

## Research Paper

## Investigating the Optimal Capital Structure in Investing in Tourism Projects in Mashhad

Maryam Rasoulzadeh<sup>1</sup>, Hamideh Khaksar Astaneh<sup>2</sup>, Ali Rahnama<sup>3</sup>

1. Researcher of Tourism Economic Departments, Iranian Academic Center for Education, Culture and Research (ACECR), Khorasan Razavi, Iran.
2. Faculty Member of Tourism Economic Departments ,Iranian Academic Center for Education, Culture and Research (ACECR), Khorasan Razavi, Iran.
3. Researcher of Tourism Economic Departments, Iranian Academic Center for Education, Culture and Research (ACECR), Khorasan Razavi, Iran.

**Received:** 2020/06/22

**Accepted:** 2021/07/04

**PP:** 155-172

Use your device to scan and  
read the article online



### Keywords:

Value Chain, Damask Rose,  
Khorasan Razavi

### Abstract

Return and financial risk are two key factors in the optimal capital structure of tourism projects. This is of great importance for funding and budgeting tourism projects. Therefore, determining the optimal capital structure and selecting suitable financial tools to achieve desirable results in terms of return and financial risk is essential. In this study, the optimal capital structure of 10 recreational projects in the city of Mashhad was examined using two methods: maximum return analysis and minimum financial risk, and efficiency calculation using input-oriented, non-radial, and scale productivity models. The results showed that projects with lower financial risk and higher return at the same time have a more optimal capital structure. Project 2 and 7 had the best performance in their capital structure, using personal capital and partnership with individuals and legal entities, and public-private partnership financing methods. Additionally, the study revealed that increasing the capital to debt ratio is an appropriate method for financing recreational projects. Therefore, financing through personal capital and partnership with individuals and legal entities is the best option for the success of recreational projects in Mashhad. Based on this study, determining the optimal capital structure and using suitable financial tools for tourism projects can improve project performance while maintaining less risk.

**Citation** Rasoulzadeh, M; Khaksar, H; Rahnama, A.(2023). **Investigating the Optimal Capital Structure in Investing in Tourism Projects in Mashhad**, Journal of Regional Planning, Vol 13, No 49, PP:155-172.

**DOI:** 10.30495/JZPM.2021.25246.3675

**DOR:**

\* **Corresponding author:** Hamideh Khaksar Astaneh

**Address:** Faculty Member of Tourism Economic Departments ,Iranian Academic Center for Education, Culture and Research (ACECR), Khorasan Razavi, Iran.

**Tell:** +98 9153095664

**Email:** khaksar@acecr.ac.ir

## Extended Abstract

### Introduction

Financing is an important issue for urban development because usually the administration of cities and the implementation of various projects in the city is in the hands of the non-governmental public sector and financing is the most important issue. Numerous methods of financing and their use for urban projects are influenced by the level of political risk in the country, as the most important factor. In general, financing is a topic in economics that deals with the provision of capital to individuals, businesses and governments. One of the most effective ways to achieve the long-term goals of macroeconomics and development of countries is to have active and healthy financial markets. In fact, financing is the driving force of economic activities and without having financial resources or lack of forecasting and planning to provide it, the implementation of investment plans is not possible or faces problems. Optimal capital structure can lead to successful project financing in the market in which it operates, so it is necessary to explain the role of capital structure in this regard.

### Methodology

The combination of different financial resources of each company is called capital structure. In examining the capital structure of companies, an attempt is made to explain the composition of different financial resources that are used in financing the required activities and investments. This study is a descriptive-analytical method using library resources and data collection in a survey. To evaluate the efficiency of project capital structure, the calculated data envelopment analysis (DEA) method has also been used from the "formula for calculating maximum return and minimum risk". The methods used in this study to analyze the data are described below. Data envelopment analysis technique is a linear programming model that uses the input and output variables that are determined and entered for the model to construct a performance boundary and each decision-making unit (project) is proportional to the distance that it has an efficiency with the limit, assigns a number called "efficiency" and thus the efficiency of each project is determined and the project that has the efficiency number "one", i.e. has the shortest distance from the efficiency limit as a unit (Project) is considered efficient. In this research, efficient unit means projects that have an optimal capital structure. To determine the optimal capital structure, two factors of return and risk are considered. In terms of return, the capital structure is more desirable to increase the profit and value of the company or project, and in terms of risk, the capital structure is more desirable to reduce the financial risk of the company or project. As a result, because increasing the return will increase the value of the company and increasing the risk will decrease the value of the company, it is necessary to determine a structure that is accompanied by an increase in return commensurate with the risk in a way that increases the value of the company.

### Results and Discussion

The results of BCC model estimation show that projects 1, 2, 5, 7 and 8 have been efficient in their capital structure. In these projects, projects 1, 2 and 8, which do not have land and their share of financing through public-private partnerships and private capital and partnerships with individuals and legal entities is more than the share of banking facilities, is efficient and except projects They are successful Calculating efficiency non-radially indicates that projects 1, 2, 5, 7 and 8; they have been among the efficient projects in their field of financing. The reason for the inefficiency of projects 3, 4, 6, 9 and 10 is the "surplus in the inputs of the financing method" compared to its outputs. In other words, the input variable, i.e. the ratio of "total debt to assets" compared to outputs, which include "profitability, size of company or project, ratio of fixed assets, market value added", has a surplus that according to previous results, Has coordination. According to the MPSS model estimation results; it can be stated that projects 1, 2, 5, 7 and 8 have maximum productivity compared to other recreational projects studied in this study. These results are consistent with the output of the previous two models. Therefore, it should be said that the financing methods used in the mentioned projects, which include the high share of assets to debts in choosing the type of financing method, can be suggested for other projects that are not efficient. According to the results of calculation of returns and risk, it should be said that the 5

projects that had the highest returns and therefore had better performance in their capital structure in financing, including projects 7, 10, 6, 2, 9 and 8, respectively. Are. If we consider the financial risk index, projects 2, 4, 3, 1 and 7, because they have less risk, are in a better position in terms of capital structure and have acted better in choosing financing methods. Considering that a project will have a more desirable and efficient capital structure that has less financial risk and higher returns at the same time, so considering this case, it should be said that projects No. 2 and 7, which are simultaneously They can cover two items of less risk and more return. They have the best performance in their capital structure, compared to other projects, and they have been successful in choosing financing methods.

### Conclusion

The results showed that due to the small scale of recreational projects in Mashhad and the impossibility of using financing methods in the capital market, the appropriate financing methods in these projects are methods that have a "capital to debt" ratio. Increase. Also, the methods of financing "public-private partnership and personal capital and partnership with individuals and legal entities" can be desirable. This issue in the study of gamer's et al. Is also emphasized. On the other hand, there is a relationship between financing methods from inside and outside the firm and also the success and failure of projects. Among the three most widely used financing methods, among the recreational projects studied, namely "personal capital and partnerships with individuals and legal entities, banking facilities and public-private partnerships", financing through increasing the share of personal capital and partnerships with individuals and Legal versus the share of public-private partnership and facility financing will make the project more successful.



## بررسی ساختار بهینه سرمایه در سرمایه‌گذاری پروژه‌های گردشگری شهر مشهد

مریم رسول زاده<sup>۱</sup>، حمیده خاکسار آستانه<sup>۲\*</sup>، علی رهنما<sup>۳</sup>

۱. پژوهشگر گروه اقتصاد گردشگری، سازمان جهاددانشگاهی خراسان رضوی، مشهد، ایران
۲. عضو هیات علمی گروه اقتصاد گردشگری سازمان جهاددانشگاهی خراسان رضوی، مشهد، ایران
۳. پژوهشگر گروه اقتصاد گردشگری سازمان جهاددانشگاهی خراسان رضوی، مشهد، ایران

## چکیده

بازده و ریسک مالی دو عامل کلیدی در ساختار بهینه سرمایه پروژه‌های گردشگری هستند. این موضوع برای تامین منابع مالی و بودجه‌بندی پروژه‌های گردشگری از اهمیت بالایی برخوردار است. در این راستا، تعیین ساختار بهینه سرمایه و انتخاب ابزارهای مناسب تامین مالی برای پروژه‌های گردشگری به منظور دستیابی به نتایج مطلوب در زمینه بازده و ریسک مالی، امری اساسی محسوب می‌شود. در این مطالعه، با استفاده از دو روش تحلیل حداکثر بازده و حداقل ریسک مالی، و محاسبه کارایی با استفاده از مدل‌های ورودی محور، غیر شعاعی و بهره‌وری در مقیاس، ساختار بهینه سرمایه در ۱۰ پروژه تفریحی شهر مشهد مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که پروژه‌هایی که به طور همزمان با ریسک کمتر و بازده بیشتر همراه هستند، دارای ساختار سرمایه بهینه‌تری هستند. با توجه به نتایج مطالعه، پروژه‌های ۲ و ۷ به عنوان بهترین عملکرد در ساختار سرمایه خود، با استفاده از تامین مالی از طریق سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی، و مشارکت عمومی - خصوصی به دست آمدند. همچنین، در این مطالعه نشان داده شد که افزایش نسبت سرمایه به بدهی، روش مناسبی برای تامین مالی پروژه‌های تفریحی است. در نتیجه، تامین مالی از طریق سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی بهترین گزینه برای موفقیت پروژه‌های تفریحی در شهر مشهد به شمار می‌رود. با توجه به این مطالعه، می‌توان نتیجه گرفت که تعیین ساختار بهینه سرمایه و استفاده از ابزارهای مناسب تامین مالی برای پروژه‌های گردشگری، توانایی بهبود عملکرد پروژه‌ها را با حفظ ریسک کمتری دارد.

