



## تأثیر منابع تامین مالی بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مریم گلقدشتی<sup>۱</sup>

محمدابراهیم آقابابائی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۰۶/۲۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۲۰

### چکیده

کمبود سرمایه و عدم دسترسی به منابع مالی از جمله مشکلاتی است که شرکت‌های کوچک و متوسط با آن مواجه هستند. پژوهش حاضر اثر شیوه‌های مختلف تامین منابع مالی شامل حقوق صاحبان سهام، بدهی‌های کوتاه‌مدت و بدهی‌های بلندمدت را بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵، مورد بررسی قرار می‌دهد. این بررسی با روش داده‌های پانلی انجام شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که حقوق صاحبان سهام، با ضریب حدود ۲۵ درصد، بیشترین تأثیر را بر رشد شرکت‌های نمونه داشته است. پس از آن، بدهی‌های کوتاه مدت با ضریب حدود ۷ درصد بوده و بدهی‌های بلندمدت با ضریب حدود ۴ درصدی کمترین تأثیرگذاری را بر روی رشد نشان می‌دهد. همچنین در بررسی جزئیات هر کدام از بدهی‌ها، تأثیر منفی پیش دریافت‌های بلندمدت بر روی رشد، و عدم معناداری تأثیرگذاری اسناد پرداختی بلندمدت، به دست آمده است.

**واژه‌های کلیدی:** بورس اوراق بهادار، شرکت‌های کوچک و متوسط، تامین مالی، پنل دیتا.

**طبقه بندی JEL:** G1 . D53 . O16 . C23

۱- کارشناس ارشد، رشته مهندسی مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. m.golghandashi@gmail.com

۲- استادیار دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) m.aghbabaei@khu.ac.ir

## ۱- مقدمه

بنگاه‌های کوچک و متوسط یکی از اجزای حیاتی رشد در اقتصاد جهانی بوده و اهمیت آن‌ها در رشد اقتصادی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به خوبی شناخته شده است. این بنگاه‌ها به عنوان موتور محرک اقتصاد، خصوصاً قوه محرکه در بخش اشتغال، تولید و بهره‌وری می‌باشند. بنگاه‌های کوچک و متوسط نهادهای محدود اقتصادی هستند که از طریق انباشت منابع مالی خرد، کارآفرینی و پیوند با صنایع، زمینه‌های توسعه اقتصادی را فراهم می‌آورند (مصطفی زاده، ۱۳۹۴). صنایع کوچک و متوسط تمایل دارند نرخ رشد بالایی را نسبت به سازمان‌های بزرگ داشته باشند، اما در این مورد چندان موفق نیستند. بزرگترین مانع بر سر راه صنایع کوچک و متوسط عدم دسترسی به منابع کافی است (کمپاین و کارجالاین<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

از سوی دیگر، این بنگاه‌ها نقش به‌سزایی در ایجاد اشتغال، فراهم ساختن بسترهای مناسب برای نوآوری و بهره‌برداری از منابع مالی کوچک دارند. بر اساس گزارشات مرکز آمار ایران، بخش عمده اشتغال صنعتی کشور (۵۹،۲ درصد) طی سال ۱۳۹۰ در بنگاه‌هایی با کمتر از ۴۰۰ نفر کارکن متمرکز بوده است. علاوه بر موضوع اشتغال، نمی‌توان حضور برخی بنگاه‌های کوچک و متوسط را در زنجیره تامین بنگاه‌های بزرگ نادیده گرفت. با توجه به اهمیت این بنگاه‌ها در کشور و وجود موانع مالی که در نهایت منجر به تضعیف عملکرد آنها شده است، پرداختن به موضوع تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در ایران و سایر کشورهای جهان ضروری به نظر می‌رسد (قاسمیان، ۱۳۹۳).

یکی از موارد مهم و اساسی برای ایجاد هر کسب و کار سرمایه و منابع مالی است. کمبود سرمایه و عدم دسترسی به منابع مالی از جمله بزرگترین مشکلاتی است که شرکت‌های کوچک و متوسط با آن مواجه هستند. روش‌های متفاوتی برای تأمین منابع مالی فعالیت‌های تجاری وجود دارد که بانک‌ها و موسسات مالی مختلف می‌توانند از آن‌ها برای تأمین مالی شرکت‌ها استفاده نمایند؛ و یکی از پیش شرط‌های اساسی موفقیت در کسب و کار، دسترسی به منابع مالی کافی، مدیریت صحیح منابع مالی و استفاده بهینه از آن‌هاست (اسماعیل‌زاده و امیری، ۱۳۹۴). شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از آورده مالکان، فعالیت‌های عملیاتی، فروش دارایی و سود انباشته و منابع مالی خارجی در برگیرنده وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و سایر موسسات هستند (پینکاس و چول<sup>۲</sup>، ۲۰۰۱).

با عنایت به اهمیت شیوه تامین مالی شرکت‌ها در رشد شرکت‌های کوچک و متوسط، در این پژوهش سعی شده است تا با بررسی اثر شیوه‌های مختلف تامین منابع مالی بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط، تاثیر مثبت یا منفی هر کدام از روش‌های تامین مالی بر درآمد و رشد شرکت‌ها مشخص و با توجه به این تاثیر، بهترین روش تامین مالی و مدیریت آن برای بهبود وضعیت شرکت‌های کوچک و متوسط مشخص شود.

## ۲- چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

بنگاه‌های کوچک و متوسط اقتصادی در کل اقتصاد جهان از چنان اهمیتی برخوردار است که یک دپارتمان ویژه به نام «دپارتمان بنگاه‌های کوچک و متوسط» در ساختار تشکیلاتی سازمان ملل متحد برای توجه به این بخش اقتصاد جهانی ایجاد شده است. وظایف اصلی این دپارتمان بررسی وضعیت بنگاه‌های کوچک و متوسط جهان، تبیین تعاریف و ارائه پیشنهادهاى کارشناسی و نیز انجام ماموریت‌های ویژه منطقه‌ای جهت حمایت و تشویق در ایجاد و توسعه بنگاه‌های کوچک و متوسط در اقصی نقاط جهان، به ویژه مناطق محروم و توسعه نیافته است.

