۸۴۱
۱۰	در نظر گرفتن افق زمانی سرمایه‌گذاری از منظر تأمین مالی کننده	۰.۶۳۹۹۷
۱۱	پایین بودن هزینه انتشار برای نهادهای مکمل	۰.۶۳۳۱۴۲
۱۲	بازاریابی اوراق از منظر نهادهای مکمل	۰.۶۳۲۲۲۷
۱۳	فراهم‌سازی زمینه مناسب برای رشد پویا و پیشرو شرکت تأمین مالی شونده	۰.۵۹۷۱۸۶
۱۴	ترکیب تأمین مالی از منظر ناشران	۰.۵۸۸۳۹۷
۱۵	در نظر گرفتن افق زمانی تأمین مالی از منظر ناشران	۰.۵۸۲۰۹۱
۱۶	تأمین مالی در جهت توسعه کارآفرینی و اقتصاد دانش بنیان	۰.۵۷۷۲۴۶
۱۷	انگیزه‌های مالیاتی از منظر ناشران	۰.۵۷۶۵۸
۱۸	حمایت از زیرساخت‌های عمومی کشور	۰.۵۷۵۸۲۵
۱۹	انعطاف‌پذیری ابزار از منظر ناشران	۰.۵۶۴۳۰۶
۲۰	افزایش پوشش استاندارد از منظر نهادهای مکمل	۰.۵۴۷۱۵۴
۲۱	انگیزه‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاران	۰.۵۴۳۱۴۷
۲۲	ترکیب تأمین مالی از منظر نهادهای مکمل	۰.۵۴۰۳۷۹
۲۳	انعطاف‌پذیری ابزار از منظر سرمایه‌گذاران	۰.۵۳۹۳۷۷
۲۴	منطبق بودن ابزارهای تأمین مالی با موازین شرعی و قانونی	۰.۵۳۴۶۲۹
۲۵	پیچیدگی ابزار از منظر تأمین مالی کننده	۰.۵۲۸۴۳۲

نمرات	رتبه‌بندی عوامل براساس متد Topsis	رتبه
۰.۵۲۲۵۴	قابلیت ابزارهای تأمین مالی برای سیاست مالی کشور	۲۶
۰.۵۱۷۴۰۶	مالکیت و کنترل از منظر ناشران	۲۷
۰.۵۲۱۱۴۹	ریسک از منظر ناشران	۲۸
۰.۵۱۱۵۶۳	در نظر گرفتن افق زمانی سرمایه‌گذاری از منظر نهادهای مکمل	۲۹
۰.۵۰۴۸۰۹	توان افزایشی فنی و مدیریتی برای شرکت تأمین مالی شونده	۳۰
۰.۴۹۹۱۳۹	ترکیب تأمین مالی از منظر سرمایه‌گذاران	۳۱

منبع: یافته‌های تحقیق

### جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در قسمت قبل، معیارها به ترتیب اهمیت رتبه‌بندی شد. حال می‌توان میزان اهمیت هر معیار را در هر طبقه نیز محاسبه کرد که به صورت جدول (۵) نشان داده شده است.

#### جدول (۵): اولویت‌بندی کردن معیارها در هر طبقه از حیث میزان اهمیت

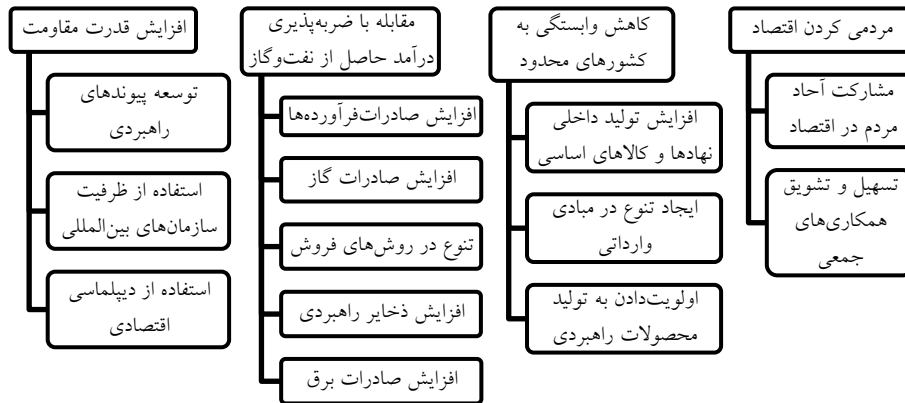
از منظر کلان اقتصادی	از منظر تأمین مالی شونده (ناشران)	از منظر نهادهای مکمل	از منظر تأمین مالی کنندگان (سرمایه‌گذاران)
همسویی ابزارهای تأمین مالی با عدالت اقتصادی	توجه‌پذیری تأمین مالی	نقد شونده‌گی ابزارهای تأمین مالی	توجه به ریسک
جذب مشارکت حداکثری مردم	پایین بودن هزینه تأمین مالی	پایین بودن هزینه انتشار	توجه به بازدهی
قابلیت ابزارهای تأمین مالی برای سیاست‌های پولی	ترکیب تأمین مالی	بازاریابی اوراق	نقدشونده‌گی ابزارهای مالی
رشد پویا و پیش‌رو شرکت تأمین مالی شونده	در نظر گرفتن افق زمانی تأمین مالی	افزایش پوشش استاندارد	در نظر گرفتن افق زمانی سرمایه‌گذاری