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۴/۱۳

شماره صفحات: ۱۷۲-۱۵۵

از دستگاه خود برای اسکن و خواندن مقاله به صورت آنلاین استفاده کنید



## واژه‌های کلیدی:

زنجیره ارزش، گل محمدی، استان خراسان رضوی.

۱ استناد: رسول زاده، مریم، خاکسار، حمیده، رهنما، علی (۱۴۰۰): بررسی ساختار بهینه سرمایه در سرمایه‌گذاری پروژه‌های گردشگری شهر مشهد، فصلنامه برنامه‌ریزی منطقه‌ای، سال ۱۳، شماره ۴۹، مردادشت: صص ۱۷۲-۱۵۵.

DOI: 10.30495/JZPM.2021.25246.3675

DOR:

\* نویسنده مسئول: حمیده خاکسار آستانه

نشانی: عضو هیات علمی گروه اقتصاد گردشگری سازمان جهاددانشگاهی خراسان رضوی، مشهد، ایران

تلفن: ۰۹۱۵۳۰۹۵۶۶۴

پست الکترونیکی: khaksar@acecr.ac.ir

تامین مالی موضوع مهمی برای توسعه شهری محسوب می‌گردد چرا که معمولاً اداره شهرها و اجرای پروژه‌های مختلف در شهر، در دست بخش عمومی غیر دولتی قرار دارد و تامین مالی مهمترین مسئله است (Xu, 2019: 5). روش‌های متعدد تامین مالی و استفاده از آن‌ها برای پروژه‌های شهری، تحت تاثیر سطح ریسک سیاسی کشور، به عنوان مهمترین فاکتور، قرار دارد (Müllnerb and Dorobantua, 2019:7). به طور کلی باید گفت که تامین مالی مبحثی در علم اقتصاد است که به موضوع فراهم کردن سرمایه برای اشخاص، کسب و کارها و دولت‌ها می‌پردازد. یکی از موثرترین روش‌ها برای رسیدن به اهداف بلندمدت اقتصادکلان و توسعه‌ای کشورها، دارا بودن بازارهای مالی فعال و سالم می‌باشد (hasanzadeh et al, 2011:5). در واقع تامین منابع مالی، موتور محرکه فعالیت‌های اقتصادی بوده و بدون داشتن منابع مالی یا عدم پیش‌بینی و برنامه‌ریزی در جهت تامین آن، اجرای طرح‌های سرمایه‌گذاری، امکان‌پذیر نبوده یا با مشکل مواجه می‌گردد (Nazarpour et al, 2014:110).

ساختار سرمایه مطلوب می‌تواند به موفق بودن پروژه در تامین مالی، در بازاری که در آن مشغول است منجر گردد، لذا لازم است نقش ساختار سرمایه در این خصوص تبیین گردد. باید گفت؛ پروژه‌ای که بدهی‌های بیشتری دارد و ساختار تامین مالی آن وابسته به بدهی است دارای ریسک‌های متعددی است، در عین حالی که می‌تواند به موفقیت‌های زیادی نیز دست یابد. همچنین نقش مدیر در انتخاب ساختار بهینه سرمایه بسیار حساس و مهم است (Mu et al, 2017:8). در شرکت‌های کوچکتر و نوپاتر تصمیمات سرمایه‌گذاران بر ساختار سرمایه موثر است و جریان پول نقد از محرک‌های مهم ساختار سرمایه است (Brown et al, 2019:15). کیفیت نهادی نیز تاثیر معنی‌داری بر ساختار سرمایه بنگاه‌ها دارد (Matemilola, 2019:2). ترکیب نامناسبی از منابع (بدهی در مقابل سرمایه) یا تحصیل منابعی که تعهدات و محدودیت‌های نقدینگی بالایی به دنبال داشته باشد و یا قراردادهایی که تعهدات هزینه‌های بالایی را برای پروژه تحمیل نماید. ممکن است منجر به سرمایه‌گذاری نامناسبی شود که ادامه بقا و حیات شرکت و موفق بودن پروژه اجرایی را تهدید کند (Fatoreh Banaei et al, 2014:9). همچنین جریان نقدی بر سرعت تعدیل به ساختار سرمایه مطلوب اثرگذار است. تنظیم ساختار مالی شرکت به هزینه‌های معامله، هزینه‌های اطلاعات، هزینه‌های چانه‌زنی و هزینه‌های نظارت بستگی دارد. شرکت‌های دارای جریان نقدی مثبت نسبت به شرکت‌هایی با جریان نقدی منفی، دارای ساختار بهینه در سرمایه خود بوده‌اند. بنابراین وجود جریان نقدی بیشتر در شرکت و وابستگی کمتر آن به تامین مالی مبتنی بر بدهی به موفق بودن شرکت و پروژه‌های آن کمک خواهد کرد (Dufour et al, 2018:15). تصمیمات ساختاری سرمایه (بدهی در مقابل حقوق صاحبان سهام) و تصمیم‌گیری ساختار بدهی (نرخ بدهی ثابت در برابر نرخ بدهی شناور یا بدهی مرتبط با تورم) بر موفق بودن و موفق نبودن یک شرکت اثر دارد. بنابراین بهینه‌سازی بدهی‌ها و ساختارهای سرمایه، افزایش قابل توجهی در ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت (Martellini et al, 2018:14).

این مسئله که ساختار سرمایه چگونه باشد مطلوب‌تر است و یا اگر شرکتی بخواهد منابع مالی جدید تهیه کند، از چه نوع منابع مالی استفاده کند و ساختار سرمایه خود را چگونه تعیین کند تا نتیجه مطلوبتری داشته باشد، از اهمیت بالایی برخوردار می‌باشد. لذا هدف از تعیین ساختار سرمایه، تعیین ترکیب منابع مالی با هدف حداکثر بازدهی برای شرکت و یا پروژه می‌باشد که این تحقیق نیز به دنبال بررسی این موضوع در پروژه‌های گردشگری شهر مشهد است.

در صنعت گردشگری بخش‌های دولتی و خصوصی مکمل یکدیگر هستند و عدم وجود یکی از آنها باعث بروز ناکارآمدی دیگری می‌شود (Vahedpor and Jafari, 2011:86)، معمولاً در پروژه‌های گردشگری و تفریحی در شهرها این دو بخش در تامین مالی آن‌ها با هم مشارکت دارند. بر اساس مطالعات مختلف صورت گرفته در خصوص مسائل و مشکلات توسعه گردشگری در شهر مشهد، یکی از مهمترین این مسائل به مباحث تامین منابع مالی در پروژه‌های گردشگری برمیگردد. لذا در این مطالعه بررسی ساختار سرمایه در پروژه‌های تفریحی با روش برآورد کارایی (DEA) و برآورد حداکثر نرخ بازده و حداقل ریسک، جهت شناسایی ابزارهای مناسب تامین مالی پرداخته شده و مناسبترین روش تامین مالی برای این پروژه‌ها پیشنهاد شده است. در ادامه ادبیات و پیشینه تحقیق در زمینه ساختار سرمایه و تاثیر آن بر سرمایه‌گذاری بررسی شده و پس از آن روش‌های کارایی مورد استفاده در این تحقیق معرفی خواهند شد و نتایج حاصل از برآورد ساختار سرمایه با کمک ابزارهای تحقیق تشریح و در نهایت نتیجه‌گیری بیان می‌شود. از آنجا که تحقیق حاضر به بررسی ساختار سرمایه و اثرگذاری آن بر کارایی سرمایه‌گذاری می‌پردازد تا به کمک آن بهترین روش تامین مالی در پروژه‌های گردشگری را شناسایی نماید، از این جهت دارای نوآوری می‌باشد چراکه سایر مطالعات گذشته، روش‌های مناسب تامین مالی را در بخش گردشگری با توجه به ساختار سرمایه در آن‌ها، بررسی ننموده‌اند. با توجه به توضیحات بیان شده سوالات تحقیق حاضر به صورت ذیل بیان می‌گردند؟

۱- ساختار سرمایه بهینه سرمایه در پروژه‌های تفریحی شهر مشهد چگونه است؟

۲- کارایی روش‌های تامین مالی و حداکثر بازده و حداقل ریسک در هر کدام از پروژه‌های نمونه انتخاب شده، چگونه است؟

- ۳- کدام روش تامین مالی می‌تواند علاوه بر تامین ساختار بهینه سرمایه، دارای کارایی مناسبی نیز باشد؟  
 فرضیه‌های تحقیق نیز با توجه به مطالعات اولیه و بررسی‌های ابتدایی شامل موارد ذیل خواهد بود؟
- ۱- ساختار بهینه سرمایه در روش‌هایی که نسبت سرمایه به بدهی در آن‌ها بزرگتر باشد، بیشتر خواهد بود.
- ۲- مقیاس پروژه‌های تفریحی در تعیین نوع استفاده از روش‌های تامین مالی موثر بوده و مقیاس کوچکتر سبب کارایی در روش‌هایی خواهد بود که سهم سرمایه شخصی در آن‌ها بالاتر است.
- ۳- پروژه‌های دارای زمین در تامین مالی خود موفق‌تر عمل خواهند کرد.