در ایران تعریف واحد و رسمی از بنگاه‌های کوچک و متوسط موجود نیست؛ همچنین همه تعاریف موجود از طرف سازمان‌های رسمی بر مبنای تعداد کارکنان ارائه شده است. مهمترین تعاریف موجود در زمینه بنگاه‌های کوچک و متوسط از سوی نهادهای مختلف کشور در جدول ۱ ارائه شده است (مصطفی زاده، ۱۳۹۴).

جدول ۱- تعاریف سازمان‌های مختلف از بنگاه‌های کوچک و متوسط

نام سازمان	تعریف بنگاه‌های کوچک و متوسط
وزارت صنعت، معدن و تجارت	بنگاه‌های با کمتر از ۵۰ نفر نیرو بنگاه‌های کوچک و متوسط تعریف می‌شوند.
مرکز آمار ایران	کسب و کارها به چهار گروه طبقه بندی شده است: ۱-۹ نیرو «خرد»، ۱۰-۴۹ نیرو «کوچک»، ۵۰-۹۹ نفر نیرو «متوسط» و بیش از ۱۰۰ نفر «بزرگ»
وزارت جهاد کشاورزی	بنگاه‌های با کمتر از ۵۰ نفر نیرو، بنگاه‌های کوچک و متوسط تعریف می‌شوند.
سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی	بنگاه‌های خرد: کمتر از ۱۰ نفر نیرو بنگاه‌های کوچک: کمتر از ۵۰ نفر نیرو بنگاه‌های متوسط: کمتر از ۱۰۰ نفر نیرو
اداره آمار بانک مرکزی	بنگاه‌های با کمتر از ۱۰ نفر نیرو «خرد»، ۱۰ تا ۴۹ نفر نیرو «کوچک»، ۵۰ تا ۹۹ نفر نیرو «متوسط» و بالاتر از ۱۰۰ نفر نیرو «بزرگ» تعریف می‌شوند.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

به طور کلی، براساس تحقیقات انجام شده می‌توان گفت؛ رایج ترین معیاری که برای تعیین بنگاه‌های کوچک و متوسط به کار می‌روند، «تعداد کارکنان» است. سایر معیارها عبارتند از: میزان سرمایه، ارزش دارایی، گردش مالی یا فروش سالانه و نوع مالکیت. یکی از راهبردهای مؤثر در مواجهه با چالش‌های کسب و کار، استفاده از سرمایه‌های اقتصادی، ارتقای بهره‌وری و توانمندسازی بنگاه‌های کسب و کار کوچک در کشور است. از این رو، بسیاری از دولت‌ها متقاعد شده‌اند که باید از طریق برنامه ریزی‌های صحیح و اصولی، بستر رشد را برای واحدهای کوچک و متوسط فراهم کنند و آنها را تا زمان تبدیل به شرکتی مستقل و توانمند مورد حمایت قرار دهند (قاسمیان، ۱۳۹۳).

مطالعات گسترده‌ای در باب عدم موفقیت و شکست بنگاه‌های کوچک و متوسط انجام شده است. مطابق گزارش بانک جهانی مهمترین موانع بر سر راه بنگاه‌های کوچک و متوسط را می‌توان نحوه دسترسی به منابع مالی، بی ثباتی سیاسی، موانع قانونی و مالیاتی و نرخ تورم چهار مانع اصلی در برابر بنگاه‌های کوچک و متوسط دانست؛ اما اصلی ترین مانع پیش رو برای رشد بنگاه‌های کوچک و متوسط، دسترسی به منابع مالی و عدم تکافوی آن است. بررسی‌های بانک جهانی و مؤسسه تأمین مالی بین المللی<sup>۲</sup> نشان می‌دهد در کشورهای با درآمد پایین بیش از نیمی از بنگاه‌های کوچک و متوسط با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند و در این کشورها مسئله تأمین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط حادثتر است.

مطالعات انجام شده توسط بانک مرکزی ایران نشان می‌دهد که تامین مالی، ۳۶ درصد از مشکلات این بنگاه‌ها را تشکیل می‌دهد. صاحب نظرانی چون باسول<sup>۴</sup>، اسکرس<sup>۵</sup>، و گافی<sup>۶</sup>، که برنامه‌های توسعه اقتصادی صنعتی کشورهای فیلیپین، سیرالئون، نیجریه، سودان، یونان و سریلانکا را مورد مطالعه قرار دادند به این نتیجه رسیده‌اند که کاهش سهم صنایع کوچک در اقتصاد این کشورها بیشتر ناشی از عدم دسترسی آنها به منابع مالی کافی بوده است و بعضاً صنایع کوچک در جهت استفاده از مقیاس‌های کلان خود را به صنایع بزرگ تبدیل نموده‌اند (شاه طهماسبی و همکاران، ۱۳۹۱). لازم به ذکر است که شکاف مالی بین بنگاه‌های کوچک و متوسط و بانک‌ها در اغلب بازارهای مالی دنیا وجود دارد، اما این شکاف در ایران بسیار بیشتر از سایر کشورهای توسعه یافته می‌باشد. وجود این شکاف، رشد و گسترش بنگاه‌های کوچک و متوسط را در کشور دچار مشکل می‌کند و این سازوکار باعث می‌شود تا فقط بنگاه‌های بزرگ در بازار باقی بمانند.

به دست آوردن وجوه مورد نیاز برای راه اندازی و توسعه کسب‌وکارهای کوچک و متوسط، همواره به عنوان چالشی در این شرکت‌ها مطرح بوده است و بدون تامین مالی کافی، کسب و کارهای نوپا هرگز به موفقیت نخواهند رسید. از این رو، توانایی بنگاه در مشخص کردن منابع مالی

بالقوه برای تأمین سرمایه به منظور سرمایه گذاری و نیز تهیه برنامه‌های مالی مناسب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت یک کسب و کار به شمار می‌آیند (اسکراپورو و زیمرر، ۱۹۶۶). یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی، نحوه تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است که نقش بسزایی در استمرار و رشد سودآوری آن‌ها دارد. توانایی بنگاه‌ها در دستیابی به منابع مالی داخل و خارج از بنگاه به منظور سرمایه‌گذاری و اجرای طرح‌های توسعه‌ای، از عوامل اصلی رشد سودآوری بنگاه‌ها محسوب می‌شود. البته عامل مهم دیگر در تصمیم‌گیری بنگاه‌ها هزینه تأمین مالی می‌باشد (نعمتی و همکاران، ۱۳۹۵). اسلامی بیگدلی و بیگدلو (۱۳۸۴) منابع تأمین مالی را به چهار دسته زیر تقسیم می‌کنند:

#### الف. منابع خصوصی تأمین مالی

منابع خصوصی همان منابع شخصی (پس اندازهای شخصی) و منابع دوستان و آشنایان است.