از منظر کلان اقتصادی	از منظر تأمین مالی شونده (ناشران)	از منظر نهادهای مکمل	از منظر تأمین مالی کنندگان (سرمایه‌گذاران)
توسعه کارآفرینی	انگیزه‌های مالیاتی	ترکیب تأمین مالی	انگیزه‌های مالیاتی
حمایت از زیرساخت‌های عمومی کشور	انعطاف‌پذیری ابزارهای تأمین مالی	در نظر گرفتن افق زمانی سرمایه‌گذاری	انعطاف‌پذیری ابزارهای تأمین مالی
منطبق با موازین شرعی و قانونی	مالکیت و کنترل	-	پیچیدگی ابزار
قابلیت ابزارهای تأمین مالی برای سیاست‌های مالی	ریسک	-	ترکیب تأمین مالی
-	توان افزایشی فنی و مدیریتی	-	-

منبع: یافته‌های تحقیق

براساس نتایج حاصله، مشخص می‌شود که توجه به ریسک و بازدهی مهم‌ترین معیار برای سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌ها محسوب می‌شود. بازار سرمایه کشور باید ضمن اتخاذ سیاست‌های صحیح و اصولی در تعامل مستقیم با بنگاه‌های اقتصادی و سیاست‌گذاران این حوزه، از یکسو مزیت‌های رقابتی خود را حفظ کرده و از سوی دیگر، باعث تسهیل جریان‌های اقتصادی و تأمین مالی در بخش‌های اقتصادی مرتبط شود. در بازار سرمایه شرکت‌ها می‌توانند تأمین منابع مالی کنند و به راحتی منابع مورد نیاز خود را به دست آورده و در جهت توسعه کارخانجات، تولید و توسعه صادرات قدم‌های اساسی را بردارند که این مهم خود موجب افزایش اشتغال و تولید می‌شود و هم قیمت‌ها را می‌تواند متعادل کند. در مجموع می‌توان گفت، بازار سرمایه دارای بالاترین پتانسیل برای رسیدن به ارکان اقتصاد مقاومتی اعم از حمایت از تولید ملی، فعال شدن واحدهای کوچک و متوسط،

مدیریت منابع ارزی، تشویق سرمایه‌گذاران خارجی، شفافیت اطلاعات و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، کارآفرینی، استفاده حداکثری از منابع و کاهش وابستگی به نفت است و با بازار سرمایه می‌توان به این اهداف اصولی و منطقی نائل شد. به عبارت دیگر می‌توان گفت که ما باید به اصطلاح رویکرد مهندسی مقاومت داشته باشیم؛ یعنی آنقدر قوی شویم که نوسانات مقطعی به ما آسیب نرساند. در نمودار ذیل عواملی که سبب کاهش آسیب‌پذیری می‌شوند نمایش داده شده است.



### نمودار (۳): عواملی که سبب کاهش آسیب‌پذیری اقتصادی می‌شوند

منبع: یافته‌های تحقیق

همچنین یک سیاست‌گذار باید هر چه بیشتر در صدد مهار فساد، اصالت مردم و فرهنگ مقاومت باشد. نمی‌توان در قامت مجری، سیاست‌های ابلاغی را عملیاتی کرد و به این سه بحث بی‌توجه بود. افزایش شفافیت و مقابله با فساد و رانت در هر اقتصادی چه در حوزه خرد و بنگاهداری و چه در سطح کلان تضمین‌کننده پویایی یک اقتصاد است. در چنین اقتصادی عوامل با توانایی بالاتر، تأثیرگذاری بیشتری داشته، تعالی اخلاق حرفه‌ای و پیشرفت را نزدیک‌تر می‌کند. در حقیقت اگر عدالت اقتصادی و اجتماعی رخ دهد، جذب مشارکت حداکثری شکل می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان گفت در اقتصاد ملی ایران، اصالت با بخش خصوصی و بخش تعاونی است. دولت در واقع تسهیل‌کننده نهادها و بسترهای قانونی در جامعه است.

## یادداشت‌ها

1. Bradley & Kim
2. Hadloch & James
3. Kayo & Kimura

۴. بقره: ۲۶۱.

### کتابنامه

قرآن کریم

آذر، عادل و علی رجب‌زاده (۱۳۸۷)، *تصمیم‌گیری کاربردی با رویکرد MADM*، تهران: نگاه دانش، چاپ سوم.

تاری، فتح‌الله (۱۳۸۵)، «جایگاه بازار سرمایه در کشور و چشم‌انداز آن»، *بررسی‌های بازرگانی*، شماره ۲۰، صص ۱۵-۲۳.