### پیشینه تحقیق و مبانی نظری

بسه ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت، ساختار سرمایه می‌گویند (Oxford Dictionary of Financial and Banking Sciences, 2005؛ Ghalibaf asl, 2005). در بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها، تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آن‌ها در تامین مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های مورد نیاز، تبیین شود (Myers, 2001؛ Brounen et al, 2006). از طرفی می‌توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمایه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور بیشینه‌سازی ثروت سهامداران آن است (Nevo, 2002)؛ زیرا از آنجا که هزینه سرمایه شرکت تابعی از ساختار سرمایه آن تلقی می‌شود (Bagherzadeh, 2003)، انتخاب ساختار سرمایه مطلوب موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت و افزایش ارزش بازار آن می‌شود (Modarres and Abdolazadeh, 1999). این موضوع که شرکت‌ها چگونه ترکیب منابع مالی راهبردی خود را انتخاب و تعدیل می‌کنند، مدت‌ها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم منشأ بحث‌های فراوان است (Marques and Santos, 2004). البته، زمانی اعتقاد بر این بود که ماهیت چنین مسائلی به قدری پیچیده است که نمی‌توان به تدوین نظریه معقولی در این زمینه پرداخت. در حدود نیم قرن پیش، وستون (1995) باب آغاز بحث درباره امکان تدوین چنین نظریه‌هایی را گشود و ادامه چنین مباحثاتی در نهایت تدوین باعث شد که مودیگیانی و میلر (1958) نخستین نظریه ساختار سرمایه را تدوین کنند. مطالعات نشان می‌دهد که، از زمان انتشار مقاله آن‌ها، نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره ساختار سرمایه شرکت‌ها و چگونگی انتخاب آن تدوین شده‌است. با این حال، پژوهش‌ها بیان می‌کنند که هیچ یک از نظریه‌ها و الگوهای فعلی به تنهایی نمی‌توانند عوامل مؤثر در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها را کاملاً تبیین کنند و پاسخ قاطعانه‌ای برای این پرسش فراهم می‌آورند که «چرا در شرایط گوناگون، تعدادی از شرکت‌ها برای تامین مالی فعالیت‌های خود، گزینه انتشار سهام، بعضی به کارگیری منابع داخلی و برخی دیگر روش استقراض را انتخاب می‌کنند؟» (Myers, 2001؛ Friedenber, 2004؛ Frank and Guial, 2005؛ DeAngelo, 2006). هنگامی که ساختار سرمایه بررسی می‌شود تصویری کلی از میزان ریسکی بودن سرمایه‌گذاری در شرکت را نشان می‌دهد. مدیران مالی همچنین باید ارزان‌ترین منابع مالی را برای شرکت بیابند (Setayesh and Ghayouri moghaddam, 2009). باید گفت که عوامل غیرمستقیم نیز ممکن است بر ساختار سرمایه شرکت اثرگذار باشند به عنوان مثال در شرکت‌های صنعتی عواملی مانند دسترسی به مواد اولیه مناسب، وجود بازار مناسب و ایده‌های جدید بر ساختار سرمایه، اثرگذار خواهد بود یعنی عوامل بیرونی تاثیرات مستقیم و غیرمستقیم بر شکل‌گیری ساختار سرمایه‌ای خواهند داشت (Li and Islam, 2018) و یا آنکه ویژگی‌های خاص شرکت بر شکل‌گیری ساختار سرمایه موثر است (Moradi and Paulet, 2019). دو تئوری مهم در زمینه ساختار سرمایه «توازن» و «سلسله مراتبی» است؛ طبق تئوری توازن، ساختار سرمایه به وسیله توازن بین منافع و هزینه‌های ناشی از بدهی تخمین زده می‌شود. نسخه اصلی این تئوری پیرو مباحثه مودیگیانی و میلر (1963) رشد یافت. هنگامی که مالیات بر سود به مدل اصلی «بی‌اهمیت بودن ساختار سرمایه» اضافه شد، باعث گردید تا برای بدهی، منافع مالیاتی در نظر گرفته شود. در تئوری سلسله مراتبی، میرز (1984) استدلال می‌کند انتخاب نامطلوب بر این موضوع دلالت دارد که در میان منابع تامین مالی، سود انباشته بر بدهی و بدهی بر انتشار سهام ارجحیت دارد. به عبارت دیگر، مایرز بیان کرد، در صورتی که یک شرکت تامین مالی داخلی را بر تامین مالی خارجی و در شرایط تامین مالی خارجی، تامین مالی از طریق بدهی را بر انتشار سهام ترجیح دهد، گفته می‌شود که آن شرکت از تئوری سلسله مراتبی برای تعیین ساختار بهینه سرمایه استفاده می‌کند به عبارت دیگر، این تئوری بیان می‌کند که هر چه شرکت سودآورتر باشد، اهرم کمتری خواهد داشت، چرا که به جای تامین منابع مورد نیاز خود از محل بدهی، از منابع به دست آمده از طریق سودهای خود استفاده می‌کند (Banker, 1984).

با توجه به توضیحات ارائه شده می‌توان گفت؛ ساختار سرمایه می‌تواند بر کارایی سرمایه‌گذاری و بکارگیری ابزارهای مناسب تامین مالی در پروژه‌های مختلف از جمله پروژه‌های گردشگری موثر باشد که هدف تحقیق حاضر نیز بررسی این موضوع می‌باشد. تعداد مطالعاتی که در

خصوصاً تامین منابع مالی در بخش گردشگری در داخل کشور انجام شده محدود می‌باشد، در اینجا به ارائه برخی از مطالعات داخلی و خارجی مرتبط پرداخته می‌شود.

در مطالعه صافی دستجردی (۱۳۹۴)، ضمن مروری بر ابزارهای تامین مالی صنعت گردشگری از جمله سیستم بانکی، حساب ذخیره ارزی، فاینانس، اوراق صکوک، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، استفاده از منابع بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی؛ بر طرح اوراق منفعت برای تامین مالی این صنعت تاکید شده است. در تحقیق مزینی (۱۳۹۲)، بیان شده است که اوراق صکوک سرمایه‌گذاری، به عنوان یک ابزار تامین مالی مبتنی بر تعالیم اسلامی و به عنوان یک رویکرد بلندمدت در تامین مالی بخش گردشگری می‌باشد. پارسه و همکاران (۱۳۹۱)، در مطالعه‌ای به شناخت روش‌های بهینه تامین مالی پروژه‌های زیربنایی گردشگری پرداختند نتایج مطالعه نشان داد که ابزارهای تامین مالی BOT رو شهای مناسبی در این پروژه‌ها هستند. در مطالعه جعفرزاده و جنتی (۱۳۸۹)، نتایج نشان داد برنامه‌ای که برای استفاده از منابع اوراق مشارکت در طرح‌های بهسازی و نوسازی حرم مطهر در مشهد طراحی می‌شود باید صرفاً برای بخش تملک باشد تا بتواند باعث تسریع در طرح شود؛ زیرا پس از تملک زمین می‌توان از منابع سرمایه‌گذار نیز استفاده کرد. موسویان و همکاران (۱۳۸۸)، در مقاله خود نتایج نشان دادند، با توجه به کاربردهای عملی، آثار و نتایج اقتصادی اوراق جعاله، این اوراق می‌توانند ابزاری مناسب برای تامین مالی صنعت گردشگری بوده و باعث رونق بازار سرمایه باشند. در مطالعه‌ای فلیچی (۱۳۸۸)، به بررسی عوامل موثر بر سرمایه‌گذاری بخش گردشگری و مقایسه شیوه‌های تامین مالی سرمایه پرداخته است. نتایج نشان داد که تامین منابع در روش‌های مختلف بستگی به نرخ بهره سیستم موردنظر دارد ولی در بخش ارزی می‌تواند بر سرمایه‌گذاری بسیار اثرگذار باشد.

بر اساس گزارش گردشگری (OECD, 2017)، طیف وسیعی از ابزارهای مالی در دسترس شرکت‌های گردشگری وجود دارد. این ابزارها را می‌توان بر اساس منبع تامین مالی، عمومی یا خصوصی، مرحله فعالیت کنونی و در جریان شرکت و یا مرحله نوآوری و توسعه شرکت دسته بندی نمود. بر اساس گزارش (USAID (2017) در ارتباط با منابع تامین مالی بخش گردشگری اردن در سال ۲۰۱۷، منابع مختلف تامین مالی گردشگری از جمله بانک‌ها و منابع غیر بانکی برای اردن وجود دارد و بانک‌ها انواع مختلف امکانات را در اختیار فعالان گردشگری قرار می‌دهد. در مطالعه دیگر انجام شده توسط OECD در سال ۲۰۱۷ در ارتباط با بررسی سیاست‌های گردشگری مکزیک، اشاره شده است که فعالیت‌های کوچک گردشگری، نیاز به منابع تامین مالی بسیار کمتری دارد که در بسیاری از موارد سبب سودآوری بیشتری نیز برای بخش خصوصی می‌شود. هس و کلمان<sup>۳</sup> (۲۰۱۷)، در مطالعه خود، به شناسایی پتانسیل‌های گردشگری در تامین مالی پرداختند هدف آن‌ها وفق یافتن با تغییرات آب و هوایی و سازگاری با مالیات و عوارض، کمک‌های مالی انطباقی (بودجه‌هایی که برای ایجاد انگیزه و نیز سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها یا برنامه‌های انطباقی/سازگاری اعطا می‌شود)<sup>۴</sup>، مقررات ساختمانی و انتقال ریسک بود. گابریلا<sup>۵</sup> (۲۰۱۷)، در مطالعه‌ای با عنوان نقش موسسات مالی بین‌المللی در توسعه گردشگری، نشان داد که، بسیاری از سازمان‌های بین‌المللی مالی به گردشگری و به ویژه بخش هتلداری توجه زیادی دارند. موسسات مالی در پروژه‌هایی که به طور مستقیم با توسعه پایدار در ارتباط هستند و به بهبود زیرساخت‌های گردشگری کمک می‌کنند تامین مالی می‌کنند. در گزارش سال ۲۰۱۶ شرکت KPMG<sup>۶</sup>، در رابطه با تامین مالی میهمان نوازی در کارائیب، به ارائه و ارزیابی تامین مالی در این زمینه برای ۱۲ امین سال در کارائیب پرداخته‌اند بر اساس نتایج این گزارش، ارائه دهندگان منابع غیربانکی نسبت به بانک‌ها در زمینه تامین مالی گردشگری بسیار قابل اعتمادتر هستند. گاجدوسی کواو همکاران (۲۰۱۶)، مطالعه‌ای با عنوان «مهندسی مجدد ساختار سازمانی گردشگری (مطالعه موردی اسلواکی)» انجام داده‌اند. نتایج بیانگر آن است که سازمان‌های کوچک گردشگری باید بر افزایش درآمد حاصل از فعالیت‌های خود تمرکز نمایند که این مساله نیز بوسیله قوانین موجود محدود گردیده‌است بنابراین این نگاه‌ها باید در جهت بدست آوردن اعضا و امکانات بیشتر و یا ادغام با دیگر نگاه‌ها تلاش نمایند تا بتوانند از یارانه‌ها استفاده نمایند. کاریلو و ایگناسیو<sup>۸</sup> (۲۰۱۶)، در مطالعه خود به بررسی میزان تامین مالی گردشگری توسط موسسات مالی بین‌المللی پرداخته‌اند. بر اساس نتایج حاصله به ترتیب بانک جهانی، سازمان کشورهای آمریکایی (OAS)<sup>۹</sup>، بانک توسعه بین‌الملل آمریکا