#### ب. تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)

تأمین مالی از طریق بدهی شامل وجوهی است که مالکان کسب و کارهای کوچک قرض نموده‌اند و باید همراه بهره مربوطه بازپرداخت کنند. در این روش، کارآفرین در عین حال که مالکیت شرکت را در اختیار دارد و توان تصمیم‌گیری خود را از دست نخواهد داد، نسبت به بازپرداخت مبلغ بدهی به همراه بهره متعلقه در دوره‌های آتی تعهد می‌نماید.

#### ج. تأمین مالی از طریق سرمایه (حقوق صاحبان سهام)

در تأمین مالی سرمایه‌ای، سرمایه‌گذار در زمره مالکان شرکت قرار می‌گیرد. این روش ضمن این که ریسک را تقسیم می‌کند، عایدات بالقوه آن را نیز تقسیم می‌نماید. یکی از مهم‌ترین مزیت‌های تأمین سرمایه از طریق سهام این است که نباید همانند یک وام بازپرداخت شود.

#### د. روش‌های داخلی تأمین مالی

کسب و کارهای کوچک لزوماً نمی‌توانند به وسیله موسسات خارج از سازمان به تأمین مالی بپردازند، لذا استفاده از روش‌های تأمین مالی داخلی مانند عاملیت حساب‌های دریافتی، اجاره یا اجاره به شرط تملیک (واسپاری)، کارت‌های اعتباری و سود انباشته، با توجه به ظرفیت‌های ایجاد سرمایه هر کسب و کار می‌تواند مفید واقع شود.

یکی از اثرات تأمین مالی، بر رشد شرکت‌ها و یکی از مهمترین مولفه‌های رشد، رشد دارایی‌های شرکت است، رشد دارایی‌ها در واقع نشان دهنده وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، بدین معنی

که شرکتی که از رشد دارایی بالایی برخوردار بوده است از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر (به عبارتی از اعتبار و منابع قابل تبدیل بیشتر) و احتمالاً از بازده و سود بیشتری نیز در آینده برخوردار خواهد بود (خادمی، ۱۳۸۸).

نحوه تامین مالی بر حسب شرایط اختصاصی و یا محیط فعالیت شرکت‌ها متفاوت و در برخی موارد با محدودیت‌های جدی و مشکلات فراوانی همراه است. در چنین شرایطی بهره‌گیری از شیوه‌های مدیریت مالی در تامین مالی شرکت‌ها بیش از پیش ضرورت دارد. تهیه راهبردهای مناسب برای تامین منابع مالی شرکت‌ها و کسب و کارها، توان شرکت‌ها را در دست‌یابی به هدف‌های راهبردی تقویت می‌کند. بدیهی است، لازمه موفقیت در درازمدت هزینه کمتر و سود بیشتر بوده و این امر مستلزم تامین منابع مالی با هزینه معقول و مناسب است (دهقانی فیروزآبادی، ۱۳۸۳).

بک<sup>۱</sup> و دمیروگو-کانت<sup>۲</sup> در سال ۲۰۰۶ به تحقیقی علمی پیرامون منابع مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه پرداخته‌اند. این پژوهش نشان می‌دهد که دسترسی به منابع مالی نقش بسیار مهمی را در شکل‌گیری کسب و کار و رشد این شرکت‌ها بازی می‌نماید و در این راه از تجارب کشورهای متفاوتی سود می‌جوید.

هونجو<sup>۳</sup> و هارادا<sup>۴</sup> در سال ۲۰۰۶ به بررسی تاثیر سیاست‌گذاری‌های عمومی و ساختار مالی بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط ژاپن پرداخته‌اند. این پژوهش با شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های متوسط و کوچکی که توسط دولت‌ها مورد حمایت قرار گرفته‌اند میل بیشتری به توسعه یافتگی و پیشرفت داشته و از سویی دیگر قانون توسعه خلاق و پول نقد در جریان پیشرفت بیشتر شرکت‌های جوان نقش مستقیمی داشته است. این پژوهش اعلام می‌دارد سیاست‌های عمومی و سرمایه مالی نقش مستقیمی بر توسعه این شرکت‌های جوان در سطح کشور دارد.

بک در سال ۲۰۰۷ با دیدی تجربی نشان داده است که شرکت‌های کوچک و متوسط محدودیت‌های جدی را در کشورهای در حال توسعه پیش روی دارند. محدودیت‌هایی که از منظر تامین مالی و موانع نهادی آنان را از شرکت‌های بزرگ عقب نگاه می‌دارد. بک در این پژوهش نشان داده است که با انجام اصلاحاتی در جهت جلب شرکت‌های کوچک و جوان و از سویی دیگر دادن وام‌های و تامین مالی آنان و از سویی دیگر نهاد سازی‌های دولتی در ساحت چهارچوبی قانونی می‌توان به توسعه بهتر این شرکت‌ها یاری رساند.

در سال ۲۰۰۸، بک و همکاران تأثیرات سیاست‌های توسعه تامین مالی بر شرکت‌های کوچک را مورد بررسی قرار دادند. شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که توسعه مالی تاثیر فزاینده‌ای بر رشد صنعتی شرکت‌های کوچک داشته است. به صورت کلی صنایع کوچک به مسئله تامین مالی

حساسیت بیشتری را نشان می‌دهند و در این وضعیت تعامل اعتبارات خصوصی با شرکت‌های کوچک موجب بهبود وضعیت این شرکت‌ها می‌گردد.

در سال ۲۰۱۱، گواریگلیا<sup>۱۲</sup> و همکاران، شرکت‌های چینی در دوره ۲۰۰۰-۲۰۰۷ مورد مطالعه قرار داده و نشان می‌دهند که محدودیت نقدینگی چه تاثیری بر دارایی این شرکت‌ها می‌گذارد. این پژوهش امتحان کرده است که میزان محدودیت نقدینگی بر رشد دارایی‌ها چه تاثیری می‌گذارد و دریافته است که دولت‌هایی که بر دارایی‌ها تاثیر نمی‌گذارند و در آنان منابع مالی داخلی وجود دارند موفق‌ترند.