حسینی، سید محمود و امیرحسین داودیان (۱۳۹۰)، «اولویت‌بندی روش‌های تأمین مالی پروژه‌های پالایشگاهی ایران»، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، شماره ۳، صص ۶۹-۸۲.  
درخشان، مسعود (۱۳۹۳)، «قراردادهای نفتی از منظر تولید صیانتی و ازدیاد برداشت؛ رویکرد اقتصاد مقاومتی»، *مطالعات اقتصاد اسلامی*، شماره ۱۲، صص ۷-۵۲.

دهقانی فیروزآبادی، حمید (۱۳۸۳)، «تأثیر شیوه‌های تأمین مالی (انتشار سهام؛ بدهی بلندمدت) بر روی ارزش سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق (ع).

رحیمیان، نظام‌الدین (۱۳۸۰)، «تأملی در شیوه‌های تأمین مالی در واحدهای اقتصادی»، *حسابدار*، شماره ۱۴۶، صص ۲۸-۳۳.

شهبازی، حجه و سودابه آقابابایی (۱۳۸۹)، «بورس ایده، بستری در تجارت‌سازی نوآوری و تجربیات موجود در این زمینه»، شیراز: *اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و نوآوری*.

فدایی‌واحد، میثم و محمدضا مایلی (۱۳۹۳)، «اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله مراتبی»، *سیاست‌های مالی و اقتصادی*، شماره ۶، صص

۱۴۱-۱۵۹.

کاوند، مجتبی (۱۳۹۳ الف)، *تأمین مالی جمعی، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار*.

کاوند، مجتبی و سید محمدجواد فرهانیان (۱۳۹۳ ب)، *تیین جایگاه بازار سرمایه در سیاست‌های اقتصاد مقاومتی، تهران: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار*.

محمدی، محسن (۱۳۸۸)، «شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر در توسعه بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد MADM»، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق(ع)*.

موسویان، سیدعباس (۱۳۸۶)، *ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)*، قم: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، چاپ اول.

میرمعزی، سیدحسن (۱۳۹۱)، «اقتصاد مقاومتی و ملزومات آن (با تأکید بر دیدگاه مقام معظم رهبری)»، *اقتصاد اسلامی*، شماره ۴۷، صص ۴۹-۷۶.

نجات‌الله صدیقی، محمد (۱۳۸۳)، «تأمین مالی اسلامی و مسائل فراروی آن: ویژگی‌ها و تعهدات نظام‌های اقتصادی اسلامی»، مترجم: سیدحسین علوی‌لنگرودی، *بانک و اقتصاد*، شماره ۴۶، صص ۵۰-۵۳.

ندری، کامران (۱۳۸۶)، *فهم تأمین مالی اسلامی: مطالعه بازار اوراق بهادار در چارچوبی اسلامی*، تهران: دانشگاه امام صادق(ع).

نظری‌پور، محمد، فرزاد صادقی و ویدا حسن‌پور (۱۳۹۱)، «تأثیر شیوه‌های تأمین مالی بر روی ارزش سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران»، *بانک مقالات بازاریابی ایران*.

Merton, R. C. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 141-183.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 261-297.

<http://www.Investopedia.com>

<http://www.irec.ir/>

<http://www.rdis.ir/>

<http://www.enerdata.net>

**Identifying and Prioritizing Desirable Financial Criteria In the Islamic Capital Market Based on Resistance Economy's Perspective**

**Reza Yar Mohammadi \***

*Received: 08/10/2015*

**Adel Azar \*\***

*Accepted: 22/12/2015*

**Gholam Reza Mesbahi Moghaddam \*\*\***

Today capital accumulation and capital productivity, as two important factors in Economics, have been utilized to measure the success of a country's economy. Explaining investment situation in country is significant since its variations and especially its contribution to GDP considered as a good index to identify the wellbeing of the economy and welfare of the people; on the other hand, it is an index for financial power, facilities construction, and capacity building in country. Due to the importance of financial structure in different fields, the major factors that affect the financing of projects and firms, significant and important. So that any company could consider each of the determinants and the effective planning and decision-making in relation to the financial structure. In this paper, we discuss the theoretical basis was explained, at a later stage using a literature review and expert opinions, the criteria for favorable financing Islamic capital market and ultimately identify the criteria used to prioritize value was thinking. And finally these criteria by using Topsis method are prioritized. Indeed the hypothesis of this project is recording to an idea that expresses Resistance Economy is a special designing and modelizing of economic conditions and mechanism that according to which economic situation of country is designed active and not passive.

**Keywords:** Financing, Islamic Capital Market, Resistance Economic, TOPSIS Method.

**JEL Classification:** G32.

---

\* PhD. Student of Financial Management Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, yarmohammadi@isu.ac.ir

\*\* Professor, Faculty of Management, Tarbiat Modarres University, (Corresponding Author), azara@modares.ac.ir

\*\*\* Associate Professor Faculty of Islamic Theology and Theology, Imam Sadiq University, mesbahi@gmail.com