<sup>3</sup> Hess and Kelman

<sup>4</sup> Adaptation Funds

<sup>5</sup> Gabriela Rădulescu

<sup>6</sup> KPMG is a professional service company and one of the Big Four auditors, along with Deloitte, Ernst & Young (EY), and Price water houseCoopers (PWC).

<sup>7</sup> Gajdošíková

<sup>8</sup> Carrilo and Ignacio

<sup>9</sup> Organization of American States

(IDB) (بزرگترین منبع توسعه مالی آمریکای لاتین و کارائیب)، موسسه مالی بین‌المللی (IFC)<sup>۱</sup> و آژانس چندجانبه تضمین سرمایه‌گذاری چندجانبه (MIGA)<sup>۲</sup> از جمله اصلی‌ترین تامین‌کننده‌های مالی گردشگری در آمریکای لاتین و کارائیب هستند. صدیق<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۲۰)، به بررسی نقش تامین مالی بدهی در رابطه بین ساختار سرمایه، ارزش شرکت و عوامل اقتصادی کلان پرداختند. این مطالعه جنبه‌های کیفی و کمی ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را در ۵۶ شرکت بورسی سهام اردن با استفاده از داده‌های سری زمانی از ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۶ ادغام کرده است. نظریه مالکیت متمرکز به عنوان ابزار پولی انقباضی در این کشور اجرا شده است. نتایج تحقیق نشان داد که رابطه u شکل بین ابزار تامین مالی بدهی و درآمد سرانه کشور وجود دارد و همچنین رابطه u وارونه بین ساختار سرمایه و عملکرد یک شرکت در استفاده از ابراهای تامین مالی وجود دارد. مارونی<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی ساختار سرمایه در مدل‌های تعدیل شده تامین مالی، پرداختند. آنان اشاره داشتند که هدف‌گذاری فعال ساختار سرمایه، دارای تاثیر چند برابری بر کسری مالی شرکت دارد و وجود ساختار سرمایه مناسب به موفقیت روش تامین مالی کمک خواهد کرد. لیو<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۲۰)، به مدل بهینه‌سازی مونت کارلو برای تنظیم ساختار پویای سرمایه در مشارکت‌های دولتی و خصوصی در چین، تحت شرایط عدم اطمینان درآمد اشاره دارند. نتایج تحقیق نشان داد که استراتژی تامین مالی بدهی، می‌تواند برای عملیات پروژه پل هانگژو، مفید باشد اما در بلندمدت ممکن است بر درآمد پروژه، اثر منفی بگذارد. وجود ساختار سرمایه پویا می‌تواند برای پروژه‌های این چنینی کارا بوده و تداوم و پایداری مالی را افزایش دهد. نتیجه‌گیری مطالعات گذشته نشان می‌دهد که تامین مالی در گردشگری موتور محرکه این بخش برای پیشبرد توسعه اقتصادی کشورها محسوب می‌شود و از این نظر دارای اهمیت است. اکثر مطالعات ابزارهای مختلف تامین مالی را بررسی نموده و یا به معرفی این ابزارها پرداخته‌اند اما بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر کارایی سرمایه‌گذاری و ابزار تامین مالی را هدف قرار ندادند برای این منظور می‌توان کارایی را به کمک روش تحلیل پوششی داده‌ها بکار گرفت و در واقع نوآوری این تحقیق کنکاش در تاثیر نوع ساختار سرمایه بر موفقیت بکارگیری ابزارهای تامین مالی و در نهایت موفقیت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های گردشگری است.

## مواد و روش تحقیق

این مطالعه به روش توصیفی-تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و جمع‌آوری اطلاعات به صورت پیمایشی انجام شده است. برای بررسی کارایی ساختار سرمایه پروژه‌ها روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) محاسبه شده همچنین از «فرمول محاسبه حداکثر بازده و حداقل ریسک» نیز کمک گرفته شده است. در ادامه روش‌های مورد استفاده در این تحقیق برای تجزیه و تحلیل داده‌ها توضیح داده می‌شود.

## تحلیل پوششی داده‌ها

تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها یک مدل برنامه‌ریزی خطی است که با استفاده از متغیرهای ورودی و خروجی که برای مدل تعیین و وارد آن می‌گردد، اقدام به ساخت یک مرز کارایی می‌کند و هر واحد تصمیم‌گیرنده (پروژه) به نسبت فاصله‌ای که با مرز کارایی دارد، یک عدد به نام «کارایی» به خود اختصاص می‌دهد و بدین ترتیب کارایی هر پروژه مشخص شده و پروژه‌ای که دارای عدد کارایی «یک» باشد، یعنی کمترین فاصله را با مرز کارایی داشته باشد به عنوان واحدی (پروژه‌ای) کارا در نظر گرفته می‌شود (Emami meibodi, 2005). در این پژوهش واحد کارا یعنی پروژه‌هایی که دارای ساختار سرمایه بهینه می‌باشند. به عبارت دیگر ساختار سرمایه چین پروژه‌هایی، شامل ترکیب بهینه‌ای از ابزار بدهی و ابزار سرمایه است و دارای تامین مالی مطلوب بوده که موجب عملکرد مناسب پروژه و در نهایت منجر به ارزش آفرینی شده است. با بهره‌گیری از تکنیک مزبور، ساختار بهینه سرمایه برای پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه در شهر مشهد و به کمک نرم افزار GAMS تعیین شد.

نکته‌ای دیگر که در استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها باید مورد توجه قرار گیرد، رابطه بین تعداد ستاده‌ها و نهاده‌ها با تعداد واحدهای تصمیم‌گیرنده است. به صورت تجربی ثابت شده است که اگر رابطه زیر بین تعداد ستاده‌ها و نهاده‌ها با تعداد واحدهای تصمیم‌گیرنده برقرار نباشد، نتیجه حل مدل نشان خواهد داد که بیشتر واحدهای تصمیم‌گیرنده کارا هستند.

رابطه (۱)

$$2 \text{ (نهاده‌ها} \times \text{ ستاده‌ها)} \geq \text{تعداد واحدهای تصمیم‌گیرنده تحت بررسی}$$

<sup>1</sup> Inter-American Development Bank

<sup>1</sup> International Finance Corporation

<sup>1</sup> Multilateral Investment Guarantee Agency

<sup>1</sup> Sadiq 3

<sup>1</sup> Maroney 4

<sup>1</sup> liu 5



در تحقیق حاضر، چون ستاده شامل ۱ متغیر و نهاده‌ها شامل ۴ متغیر می‌باشد (تعداد این متغیرها بر اساس بررسی پیشینه تحقیق و همچنین ماهیت آن، انتخاب گردید چرا که چهار متغیر موثر بر ساختار سرمایه شامل «سودآوری، اندازه شرکت یا پروژه، نسبت دارایی‌های ثابت، ارزش افزوده بازار» می‌باشد). لذا تعداد ۱۰ پروژه انتخاب شد که رابطه بالا برقرار گردد. با استفاده از سه مدل ورودی محور، غیر شعاعی، بهره‌وری در مقیاس، پروژه‌های تفریحی از نظر کارایی در تامین مالی، مورد بررسی قرار گرفته‌اند که به دلیل جلوگیری از طولانی شدن مطالب از روابط آن خودداری می‌شود.

### حداکثر بازده و حداقل ریسک

برای تعیین ساختار سرمایه مطلوب به دو عامل بازده و ریسک توجه می‌شود. از نظر بازده، ساختار سرمایه‌ای مطلوب‌تر است که سود و ارزش شرکت یا پروژه را افزایش دهد و از نظر ریسک، ساختار سرمایه‌ای مطلوب‌تر است که ریسک مالی شرکت یا پروژه را کاهش دهد. در نتیجه چون افزایش بازده موجب افزایش ارزش شرکت و افزایش ریسک موجب کاهش ارزش شرکت خواهد شد، باید ساختاری را تعیین نمود که همراه با افزایش بازده متناسب با ریسک به گونه‌ای باشد که منجر به افزایش ارزش شرکت گردد (Tehrani, 2010).