فاتوکی<sup>۱۳</sup> و آسا<sup>۱۴</sup> در سال ۲۰۱۱ ادعا کردند که مشارکت شرکت‌های کوچک و متوسط در رشد اقتصادی افریقای جنوبی تاثیر به‌سزایی داشته است. اما چرا در این کشور میزان شکست این شرکت‌ها بسیار بالاست و پدیده‌ی ورشکستگی این شرکت‌ها را به شدت تهدید می‌کند. آنها این ادعا را مطرح کردند که یکی از اصلی‌ترین دلایل شکست این شرکت‌ها در دسترس نبودن منابع تامین مالی در این کشورها است. آنها به بررسی تاثیر ویژگی‌های کارآفرینانه در دسترسی به منابع مالی برای حل بدهی‌ها در افریقای جنوبی پرداختند و اعلام کردند که ویژگی‌های کارآفرینانه در شرکت‌ها، نقش بسیار فعالی را در دسترسی به منابع مالی شرکت‌های کوچک و بزرگ دارد.

در سال ۲۰۱۲، کانتجو<sup>۱۵</sup> و همکاران یک مدل جدید برای طبقه‌بندی شرکت‌ها ارائه کرده‌اند. طبقه‌بندی شرکت‌ها را در چهار دسته: الف) شرکت‌های با اعتبار محدود ب) شرکت‌های نیمه اعتباری ج) شرکت‌های تمام اعتباری د) شرکت‌های احتمالاً اعتبار محدود تقسیم بندی کرده و به درک ویژگی‌های هر کدام از این شرکت‌ها پرداخته‌اند. به طور خاص اندازه شرکت‌ها را با شاخص‌های بالقوه اعتباری آنان مورد بررسی قرار داده و ادعا نموده‌اند که شرکت‌های کوچک و متوسط به نسبت شرکت‌های بزرگ میل به اعتبارات بیشتری را دارند. این شرکت‌ها تامین مالی سرمایه در گردش خویش را از طریق اعتبارات تجاری و منابع غیر رسمی مالی تامین می‌نمایند و این مسئله در بسیاری از کشورهای در حال توسعه صدق نماید.

خان<sup>۱۶</sup> در سال ۲۰۱۵ تأثیرات منابع مالی بر رشد SMEها را مورد بررسی قرار می‌دهد. او در این مقاله اثر انواع مختلف منابع مالی بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط در یک اقتصاد در حال توسعه را با استفاده از پاکستان به عنوان یک مطالعه موردی بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که بانک‌ها نقش مثبتی در رشد SMEها در طول دوره زمانی نمونه دارند. در مقابل منابع غیر رسمی بین سال‌های ۲۰۰۲ و ۲۰۰۷ تأثیر منفی داشته‌اند، و بین سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۱۰ اثرات پراکنده نشان دهنده تاثیرات مثبت سیاست‌های دولت است.

در سال ۱۳۸۶، ابزری و همکاران روش‌های مختلف تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، و نوع ارتباط بین نحوه تامین مالی شرکت‌ها و ویژگی‌های اندازه شرکت، دارایی‌های ثابت و سودآوری، را مورد بررسی قرار دادند. بر اساس یافته‌های این تحقیق، بین نحوه تامین مالی شرکت‌ها و اندازه آنها یک ارتباط معنی دار وجود دارد. با گسترش اندازه شرکت‌ها استفاده از سود انباشته و سهام برای تامین مالی افزایش می‌یابد. همچنین، با وجود ارتباط بین نحوه تامین مالی شرکت‌ها و میزان دارایی‌های ثابت آنها، بین نحوه تامین مالی شرکت‌ها و ظرفیت سودآوری آنها ارتباط معنی داری مشاهده نشده است.

صدری‌نیا و همکاران نیز در سال ۱۳۸۸ پژوهشی با موضوع روش‌های مختلف تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در مراحل مختلف دوره عمر کار کردند. آن‌ها در این پژوهش با توجه به اینکه بنگاه‌های کوچک و متوسط نقش انکارناپذیری در پیشرفت و شکوفایی کشورها دارند، یکی از ملزومات اساسی ایجاد و حفظ بنگاه‌های کوچک و متوسط را مساله تامین سرمایه بیان کرده‌اند و از این رو با بررسی روش‌های مختلف تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط شرایط کمک به کارآفرینان را بیان کرده‌اند تا بقای شرکت‌های خود را تضمین کنند.

در سال ۱۳۹۳، آقایی و همکاران عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بدست آمده در خصوص شرکت‌های کوچک بیانگر وجود رابطه معنی دار بین سودآوری، رشد و اندازه شرکت به عنوان متغیر مستقل و نسبت بدهی کل به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. همچنین در شرکت‌های متوسط، بین سودآوری، نسبت دارایی‌های ثابت مشهود و اندازه شرکت با نسبت بدهی رابطه معنی دار وجود دارد.

### ۳- فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های این تحقیق را می‌توان به صورت ذیل بیان نمود:

- تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت و معناداری بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد.
- تأمین مالی از طریق بدهی‌های کوتاه‌مدت تأثیر مثبت و معناداری بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد.
- تأمین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت تأثیر مثبت و معناداری بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد.



#### ۴- مدل تحقیق و روش برآورد

در این پژوهش به منظور بررسی تاثیر منابع تامین مالی بر رشد شرکت های کوچک و متوسط از مدل داده های پانلی استفاده شده است. به طور کلی، یک مدل رگرسیونی در قالب مدل داده های پانلی به شکل روابط ۱ و ۲ می باشد:

رابطه (۱)

$$Y_{it} = \alpha_1 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + w_{it} \quad i=1,2,\dots,$$

رابطه (۱)

$$W_{it} = u_i + v_t + e_{it} \quad t=1,2,\dots$$

در اینجا  $i$  مقاطع و  $t$  زمان را نشان می دهد.  $u_i$  دارای میانگین صفر و واریانس ثابت می باشد.  $u_i$  الزاما متغیر تصادفی نمی باشد. اگر  $u_i$  عددی ثابت، همچون  $\alpha_1$  برای تمام مقاطع باشد، مدل اثرات مشترک یا رگرسیون تلفیقی بوده، و اگر عددی ثابت اما متفاوت برای مقاطع، همچون  $\alpha_i$  باشد، اثرات ثابت خواهد بود و در غیر این صورت، زمانی که  $u_i$  تصادفی باقی بماند، به آن اثرات تصادفی اطلاق می شود.  $e_{it}$  نیز جزء اختلال است (فقه مجیدی و ابراهیمی، ۱۳۹۳).