۱- فرمول محاسبه بازده

برای آن که بتوان بازده یک پروژه را تعیین نمود و سپس پروژه مطلوب را از نظر تامین مالی انتخاب کرد بایستی سود منابع تامین مالی (EPS) را محاسبه نمود و سپس پروژه‌های که بیشترین سود را ایجاد می‌کند به عنوان پروژه مطلوب و موفق در تامین مالی معرفی کرد. برای اینکار باید رابطه EPS-EBIT را برای ساختار مالی هر پروژه نوشته و سود منابع تامین مالی آن را تعیین کرد:

رابطه (۲)

$$EPS = \frac{(Y - I)(1 - t) - E}{N}$$

EPS: بازده منابع تامین مالی شده پروژه

Y: سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)

E: سود کل مبلغ سرمایه‌گذاری صاحبان پروژه

N: کل تعداد سهام پروژه

t: نرخ مالیات

I: هزینه بهره

برای استفاده از فرمول بالا در محاسبه بازده پروژه، از آنجا که این فرمول تعدیل شده است، لذا در صورت عدم وجود تامین مالی به صورت سهام، نیازی به وارد کردن مخارج کسر برای محاسبه بازده پروژه وجود ندارد.

۲- فرمول محاسبه ریسک مالی

در ارزیابی روش‌های مختلف تامین مالی از نظر ریسک، روشی مطلوب‌تر است که ریسک مالی کمتری داشته باشد، برای محاسبه ریسک مالی از درجه اهرم مالی استفاده می‌شود و درجه اهرم مالی از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

رابطه (۳)

$$FL = \frac{EBIT}{EBIT - (I + \frac{E}{1-t})}$$

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

t: نرخ مالیات

I: هزینه بهره

E: سود کل مبلغ سرمایه‌گذاری صاحبان پروژه

FL: درجه اهرم مالی

درجه اهرم مالی هر پروژه گردشگری منتخب در این تحقیق، بیانگر میزان ریسک آن پروژه در تامین مالی است، لذا پس از محاسبه درجه اهرم مالی پروژه‌های منتخب، هر روشی که درجه اهرم مالی آن کمتر است ریسک مالی آن کمتر بوده و از این نظر، آن پروژه در ساختار سرمایه خود برای تامین مالی،

عملکرد مطلوبتری را دارا بوده است. لازم به ذکر است با توجه به رابطه درجه اهرم مالی، چون درجه اهرم مالی (FL) با هزینه ثابت  $(I + \frac{E}{1-t})$  رابطه مستقیم دارد، نتیجه می‌گیریم هر پروژه‌ای که هزینه ثابت مالی آن کمتر است، ریسک کمتری دارد.

### معرفی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق

با توجه به مطالب ارائه شده در خصوص تئوری‌های ساختار سرمایه متغیرها، بر اساس این تئوری‌ها متغیرهای مدل انتخاب شدند به عبارتی تئوری سلسله مراتبی و موازنه ایستا که در مبانی نظری بیان شد، پایه انتخاب متغیرها می‌باشند. در دو دسته وابسته و مستقل به شرح ذیل انتخاب گردیدند:

#### ۱- متغیر وابسته یا متغیر ورودی

ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده که به صورت «نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها» تعریف می‌شود. این متغیر به صورت فرمول ذیل در مدل وارد می‌شود.

رابطه (۴)

$$R = \frac{\text{Total liabilities}}{\text{Total Assets}}$$

تعریف بدهی‌ها: بدهی حقوق مالی اشخاص غیر از مالک نسبت به دارایی‌های یک واحد اقتصادی است. بدهی‌ها معرف تعهدات مالی مؤسسه از بابت دارایی‌ها یا خدمات نسبی دریافتی از دیگران است که در گذشته و حال ایجاد شده و با انتقال دارایی‌ها یا ارائه خدمات در آینده پرداخت می‌شوند. شامل دو دسته بدهی جاری و بدهی‌های بلندمدت است.

تعریف دارایی‌ها: منابعی که دارای ارزش اقتصادی هستند و افراد، شرکت‌ها یا دولت‌ها مالکیت آن را در اختیار می‌گیرند و انتظار دارند آن منابع در آینده منافعی را برای آن‌ها ایجاد کنند، دارایی گفته می‌شود. دارایی یکی از اقلام ترانزنامه را تشکیل می‌دهد و به دو دسته دارایی‌های جاری و دارایی‌های بلندمدت تقسیم می‌شوند.

#### ۲- متغیرهای مستقل یا متغیرهای خروجی

چهار متغیر « سودآوری، اندازه شرکت یا پروژه، نسبت دارایی‌های ثابت، ارزش افزوده بازار»، به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش یا متغیرهای خروجی در تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها انتخاب شدند. این متغیرها به صورت زیر تعریف می‌شوند:

۱-۲- سودآوری به صورت نسبت سود خالص به دارایی‌ها، محاسبه خواهد شد.

رابطه (۵)

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}}$$

تعریف سود خالص<sup>۱</sup>: سود خالص به باقیمانده مجموع درآمدها پس از کسر هزینه‌های عملیاتی، مالی و مالیات گفته می‌شود. سود خالص می‌تواند مثبت یا منفی باشد که در صورت منفی بودن به آن زیان خالص گفته می‌شود. سود خالص در سطری پایانی صورت سود و زیان به روشی دیده می‌شود و معیار مهمی برای شناسایی شرکت‌های سودآور است.

۲-۲- اندازه شرکت یا پروژه، به صورت لگاریتم طبیعی مقدار دارایی‌ها و همچنین لگاریتم طبیعی مقدار فروش برای هر پروژه یا شرکت محاسبه خواهد شد.

رابطه (۶)

$$E = \frac{\text{Ln Assets}}{\text{Ln Sales}}$$

تعریف فروش<sup>۲</sup>: فروش به مقدار بهای دریافتی در ازاء ارائه کالا و خدمات گفته می‌شود که به دو صورت فروش نقدی و اقساطی وجود دارد. هرگاه فروش‌شده همزمان با تحویل کالا به خریدار بهای آن را نقداً دریافت کند، فروش نقدی نام دارد.

۳-۲- نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها نیز از دیگر متغیرهای مستقل مورد استفاده در این پژوهش است.

رابطه (۷)

$$t = \frac{\text{Plant assets}}{\text{Total Assets}}$$

تعریف دارایی‌های ثابت: دارایی ثابت به دارایی مشهودی که در واحد تجاری مورد استفاده قرار می‌گیرد و دارای ماهیتی دائمی یا نسبتاً ثابت است، گفته می‌شود. دارایی‌های مذکور، به استثنای زمین به مرور فرسوده یا در اثر گذشت زمان غیرقابل استفاده می‌شوند. در این صورت اصطلاحاً گفته می‌شود که دارایی‌ها مستهلک شده‌اند.

همچنین ارزش افزوده بازار نیز به صورت زیر محاسبه شده است (Hosseini and Najafi, 2012):

1 Liabilities	6
1 Assets	7
1 Net profit	8
1 Sales	9
2 Plant assets	0

سرمایه بکارگرفته شده = ارزش بازار شرکت = ارزش افزوده بازار

ارزش بازار شرکت از جمع ارزش بازار بدهی‌های بهره‌دار بعلاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید. ارزش بازار بدهی‌ها معادل ارزش دفتری آن‌ها در نظر گرفته شده‌است و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نیز از حاصل ضرب قیمت بازار هر سهم در آخر دوره مالی هر سال در تعداد سهام شرکت به دست آمده‌است و در نهایت سرمایه به صورت ذیل محاسبه شده‌است.

حقوق صاحبان سهام + حصة جاری بدهیهای بلند مدت + بدهی های بلند مدت = سرمایه به کار گرفته شده

### جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه:

این مطالعه به روش توصیفی - تحلیلی و با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و جمع‌آوری اطلاعات به صورت پیمایشی انجام شده‌است. به این ترتیب که با مراجعه حضوری به شرکت‌های سرمایه‌گذار در امور تفریحی شهر مشهد اطلاعات مالی پروژه‌های تفریحی گردآوری گردیده‌است. پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه در شهر مشهد شامل دو دسته می‌باشند. دسته اول، پروژه‌های در حال بهره‌برداری در شهر مشهد است که هم‌اکنون به مسافران و شهروندان خدمت رسانی می‌نمایند، دسته دوم پروژه‌های تفریحی در حال ساخت در شهر مشهد بوده که در آینده وارد کسب و کار مرتبط با گردشگری و تفریحی می‌شوند. برای دریافت اطلاعات تعدادی از پروژه‌های تفریحی شهر مشهد، به سه سازمان مرتبط در استان که مبادرت به «ایجاد، ساخت، مشارکت و یا اعطای مجوز» مراکز تفریحی می‌نمایند مراجعه حضوری انجام شد. این سه سازمان شامل «میراث فرهنگی، صنایع دستی و گردشگری»، «شهرداری مشهد (معاونت اقتصادی)» و «اداره کل امور ورزش و جوانان استان» می‌باشند.

پروژه‌های در حال بهره‌برداری شامل ۱۰ مورد است که ۳ مورد آن نهاد صادرکننده مجوز اداره کل امور ورزش و جوانان استان بوده و سرمایه‌گذاران آن متعلق به بخش خصوصی هستند و ۷ مورد دیگر صادرکننده مجوز و مشارکت در ساخت آن مرتبط با شهرداری مشهد است. پروژه‌های در حال ساخت، شامل ۱۳ مورد است که ۷ مورد، نهاد متولی آن شهرداری بوده که در ساخت آن مشارکت نیز خواهد نمود. ۵ مورد دیگر آن متعلق به سرمایه‌گذاران بخش خصوصی است که نهاد متولی آن سازمان میراث فرهنگی، صنایع دستی و گردشگری بوده و اقدام به مجوز برای آنها نموده است.

در این مطالعه جامعه آماری پروژه‌های تفریحی در حال بهره‌برداری در شهر مشهد می‌باشند که با توجه به اندک بودن تعداد این نوع از پروژه‌ها (۱۰ پروژه) از روش سرشماری برای تعیین نمونه آماری استفاده شده و جامعه و نمونه آماری بر هم منطبق می‌باشند. لازم به ذکر است که اطلاعات مورد نظر برای بررسی ساختار سرمایه در پروژه‌ها از ترازنامه و صورت‌های سود و زیان این پروژه‌ها در سال ۱۳۹۷ استخراج گردید.

ذکر دو نکته در این قسمت ضروری است نکته اول آن که؛ پروژه‌هایی که از طریق منابع داخلی شرکت تامین مالی می‌شوند و فقط یک روش تامین مالی دارند در بررسی مفهوم ساختار سرمایه قرار نمی‌گیرند. لذا پروژه‌هایی انتخاب شدند که دارای حداقل دو یا سه روش تامین مالی بوده و مفهوم ساختار سرمایه برای آن‌ها قابل بیان باشد. نکته دوم آن است که بنا به وجود ملاحظات لازم و عدم تمایل صاحبان پروژه برای افشای اطلاعات مالی، نام پروژه تفریحی، در این تحقیق بیان نخواهد شد و اسم پروژه‌ها با شماره بیان می‌شود.

شرکت‌هایی که در امر سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تفریحی دخیل هستند با توجه به کلان‌شهر بودن مشهد می‌توانند به دو دسته تقسیم شوند شرکت‌های کاملاً خصوصی و شرکت‌های وابسته به نهادهای عمومی. آنچه که وجه تمایز این دو شرکت است در اختیار داشتن منابع مالی و همچنین زمین کافی برای اجرای پروژه‌ها است، شرکت‌های وابسته به نهادهای عمومی دارای منابع مالی و زمین کافی برای اجرا پروژه‌های مورد نظر بوده و این امر استفاده از نوع ابزار تامین مالی و همچنین روبرو بودن با تنوع ابزار مالی را برای سرمایه‌گذار متفاوت خواهد کرد. بنابراین شرکت‌های وابسته به نهادهای عمومی (مانند شهرداری و آستان قدس) با تنوع ابزار مالی روبرو بوده و این امر موفق بودن پروژه را تحت تاثیر قرار می‌دهد، گزینه‌ای که شرکت‌های کاملاً خصوصی را با محدودیت بیشتری مواجه می‌سازد. اما می‌توان گفت موفق بودن و نبودن یک پروژه تفریحی تحت تاثیر فاکتورهای مهم دیگری همچون نو و بکر بودن ایده اولیه نیز هست که از این حیث همه شرکت‌ها در یک رده برای رقابت قرار می‌گیرند.

### بحث و یافته‌های تحقیق

در اینجا نتایج محاسبه کارایی و محاسبه حداکثر بازده و حداقل ریسک انجام شده و بعد از آن مقایسه بین نتایج آنها انجام می‌شود.

#### نتایج محاسبه کارایی (DEA):

#### نتایج برآورد مدل BCC:

نتایج برآورد مدل BCC نشان می‌دهد پروژه‌های ۱، ۲، ۵، ۷ و ۸ دارای کارایی در ساختار سرمایه خود بوده‌اند. در این پروژه‌ها، پروژه‌های ۱، ۲ و ۸ که دارای زمین نبوده و سهم تامین مالی آن‌ها از روش‌های مشارکت عمومی خصوصی و سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی

و حقوقی بیشتر از سهم تسهیلات بانکی است دارای کارایی بوده و جز پروژه‌های موفق هستند (الیویر و مالتایس<sup>۱</sup> (۲۰۱۵)، تکر و تکر<sup>۲</sup> (۲۰۱۲) و آمیلیا<sup>۳</sup> (۲۰۱۰)). پروژه‌های ۵ و ۷ نیز دارای زمین بوده و سهم تامین مالی آن‌ها از سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی بیش از سهم روش تامین مالی مشارکتی و تسهیلاتی آنان بوده، که باعث شده در ساختار سرمایه موفق عمل نمایند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت در اجرای پروژه‌های تفریحی، در صورتی که تامین زمین و سرمایه از طریق مشارکت عمومی خصوصی صورت گیرد، پروژه‌ها از ساختار سرمایه بهینه و کاراتری نسبت به دریافت تسهیلات بانکی برخوردار می‌باشند. از مزایای روش مشارکت عمومی خصوصی امکان استفاده از شیوه‌های مدیریت متنوع، تشخیص بهتر نیازها و تخصیص بهینه منابع، کاهش هزینه و مدت زمان انجام پروژه‌ها، بهبود کیفیت ارائه خدمات می‌باشد.

همچنین به هر میزان که از سهم تسهیلات بانکی کاسته شود و سهم سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی افزایش یابد، ساختار سرمایه پروژه‌ها از کارایی بیشتری برخوردار می‌باشند. زیرا در تامین منابع مالی از طریق دریافت تسهیلات بانکی شرکت معمولاً ملزم به وثیقه نهادن دارایی‌های شرکت به وام‌دهندگان است و اگر وام به موقع پرداخت نشود، اموال شرکت به تصرف بانک در خواهد آمد. در نتیجه وام‌دهنده می‌تواند باعث شکست پروژه شود. از طرفی مقدار و مبلغ وام ممکن است محدود به میزان دارایی شرکت شود. ابزار بدهی اغلب حاوی محدودیت‌هایی بر فعالیت شرکت و مانعی برای گزینه‌های دیگر جذب سرمایه و فرصت‌های تجاری است و باعث افزایش ریسک نقدینگی می‌شود. هرچه نسبت بدهی (وام) به سهام شرکت بیشتر باشد، شرکت از نظر وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران پرریسک‌تر است.

لازم به توضیح است که در شهر مشهد دستیابی به زمین مناسب برای اجرای پروژه تفریحی یکی از مهمترین فاکتورهای موثر بر ساختار بهینه سرمایه است که همانگونه که در مقدمه نیز بیان شد از عواملی است که به طور غیرمستقیم بر انتخاب روش تامین مالی و ساختار سرمایه اثرگذار خواهد بود.

جدول ۱- نتایج اجرای مدل BCC ورودی محور تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها

واحد تصمیم‌گیرنده	کارایی (Z)	پروژه‌ای که می‌تواند الگو باشد (مجموع مرجع)
پروژه ۱	۱,۰۰	-
پروژه ۲	۱,۰۰	-
پروژه ۳	۰,۵۸	پروژه ۱، پروژه ۲، پروژه ۸
پروژه ۴	۰,۴۴	پروژه ۲، پروژه ۸
پروژه ۵	۱,۰۰	-
پروژه ۶	۰,۴۵	پروژه ۱، پروژه ۲
پروژه ۷	۱,۰۰	-
پروژه ۸	۱,۰۰	-
پروژه ۹	۰,۸۰	پروژه ۲
پروژه ۱۰	۰,۴۰	پروژه ۲، پروژه ۸

منبع: یافته‌های تحقیق

پروژه ۳، ۴، ۶ و ۹ و ۱۰ دارای عدم کارایی هستند بنابراین ساختار سرمایه در این پروژه‌ها بهینه نبوده و در ترکیب روش‌های تامین مالی موفق عمل ننموده‌اند. پروژه‌های مذکور می‌بایستی از پروژه‌های ۱، ۲ و ۸ به عنوان مرجع و الگو استفاده کنند. این پروژه‌های تفریحی دارای سهم بالایی در تامین مالی از منابع شخصی و داخلی شرکت خود بوده و همچنین برند شرکت در تامین مالی مناسب آن نیز به طور غیرمستقیم اثرگذار بوده‌است.

### برآورد مدل غیرشعاعی:

همانطور که در قسمت قبل بیان شد این الگو با نام «ارزیابی کارایی بر اساس متغیرهای کمکی» نام گرفته‌است. در روش غیرشعاعی برای هر ورودی و خروجی از یک نسبت مخصوص استفاده شده و میزان کاهش در ورودی‌ها (افزایش در خروجی‌ها) به صورت غیرمتناسب انجام می‌شود. برای محاسبه از روش غیرشعاعی نهاده‌محور یا همان ورودی‌گرا استفاده شده است. مدل رتبه‌بندی SBM در ماهیت‌های ورودی و

خروجی، از مدل‌های ابرکاری غیرشعاعی است. یکی از مزیت‌های این مدل این است که تحت تغییر واحد پایدار است. اهمیت ویژه مدل SBM نسبت به سایر مدل‌ها در DEA محاسبه متغیرهای کمکی و همچنین محاسبه کارایی واحدها می‌باشد.

جدول ۲- کارایی پروژه‌های منتخب و مازاد نهاده‌های مورد استفاده (ورودی‌ها)

واحد تصمیم‌گیرنده	کارایی	مازاد ورودی	مجموعه‌های مرجع
پروژه ۱	۱	۰	-
پروژه ۲	۱	۰	-
پروژه ۳	۰,۴۸	۱,۱۴	پروژه ۱ - پروژه ۲
پروژه ۴	۰,۱۰	۸,۹۵	پروژه ۲ - پروژه ۸
پروژه ۵	۱	۰	-
پروژه ۶	۰,۴۳	۳,۰۳	پروژه ۱ - پروژه ۲
پروژه ۷	۱	۰	-
پروژه ۸	۱	۰	-
پروژه ۹	۰,۰۵	۱۴,۵۰	-
پروژه ۱۰	۰,۳	۲,۱۳	پروژه ۲ - پروژه ۸

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به جدول فوق، محاسبه کارایی به روش غیر شعاعی بیانگر آن است که پروژه‌های ۱، ۲، ۵، ۷ و ۸؛ از جمله پروژه‌های کارا در حوزه تامین مالی خود بوده‌اند. علت ناکارایی پروژه‌های ۳، ۴، ۶، ۹ و ۱۰، «مازاد در ورودی‌های روش تامین مالی» در مقایسه با خروجی‌های آن می‌باشد. به عبارت دیگر متغیر ورودی یعنی نسبت «کل بدهی به دارایی‌ها» در مقایسه با خروجی‌ها که شامل «سودآوری، اندازه شرکت یا پروژه، نسبت دارایی‌های ثابت، ارزش افزوده بازار» می‌باشد، دارای مازاد بوده که با توجه به نتایج قبل، دارای هماهنگی است. «مازاد در ورودی‌ها» در اینجا به این معنی است که در پروژه‌های ناکارا، افزایش بدهی‌ها سبب افزایش ریسک پروژه شده و سبب ناموفق شدن پروژه در ساختار سرمایه آن و تامین مالی شده است. پروژه‌هایی که دارای نسبت بدهی به دارایی کمتری باشند دارای ریسک کمتر و در نتیجه کارایی بیشتری هستند.