در این پژوهش متغیر وابسته درآمد به عنوان نماینده رشد شرکت می باشد. متغیرهای توضیحی قابل مشاهده و یا مستقل نیز عبارتند از: میزان بدهی های بلندمدت، بدهی های کوتاه مدت، تغییرات حقوق صاحبان سهام، حساب ها و اسناد پرداختنی، پیش دریافت ها، تسهیلات مالی دریافتی جاری، حساب ها و اسناد پرداختنی بلندمدت، پیش دریافت های بلندمدت و تسهیلات مالی بلندمدت. متغیرهای کنترلی اثرگذار نیز لگاریتم سود و لگاریتم نقدینگی کشور در نظر گرفته شده است. در ابتدا تاثیر متغیرهای بدهی های کوتاه مدت، بدهی های بلندمدت و حقوق صاحبان سهام بر روی درآمد سنجیده شده است. در بخش بعد تاثیر جزئیات بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت به همراه تغییرات حقوق صاحبان سهام مورد بررسی قرار گرفته و ارائه شده است. این متغیرها برای بدهی های کوتاه مدت، اسناد و حساب های پرداختنی، پیش دریافت ها و تسهیلات مالی جاری و برای بدهی های بلندمدت، اسناد و حساب های پرداختنی بلندمدت، پیش دریافت های بلندمدت و تسهیلات جاری بلندمدت، می باشد.

به علاوه، تاثیر منابع تامین مالی شامل بدهی های کوتاه مدت، بدهی های بلندمدت و تغییرات حقوق صاحبان سهام بر روی درآمد شرکت بررسی می شود. با توجه به نوع داده ها از روش داده های پانلی استفاده می شود. در ابتدا برای تشخیص روش استفاده از داده های تجمعی و یا داده های پانلی

از آزمون F-لیمر استفاده می‌شود. در صورت پانل بودن داده‌ها، از آزمون هاسمن برای تشخیص اثرات ثابت و یا تصادفی استفاده می‌شود. پس از تخمین اولیه مدل با روش به دست آمده توسط آزمون‌های قبل، باید آزمون‌های ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی برای تشخیص همسانی واریانس جملات پسماند و همبستگی بین جملات اختلال در مدل مورد آزمون قرار گیرد. به این منظور از آزمون والد تعدیل شده (برای مدل با اثرات ثابت)، آزمون LR (برای مدل با اثرات تصادفی) برای شناسایی ناهمسانی واریانس و آزمون خودهمبستگی و ولدریج برای تشخیص وجود همبستگی استفاده می‌شود. در صورت وجود ناهمسانی واریانس و یا خودهمبستگی، باید آن را رفع نمود و دوباره مدل را تخمین زد. پس از رفع آنها می‌توان مدل مورد نظر را مجدداً تخمین زده و مورد بررسی و تحلیل قرار داد.

#### ۵- داده‌ها و نتایج تجربی

در این پژوهش جامعه آماری مورد نظر شرکت‌های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی ۱۰ ساله، از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. جامعه مورد نظر، با توجه به تعریف سازمان صنایع کوچک و شهرک‌های صنعتی، ۳۶ شرکت را شامل گردید که ۱۶ شرکت سرمایه‌گذاری و ۲۰ شرکت غیرسرمایه‌گذاری بودند. با توجه به تفاوت در ماهیت و فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری از شرکت‌های غیرسرمایه‌گذاری، شرکت‌های غیرسرمایه‌گذاری جامعه آماری، که اطلاعات آنها در بازه زمانی مورد نظر در دسترس باشد، به عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفت.

این داده‌ها از صورت‌های مالی مربوط به شرکت‌ها استخراج شده است. داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی، مقدار اسمی و روز آنها می‌باشد، با توجه به وجود تورم و بروز شوک ارزی در کشور در بازه زمانی مورد بررسی، باید ابتدا مقادیر واقعی اعداد و داده‌ها محاسبه و سپس مورد استفاده قرار گیرند. به این منظور داده‌های مذکور با توجه به نرخ تورم و شاخص بهای مصرف‌کننده اعلام شده توسط بانک مرکزی در بازه زمانی این پژوهش، تورم زدایی گردیده‌اند. با توجه به ارتباط بین تکانه ارزی و تورم، انتظار می‌رود با تورم زدایی از داده‌ها، تاثیر شوک ارزی نیز از بین برود.

#### ۵-۱- آمار توصیفی داده‌ها

به منظور تجزیه و تحلیل متغیرها در ابتدا به ارائه آمار توصیفی داده‌ها می‌پردازیم که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی داده‌ها

شرح	میانگین	حداقل	حداکثر	میانه	انحراف معیار
درآمد	۱۸۴۵۳۰٫۲	۴۲۴۱	۱۹۴۷۲۵۷	۹۸۰۸۵٫۵	۲۷۸۵۵۸
بدهی‌های کوتاه‌مدت	۲۷۴۸۹۴٫۵	۵۳۰۸	۱۶۸۷۹۹۶	۸۱۱۱۷٫۵	۳۹۸۱۲۱٫۵
بدهی‌های بلندمدت	۱۲۵۰۳۹٫۹	۰	۲۵۷۹۰۵۱	۷۱۴۱٫۵	۳۵۲۳۴۵٫۸
تغییرات حقوق صاحبان سهام	۳۱۸۳۹٫۷	-۲۳۰۰۱۵	۱۰۸۳۳۰۰	۲۸۴۰٫۵	۱۱۶۹۶۰٫۲
اسناد پرداختنی	۹۹۵۷۲٫۸	۲۰۴۸	۱۴۱۱۰۲۹	۲۷۰۲۳	۲۱۰۳۳۷٫۸
پیش‌دریافت‌ها	۱۲۰۵۰٫۶۱	۰	۳۵۰۸۹۷	۱۱۲۵	۳۹۱۴۹٫۹
تسهیلات مالی	۱۲۹۷۱۹٫۱	۰	۱۳۰۰۵۶۳	۳۱۰۲۵	۲۴۹۳۴۳٫۹
اسناد پرداختنی بلندمدت	۳۵۵۹۸٫۸	۰	۲۴۵۷۵۱۲	۰	۲۳۷۸۱۹٫۹
پیش‌دریافت‌های بلندمدت	۴۵٫۹۹۵	۰	۶۶۶۲	۰	۴۸۹٫۲۳۴
تسهیلات مالی بلندمدت	۷۶۴۵۴٫۹	۰	۱۵۱۳۲۹۹	۰	۲۴۲۸۰۹٫۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۲-۵- بررسی تاثیر بدهی‌های کوتاه‌مدت، بلندمدت و حقوق صاحبان سهام