### برآورد مدل:

یکی از موضوعات مهم در تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) بازده به مقیاس (RTS) و ماکزیمم اندازه بهره‌وری (MPSS) واحدهای تصمیم‌گیرنده و برآورد آن است. مفهوم MPSS در تحلیل پوششی داده‌ها اولین بار توسط بنکر در سال ۱۹۸۴ معرفی شد، به این صورت که واحد تصمیم‌گیرنده تحت ارزیابی، یک MPSS است اگر و تنها اگر ورودی‌ها را به اندازه  $\alpha$  کاهش دهیم و خروجی‌ها را به اندازه  $\beta$  افزایش دهیم و کماکان در مجموعه امکان تولید قرار داشته باشد و داشته باشیم  $\beta \geq \alpha$ .

جدول ۳- نتایج مدل ماکزیمم اندازه بهره‌وری MPSS

واحد تصمیم‌گیرنده (پروژه)	(Z)	خروجی مدل (پروژه‌های دارای ماکزیمم بهره‌وری یا بهره‌ورترین اندازه مقیاس)
پروژه ۱	۱,۰۰	MPSS
پروژه ۲	۱,۰۰	MPSS
پروژه ۳	۲,۰۶	-
پروژه ۴	۹,۶۵	-
پروژه ۵	۱,۰۰	MPSS
پروژه ۶	۲,۳۴	-
پروژه ۷	۱,۰۰	MPSS
پروژه ۸	۱,۰۰	MPSS
پروژه ۹	۲۱,۵۶	-
پروژه ۱۰	۳,۳۶	-

منبع: یافته‌های تحقیق

به عبارت دیگر اگر واحد تصمیم‌گیرنده تحت ارزیابی تحت مدل BCC کارا باشد آنگاه تحت مدل CCR نظیر آن با بازده به مقیاس ثابت کارا است. ناحیه مشترک مرز کارایی CCR و BCC که در این خاصیت صدق می‌کند را MPSS می‌نامند (Banker et al., 2004). طبق نتایج برآورد مدل MPSS؛ می‌توان عنوان نمود که پروژه‌های ۱، ۲، ۵، ۷ و ۸ دارای ماکزیمم بهره‌وری در مقایسه با سایر پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه در این تحقیق هستند. این نتایج با خروجی‌های حاصل از برآورد دو مدل قبل نیز همخوانی دارد. بنابراین باید گفت که روش‌های تامین مالی که در پروژه‌های نامبرده استفاده شده که شامل بالابودن سهم دارایی‌ها به بدهی‌ها در انتخاب نوع روش تامین مالی می‌شود برای سایر پروژه‌هایی که دارای کارایی نیستند، می‌توانند پیشنهاد گردند. از آنجایی که پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه در این پژوهش، کوچک مقیاس بوده و امکان استفاده از بازار سرمایه را دارا نیستند، لذا پروژه‌هایی در تامین مالی موفق عمل نموده‌اند که نسبت «استفاده از سرمایه» در مقایسه «استفاده از بدهی» در ساختار تامین مالی آن‌ها بزرگتر است و یکی از علل این امر نیز وجود نوسانات شدید و عدم پایداری وضعیت اقتصادی در کسب و کار بازار ایران است که نیاز به بالا بودن سهم سرمایه شخصی را مبرهن می‌سازد.

### بررسی تفاوت بین روش‌های محاسبه کارایی با ضریب همبستگی:

به منظور تشخیص اینکه کدام مدل و روش محاسبه کارایی قابل اعتمادتر است از ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده گردید. جدول ذیل نشان می‌دهد از آنجا که ضریب همبستگی در همه روش‌ها سطح معنی‌داری آن کمتر از پنج درصد است، بین محاسبه کارایی پروژه‌ها، از روش‌های مختلف محاسبه DEA تفاوت معنی‌داری وجود ندارد، بنابراین از سه روش فوق می‌توان برای محاسبه کارایی روش‌های تامین مالی در پروژه‌های تفریحی شهر مشهد استفاده کرده و پروژه‌هایی را که دارای کارایی بوده‌اند، مشخص نمود.

جدول ۴- ضریب همبستگی روش‌های مختلف محاسبه کارایی ساختار سرمایه پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه

روشهای محاسبه	BCC	SBM	MPSS
BCC	۱	-	-
SBM	۰/۸۴۸ (۰/۰۰۲)	۱	-
MPSS	۰/۸۴۲ (۰/۰۰۲)	-۰/۸۴۵ (۰/۰۰۰)	۱

منبع: یافته‌های تحقیق

### نتایج محاسبه بازده و ریسک:

در ادامه به کمک فرمول‌های مربوط به محاسبه بازده و ریسک، پروژه‌هایی که دارای ساختار مطلوب سرمایه هستند تعیین می‌گردند. با توجه به اطلاعات مالی کسب شده از پروژه‌های مورد مطالعه، می‌توان بازده و ریسک هر پروژه را محاسبه نمود که نتایج آن در جدول ذیل آمده‌است.

جدول ۵- برآورد بازده و ریسک پروژه‌های تفریحی منتخب در شهر مشهد بر اساس اطلاعات مالی سال ۱۳۹۷

شاخص	پروژه ۱	پروژه ۲	پروژه ۳	پروژه ۴	پروژه ۵
بازده	۳,۹۳۷	۶,۷۱۳	۳,۹۹۹	۳,۳۶۰	۴,۵۶۱
ریسک	۰,۴۹۹	۰,۱۲۵	۰,۴۳۲	۰,۱۸۱	۱,۷۲۹
شاخص	پروژه ۶	پروژه ۷	پروژه ۸	پروژه ۹	پروژه ۱۰
بازده	۶,۱۶۱	۱۰,۶۱۴	۵,۰۵۲	۵,۵۹۴	۹,۱۴۰
ریسک	۱,۰۲۱	۰,۵۷۵	۱,۰۹۱	۱,۰۸۸	۱,۴۰۷

منبع: یافته‌های تحقیق

با توجه به نتایج جدول باید گفت که ۵ پروژه‌ای که بالاترین بازده را داشته و بنابراین در ساختار سرمایه خود در تامین مالی دارای عملکرد بهتری بوده‌اند به ترتیب شامل پروژه‌های ۷، ۱۰، ۲، ۹ و ۸ می‌باشند. اگر شاخص ریسک مالی را مد نظر قرار دهیم پروژه‌های ۲، ۴، ۳، ۱ و ۷ چون دارای ریسک کمتری هستند، از نظر ساختار سرمایه وضعیت مناسبتری دارند و در انتخاب روش‌های تامین مالی به طور مطلوب‌تری عمل کرده‌اند. با توجه به آنکه پروژه‌های دارای ساختار سرمایه مطلوب‌تر و بهینه‌تر خواهد بود که به طور همزمان دارای ریسک مالی کمتر و بازده بیشتر باشد، لذا با در نظر گرفتن این مورد، باید گفت که پروژه‌های شماره‌های ۲ و ۷ که به طور همزمان می‌توانند دو آیتیم ریسک کمتر و بازده بیشتر را پوشش دهند دارای بهترین عملکرد در ساختار سرمایه خود، در مقایسه با سایر پروژه‌ها بوده و در انتخاب

روش‌های تامین مالی، موفق عمل نموده‌اند. پروژه شماره ۲ پروژه‌ای است که سهم تامین مالی آن از «روش مشارکت عمومی- خصوصی سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی» بیشتر از سهم «تسهیلات بانکی» بوده و در اینجا جز پروژه‌های موفق تعیین شده است. پروژه ۷ نیز دارای زمین بوده و سهم تامین مالی آن از «سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی» بیش از سهم «روش تامین مالی مشارکتی و تسهیلاتی» بوده، که ساختار سرمایه مطلوبی را تجربه نماید.

مقایسه نتایج دو روش «محا سبه کارایی» و «محا سبه ریسک و بازده» نشان می‌دهد که نتایج همپوشانی دارند. زیرا در روش محاسبه «کارایی»، پروژه‌های ۲، ۵، ۷، ۸ و ۱۰ دارای بهترین نوع ساختار سرمایه در تامین مالی بوده‌اند، اما در روش محاسبه شاخص‌های بازده و ریسک، پروژه‌های ۲ و ۷ دارای ساختار سرمایه بهینه می‌باشند. این موضوع در مطالعات گذشته نیز تایید شده است و در پروژه‌هایی که بخش خصوصی و دولتی دارای همکاری هستند و یا پروژه‌ای که در تامین زمین دارای مشکل نیست، مورد تایید است، چون این پروژه‌ها ریسک کمتری را دارا بوده و از نظر ساختار سرمایه وضع مناسبی داشته و در تامین مالی به طور مطلوبتری عمل کرده‌اند.

### نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش کارایی ساختار بهینه سرمایه، برای ۱۰ پروژه تفریحی موجود در شهر مشهد با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها و شاخص‌های بازده و ریسک برآورد شده و پروژه‌های موفق و ناموفق در این زمینه بررسی شده‌اند.