در این بخش ابتدا تاثیر بدهی‌های کوتاه‌مدت، بلندمدت و تغییر حقوق صاحبان سهام بر روی درآمد شرکت‌های غیرسرمایه‌گذاری کوچک و متوسط نمونه آماری، مورد بررسی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج آزمون لیمر و هاسمن مدل از نوع داده‌های پانلی و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. پس از تخمین مدل با این روش، باید خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل مذکور بررسی شود. خودهمبستگی باعث می‌شود که واریانس برآوردها به درستی محاسبه نشود و آماره‌های  $t$ ,  $F$  اعتبار لازم را نداشته باشند. همچنین یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی این است که جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند. در صورت صادق نبودن این فرض، رگرسیون تخمین زده شده از اعتبار لازم برخوردار نیست. بنابراین پیش از تحلیل مدل و ضرایب به دست آمده، باید خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس آن مورد بررسی و آزمون قرار گیرد. نتایج آزمون‌ها نشان دهنده وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل می‌باشد. برای رفع خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس از روش GLS برای تخمین مدل استفاده می‌شود. نتایج این دو آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

**جدول ۳- نتیجه آزمون F-لیمر و هاسمن برای مدل کلی**

F test that all $u_i=0$ :		آزمون F- لیمر
$F(19, 175) = 10.67$	$Prob > F = 0.000$	
Test: $H_0$ : difference in coefficients not systematic $\chi^2(2) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$		آزمون هاسمن
$\chi^2(2) = 11.41$	$Prob > \chi^2 = 0.0438$	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آزمون‌های فوق نشان می‌دهد که مدل مناسب، پانل با اثرات ثابت می‌باشد. پس از برآورد مدل اولیه، بررسی فرض کلاسیک نشان از آن دارد که دو فرض عدم خودهمبستگی خطاها و هم‌چنین واریانس ناهمسانی خطاها نقض شده‌اند. نتایج این بررسی در جدول ۴ ارائه شده است.

**جدول ۴- نتیجه آزمون عدم خودهمبستگی و واریانس همسانی خطاها در مدل کلی**

Wooldridge test for autocorrelation in panel data $H_0$ : no first-order autocorrelation		خودهمبستگی
$F(1, 19) = 7.169$	$Prob > F = 0.0149$	
Modified Wald test for groupwise heteroscedasticity $H_0$ : $\sigma^2(i) = \sigma^2$ for all $i$		واریانس ناهمسانی
$\chi^2(15) = 1.1e^{+5}$	$Prob > \chi^2 = 0.0000$	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

به دلیل وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل تخمین زده شده، مدل اولیه از اعتبار آماری لازم برخوردار نیست. برای رفع خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس باید از روش GLS برای تخمین مدل استفاده کرد. نتیجه این برآورد در جدول ۵ ارائه شده است.

به صورت کلی نتایج این تخمین نشان می‌دهد که هر سه متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ با متغیر وابسته ارتباط داشته و تاثیر مثبت بر آن می‌گذارند. با توجه به ضرایب به دست آمده از مدل، بیشترین تاثیرگذاری مربوط به تغییرات حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰,۲۶۴ می‌باشد، پس از آن متغیر بدهی‌های کوتاه‌مدت با ضریب ۰,۰۶۷ بوده و کمترین تاثیرگذاری نیز مربوط به متغیر بدهی‌های بلندمدت با ضریب ۰,۰۳۷ می‌باشد.

**جدول ۵- نتیجه تخمین مدل نهایی**

R-sq:		within = ۰,۵۳۰۴	Obs per group:		min = ۱۰
		between = ۰,۷۴۴۷			avg = ۱۰,۰
		overall = ۰,۶۷۸۲			max = ۱۰
F(۵,۳۱۰) = ۳۹,۵۴			Prob > F = ۰,۰۰۰۰		
P> t	t	انحراف معیار	ضریب	درآمد	
۰,۰۰۲	۳,۱۷	۰,۰۲۱۱۱۵	۰,۰۶۷۰۰۱۷	بدهی‌های کوتاه‌مدت	
۰,۰۳۵	۲,۱۱	۰,۰۱۷۴۴۰۶	۰,۰۳۶۸۳۰۹	بدهی‌های بلندمدت	
۰,۰۰۴	۳,۱۴	۰,۰۵۰۳۸۱۴	۰,۲۶۴۰۵۱۵	تغییرات حقوق صاحبان سهام	
۰,۰۰۰	۱۳,۲۶	۶۸,۱۷۹۶۲	۹۰۴,۳۲۵۲	لگاریتم سود	
۰,۰۰۰	-۹,۷۴	۷۶,۷۶۲۲۴	-۷۴۷,۹۸۰	لگاریتم نقدینگی	
۰,۰۸۶	۱,۷۲	۱۱۹۴,۲۵۸	۲۰۵۱,۸۹۱	عرض از مبدأ	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

**۵-۳- بررسی تاثیر جزئیات بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت**

در این قسمت تاثیر هر کدام از اقلام تشکیل دهنده بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت بر روی درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط غیرسرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. متغیرهای مستقل در این بخش عبارتند از: تغییرات حقوق صاحبان سهام، اقلام بدهی‌های کوتاه‌مدت (حساب‌ها و اسناد پرداختی، پیش‌دریافت‌ها و تسهیلات مالی دریافتی جاری) و اقلام بدهی‌های بلندمدت (حساب‌ها و اسناد پرداختی بلندمدت، پیش‌دریافت‌های بلندمدت و تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت).

نتایج آزمون لیمر و هاسمن در جدول ۶ ارائه شده است.

**جدول ۶- نتیجه آزمون F-لیمر و هاسمن برای مدل جزئی**

F test that all u <sub>i</sub> =0:		آزمون F -
F(14, 127) = ۱۳,۴۰	Prob > F = ۰,۰۰۰۰	لیمر
Test: Ho: difference in coefficients not systematic $\chi^2(2) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$		آزمون هاسمن
آماره = ۱۱,۴۱	Prob>chi2 = ۰,۰۴۳۸	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با عنایت به نتایج به دست آمده در جدول فوق، در این حالت نیز مدل مناسب، مدل پانل با اثرات ثابت می‌باشد. نتایج بررسی فروض کلاسیک، حاکی از وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس خطاهاست.

جدول ۷- نتیجه آزمون عدم خودهمبستگی و واریانس همسانی خطاها در مدل جزئی

Wooldridge test for autocorrelation in panel data H0: no first-order autocorrelation		خود همبستگی
$F(1, 14) = 5,171$	$Prob > F = 0,0348$	
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity H0: $\sigma^2(i) = \sigma^2$ for all i		واریانس ناهمسانی
$\chi^2(15) = 3,2e^{+5}$	$Prob > \chi^2 = 0,0000$	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

به دلیل وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل تخمین زده شده، باید از روش GLS برای تخمین مدل استفاده کرد.

جدول ۸- نتایج تخمین مدل برای جزئیات بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت

R-sq:		within = 0,5988 between = 0,6229 overall = 0,6160	Obs per group:		min = 10 avg = 10,0 max = 10
$F(9, 306) = 28,35$			$Prob > F = 0,0000$		
P> t	t	انحراف معیار	ضریب	درآمد	روش‌های تامین مالی
0,022	2,34	0,0282060	0,1100320	اسناد پرداختی	
0,078	1,76	0,1089889	0,1021881	پیش دریافت‌ها	
0,000	4,61	0,0367766	0,1695363	تسهیلات مالی	
0,398	0,73	0,0182899	0,0096433	اسناد پرداختی بلندمدت	
0,041	2,19	0,0752985	-0,085216	پیش دریافت‌های بلندمدت	
0,068	1,82	0,0261856	0,316761	تسهیلات مالی بلندمدت	
0,004	3,02	0,0466771	0,2499940	تغییرات حقوق صاحبان سهام	
0,000	12,53	66,26075	930,4952	لگاریتم سود	
0,000	-9,32	74,44877	-693,7058	لگاریتم نقدینگی	
0,076	1,78	1146,078	2034,677	عرض از مبدأ	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان طور که در جدول مشاهده می‌شود، متغیرهای اسناد و حساب‌های پرداختی، تسهیلات مالی جاری، پیش‌دریافت‌های بلندمدت و تغییرات حقوق صاحبان سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشند. متغیرهای پیش‌دریافت‌ها و تسهیلات مالی بلندمدت نیز در سطح اطمینان ۹۰٪ معنادار هستند. متغیر پیش‌دریافت‌های بلندمدت تاثیر منفی بر میزان درآمد شرکت‌های غیرسرمایه‌گذاری داشته، و تاثیر سایر متغیرها بر درآمد مثبت بوده است. با توجه به ضرایب به دست آمده از مدل، بیشترین تاثیرگذاری مربوط به تغییرات حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰,۲۵۰ می‌باشد. پس از آن تسهیلات مالی با ضریب ۰,۱۶۹ بیشترین تاثیر را بر روی درآمد شرکت‌ها دارد.

در جدول زیر جمع‌بندی نتایج حاصل از این پژوهش آمده است.

جدول ۹ - جمع بندی نتایج به دست آمده

شرح	اندازه آزمون	ضریب
بدهی‌های کوتاه‌مدت	۰,۰۰۲	۰,۰۶۷۰۰۱۷
بدهی‌های بلندمدت	۰,۰۳۵	۰,۰۳۶۸۳۰۹
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۴	۰,۲۶۴۰۵۱۵
اسناد پرداختی	۰,۰۲۲	۰,۱۱۰۰۳۲۰
پیش‌دریافت‌ها	۰,۰۷۸	۰,۱۰۲۱۸۸۱
تسهیلات مالی	۰,۰۰۰	۰,۱۶۹۵۳۶۳
اسناد پرداختی بلندمدت	۰,۳۹۸	۰,۰۰۹۶۴۳۳
پیش‌دریافت‌های بلندمدت	۰,۰۴۱	-۰,۰۸۵۲۱۶
تسهیلات مالی بلندمدت	۰,۰۶۸	۰,۳۱۶۷۶۱
حقوق صاحبان سهام	۰,۰۰۴	۰,۲۴۹۹۹۴۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در مدل کلی مورد بررسی، تاثیر هر ۳ متغیر بدهی‌های کوتاه‌مدت، بدهی‌های بلندمدت و تغییرات حقوق صاحبان سهام بر روی درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط غیرسرمایه‌گذاری مثبت و معنادار بوده است. همچنین ضرایب به دست آمده بیانگر این است که بیشترین تاثیرگذاری، مربوط به تغییرات حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

به علاوه، اقلام بدهی‌های کوتاه‌مدت شامل اسناد و حساب‌های پرداختی، پیش‌دریافت‌ها تسهیلات مالی جاری تاثیر مثبت و معنادار بر روی درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد. در

حالی که تاثیر متغیر اسناد و حساب‌های پرداختی بلندمدت بر روی درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط، معنادار نبوده و پیش‌دریافت‌های بلندمدت نیز تاثیر منفی بر درآمد را نشان می‌دهد. البته تسهیلات مالی بلندمدت تاثیر مثبت و معنادار بر روی درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد.

#### ۶- نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج به دست آمده، تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام، بدهی‌های کوتاه مدت و بدهی‌های بلندمدت تاثیر مثبت و معنادار بر رشد شرکت‌های کوچک و متوسط دارد. با عنایت به میزان تاثیرگذاری به دست آمده برای هر کدام از روش‌های تامین مالی، به نظر می‌رسد اتخاذ استراتژی برای افزایش حقوق صاحبان سهام راهبرد مناسبی برای افزایش درآمد باشد. از دیدگاه سهامداران شرکت‌ها، به دلیل نگاه کوتاه‌مدت آنها بر عملکرد شرکت و تمایل بیشتر به سود دریافتی، تمایل آنان به تقسیم سود بیشتر می‌باشد. اما اگر با دید بلندمدت به عملکرد و میزان درآمد شرکت‌های کوچک و متوسط نگریسته شود، کاهش سود تقسیمی و افزایش حقوق صاحبان سهام در بلندمدت تاثیر بیشتری بر عملکرد شرکت و میزان درآمد آن خواهد داشت.

با نگاهی به تاثیر جزئیات بدهی‌ها بر روی رشد شرکت‌های کوچک و متوسط، مشاهده می‌شود که پیش‌دریافت‌های بلندمدت تاثیر منفی بر رشد این شرکت‌ها دارند و استفاده از این روش تامین مالی توصیه نمی‌شود. تاثیر منفی این روش به این دلیل است که معمولاً پیش‌دریافت‌ها صرف هزینه‌های تجهیزات اولیه می‌شود که این تجهیزات در طول زمان دچار استهلاک شده و این امر باعث تاثیر منفی بر درآمدهای شرکت در بلندمدت می‌گردد. با توجه به میزان تاثیرگذاری هر کدام از روش‌های تامین مالی، پس از تغییرات حقوق صاحبان سهام، بدهی‌های کوتاه‌مدت تاثیر بیشتری بر درآمد شرکت‌ها دارد. پیشنهاد می‌شود استفاده از بدهی‌های کوتاه مدت در اولویت بالاتری نسبت به استفاده از بدهی‌های بلندمدت قرار گیرد.



## فهرست منابع

- ۱) ابزری مهدی، دستگیر محسن، قلی پور علی. (۱۳۸۶) بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴.
- ۲) اسلامی بیدگلی، غلامرضا و بیگ دلو، مهدی. (۱۳۸۴)، بررسی معیارهای موثر در ارزیابی کسب و کارهای مخاطره آمیز کارآفرینانه، دانش مدیریت، شماره ۶۸.
- ۳) اسماعیل زاده، علی، امیری. حمیده، (۱۳۹۴). بررسی ابزارهای نوین تامین مالی و راهکارهای اجرایی نمودن آن در بانک تجارت. اقتصاد مالی، ۹(۳۱).
- ۴) آقای محمدعلی، احمدیان وحید، جهازآتشی اکبر. (۱۳۹۳) عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ششم، شماره ۲۲.
- ۵) خادمی، وحید (۱۳۸۸) ارتباط بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری، شماره ۲۰۷.
- ۶) دهقانی فیروزآبادی، حمید (۱۳۸۳). تاثیر شیوه‌های تامین مالی بر روی ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
- ۷) شاه طهماسبی اسماعیل، جوادیان مجید، نیکبخت محمدجواد. (۱۳۹۱). بررسی نقش اعطای تسهیلات به بنگاه‌های کوچک و متوسط صنعتی در ایجاد اشتغال (مورد مطالعه: کارگاه‌های صنعتی شهر تهران)، اقتصاد مالی، ۶(۲۱).
- ۸) صدری‌نیا، محمد؛ میراسدی، سمانه و وروانی، محسن. (۱۳۸۸) روش‌های مختلف تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط در مراحل مختلف دوره عمر. رشد فناوری، شماره ۱۹.
- ۹) فقه مجیدی، علی و ابراهیمی، صلاح (۱۳۹۳). "اقتصاد سنجی کاربردی پانل دیتا با استفاده از Eviews 8" تهران. انتشارات نور علم.
- ۱۰) قاسمیان، عاطفه (۱۳۹۳). تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط. اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی. معاونت بررسی‌های اقتصادی.
- ۱۱) مصطفی‌زاده، آرمین (۱۳۹۴). الگوی تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط، تحلیلی بر مفهوم و اهمیت تامین مالی بنگاه‌های کوچک و متوسط. مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی، دفتر مطالعات اقتصادی.
- ۱۲) نعمتی، علی؛ کریمی، مجتبی و وحیدی مولوی، رویا. (۱۳۹۵). بررسی روش‌های تامین مالی با رشد سودآوری شرکت‌های صنایع داروئی در ایران. اقتصاد مالی، ۱۰(۳۶).
- 13) Beck, T. (2007, April). Financing constraints of SMEs in developing countries: Evidence, determinants and solutions. In KDI 36th Anniversary International Conference.

- 14) Beck, T., & Demirguc-Kunt, A. (2006). Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint. *Journal of Banking & Finance*, 30(11).
- 15) Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2008). Finance, firm size, and growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7).
- 16) Chul, P. and Pincus, M. (2001). Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 16.
- 17) Fatoki, O., & Asah, F. (2011). The impact of firm and entrepreneurial characteristics on access to debt finance by SMEs in King Williams' Town, South Africa. *International Journal of Business and Management*, 6(8).
- 18) Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96(1), 79-94.
- 19) Honjo, Y., & Harada, N. (2006). SME policy, financial structure and firm growth: evidence from Japan. *Small Business Economics*, 27.
- 20) Karjalainen, K., Kempainen, K. (2007), The involvement of small-and medium-sized enterprises in public procurement: Impact of resource perceptions, electronic systems and enterprise size, *Journal of Purchasing & supply management*, 36.
- 21) Khan, S. (2015). Impact of sources of finance on the growth of SMEs: evidence from Pakistan. *Decision*, 42(1).
- 22) Kuntchev, V., Ramalho, R., Rodríguez-Meza, J., & Yang, J. S. (2012). What have we learned from the Enterprise Surveys regarding access to finance by SMEs?. Enterprise Analysis Unit of the Finance and Private Sector Development, The World Bank Group.
- 23) Zimmerer, T.W. and Scarborough, N.M. (1996). *Entrepreneurship and the new formation*, Prentice Hall international edition.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Kempainen & Karjalainen
- <sup>2</sup> Pincus & Chul
- <sup>3</sup> IFC
- <sup>4</sup> Boswell
- <sup>5</sup> Scarce
- <sup>6</sup> Goffee
- <sup>7</sup> Scarborough & Zimmerer
- <sup>8</sup> Beck
- <sup>9</sup> Demirguc-Kunt
- <sup>10</sup> Honjo
- <sup>11</sup> Harada
- <sup>12</sup> Guariglia
- <sup>13</sup> Fatoki
- <sup>14</sup> Asah
- <sup>15</sup> Kuntchev
- <sup>16</sup> Khan