نتایج نشان داد، با توجه به کوچک بودن مقیاس پروژه‌های تفریحی در شهر مشهد و عدم امکان بهره‌گیری آنها از روش‌های تامین مالی در بازار سرمایه، روش‌های تامین مالی مناسب در این پروژه‌ها، روش‌هایی است که نسبت «سرمایه به بدهی» را افزایش دهد. همچنین روش‌های تامین مالی «مشارکت عمومی- خصوصی و سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی» می‌تواند مطلوب باشد این موضوع در مطالعه پارسه و همکاران (۱۳۹۱)، موسویان و همکاران (۱۳۸۸) و مارونی و همکاران (۲۰۱۸) نیز تاکید شده است. از طرفی بین روش‌های تامین مالی از محل منابع درون و برون بنگاهی و نیز موفقیت و عدم موفقیت پروژه‌ها ارتباط وجود دارد. از میان سه روش تامین مالی پرکاربرد، در بین پروژه‌های تفریحی مورد مطالعه یعنی «سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی، تسهیلات بانکی و مشارکت عمومی- خصوصی»، تامین مالی از طریق افزایش سهم سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی در مقابل سهم تامین مالی مشارکتی عمومی خصوصی و تسهیلاتی، سبب موفقیت بیشتر پروژه می‌شود.

البته به دلیل ماهیت پروژه‌های تفریحی و گردشگری، تاثیر عوامل برون سازمانی بر موفقیت تامین مالی آن‌ها (به ویژه پس از مراحل ساخت و بهره‌برداری) اثرگذار بوده و می‌توانند به طور غیرمستقیم ساختار بهینه مالی پروژه را تحت تاثیر قرار دهند. به عنوان مثال «نو بودن و بکر بودن یک پروژه تفریحی، برند داشتن، دسترسی مناسب به معابر اصلی شهر، تفکیک سنی و جنسی مناسب، رصد نمودن رقبا، به روز نگه داشتن فناوری و تکنولوژی و ...»، از جمله مواردی هستند که می‌توان در این زمینه به آن اشاره نمود. لذا مدیر پروژه بایستی بر تعدیل مناسب نسبت سرمایه به بدهی در مدیریت منابع مالی خود اهتمام داشته و همچنین سایر عوامل موثر بر بازار خدمات خود را رصد نموده و بتواند اثرات منفی آن را تعدیل نماید. از آنجایی که اکثر شرکت‌های سرمایه‌گذاری در گردشگری شهر مشهد را شرکت‌های کوچک تشکیل می‌دهند که از برند معتبر برخوردار نبوده و در بازار سرمایه و بورس نیز عضویت ندارند، در اکثر پروژه‌های تفریحی شهر مشهد از منابع مالی بازار سرمایه استفاده نمی‌شود. لذا پیشنهاد می‌شود شرکت‌های سرمایه‌گذاری در گردشگری و مجری پروژه‌های تفریحی با تجمیع و تبدیل به شرکت‌های بزرگ در بورس فعال شده و با انتشار سهام و اوراق بدهی و عضویت در صندوق‌های تامین مالی بازار سرمایه بتوانند به تامین مالی پروژه‌های تفریحی بزرگ مقیاس با صرفه اقتصادی بالاتر اقدام نمایند. بر طبق نتایج روش مشارکت عمومی- خصوصی در پروژه‌های بدون مالکیت زمین، مناسب می‌باشد. اما از آنجایی که در حال حاضر در پروژه‌های تفریحی شهر مشهد در بین انواع قراردادهای مشارکت عمومی- خصوصی بیشتر قرارداد از نوع BOT مورد استفاده قرار می‌گیرد و با توجه به کارایی بالای سایر انواع این قراردادها پیشنهاد می‌شود بخش عمومی از انواع دیگر قراردادهای مشارکت عمومی- خصوصی جهت همکاری با بخش خصوصی در اجرای پروژه‌های تفریحی در شهر مشهد بسته به نوع پروژه و مرحله تامین مالی استفاده نماید. از آنجایی که اکثر پروژه‌های تفریحی با بازده اقتصادی بالا دارای ایده‌های نوآورانه می‌باشند، پیشنهاد می‌گردد نسبت به فعال نمودن صندوق‌های جسورانه و مخاطره پذیر جهت تامین مالی این نوع از پروژه‌ها در شهر مشهد اقدام شود. در همین راستا ایجاد و توسعه مراکز تجاری سازی با هدف حمایت از صاحبان ایده لازم می‌باشد.

همچنین از آنجا که وجود نوسانات شدید و عدم پایداری و وضعیت اقتصادی در کسب و کار بازار ایران سبب روی آوردن سرمایه‌گذاران به استفاده از سرمایه شخصی و مشارکت با افراد حقیقی و حقوقی شده است و استفاده از سایر ابزارهای تامین مالی را با مشکل روبرو کرده لذا پیشنهاد می‌شود که سهولت در فضای کسب و کار و سرمایه‌گذاری، مد نظر برنامه‌ریزان قرار گیرد تا بتواند پشتوانه‌ای برای متنوع نمودن حق انتخاب ابزارهای تامین مالی برای سرمایه‌گذاران گردد.

## References

1. Aimilia, V. (2010). The Financing Policy and Spatial Development of Tourism in Greece: A Brief Review. *Revista Turismo and Desenvolvimento*. 13-14.
2. Bagherzadeh, S (2003), Explanation of the Capital Structure Pattern of Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Financial Research Quarterly*, Year 16, No. 16; pp 16-20. [In Persian]
3. Brounen D., A. de Jong and K. Koedijk (2006), "Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence", *Journal of Banking & Finance*, 30 (5);
4. Brownac, S; Dutordoir, M; Chris, V, Yulia V.Veld-Merkoulovac (2019), what is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis, *Journal of Corporate Finance*, Volume 58, October 2019, Pages 270-286
5. Carrillo-Hidalgo. I. and, Ignacio Pulido-Fernandez, J. (2016). Is the financing of tourism by international financial institutions inclusive? A proposal for measurement. *Current Issues in Tourism*.
6. Dufour, D; Luu, Ph and Teller, P (2018), The influence of cash flow on the speed of adjustment to the optimal capital structure, *Research in International Business and Finance*, Volume 45, Pages 62-71.
7. Fallihi, N. (2009), Investigating the Factors Affecting Tourism Investment and Comparing Financing Practices, *Proceedings of the National Conference on Tourism Investment Development*, Tehran. [In Persian]
8. Fotoure Bonabi, M. and Sahebghorani, A (2014), Explaining the Optimal Capital Structure Using the Correlation-Based Model of Financial Leverage and Some Financial and Performance Variables, *Journal of Economics and Business*, 5 (9): 24- 15. [In Persian]
9. Gabriela Rădulescu, I. (2017). The role of international financial institutions in tourism development. *Economic insights- Trends and Challenges*. Vol. VI (LXIX). No. 2. P.45-52.
10. Gajdošíková, Z & et.al (2016). Reengineering of tourism organization structure: The case of Slovakia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 230 (2016) 405 – 412.
11. Hassanzadeh, R., H., Taghizadeh, & A., Rezaei (2011), The effect of shareholder composition on the information content of accounting profits of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of Financial Accounting Research*, Third Year, No. 2.
12. Hess, J., & Kelman, I. (2017). Tourism industry financing of climate change adaptation: exploring the potential in small island developing states. *Climate, Disaster and Development Journal*, 2(2), 33-45.
13. Jafarzadeh, M. & M., Jannafi, (2010), Financing through the Release of Partnership Papers; Opportunities and Threats (Case Study: Rehabilitation and Improvement of the Worn Texture around the Holy Shrine of Imam Reza) And modernization of worn-out urban textures. [In Persian]
14. KPMG (2017), *Caribbean Hospitality Financing Survey*.
15. Li, L and Islam, S. Z. (2019), Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market, *International Review of Economics & Finance*, Volume 59, January 2019, Pages 425-437
16. Liu, H; Song, Sh; Hu, Y; Yan, X (2020), Monte-Carlo optimization model for dynamic capital structure adjustment in Chinese public-private partnerships under revenue uncertainty *Transportation Research Part A: Policy and Practice* 9 November 2020 Volume 142. (Cover date: December 2020) Pages 115-128.
17. Maroney, N; Wang, W; Hassan, M. K (2018), Incorporating active adjustment into a financing based model of capital structure, *Journal of International Money and Finance*, 28 September 2018, Volume 90 (Cover date: February 2019) Pages 204-221.
18. Marques M.O., and M.C. Santos (2004), "Capital Structure Policy and Determinants: Theory and Managerial Evidence", Working Paper, Department of Economy, University of Porto, Portugal. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=494143>;
19. Martellini, L; Milhau, V and Tarelli, A (2018), Capital structure decisions and the optimal design of corporate market debt programs, *Journal of Corporate Finance*, Volume 49, Pages 141-167.
20. Matemilola, B. T. Bany-Ariffin A.N; Azman-Saini W.N.W, Anuar Md. N (2019), Impact of institutional quality on the capital structure of firms in developing countries, *Emerging Markets Review*, Volume 39, June 2019, Pages 175-209



21. Mazini, A & N, Morad Hasel, (2008), Identification of Optimal Financing Methods in the Tourism Sector with Emphasis on Competitiveness Indicators in Section 2 of Proceedings of the National Conference on Tourism Investment Development, Tehran. [In Persian]
22. Mazini, A, (2013), The Use of Islamic Tools in Financing the Tourism Sector (A Proposed Operational Model), 6th Conference on Financial System Development in Iran. [In Persian]
23. Modares, A and Abdollahzadeh, F (1999), Financial Management (Volume Two), First Edition, Tehran: Trading Publishing Company. [In Persian]
24. Modigliani F., and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, 48 (3);
25. Moradi, A and Paulet, E (2019), the firm-specific determinants of capital structure – An empirical analysis of firms before and during the Euro Crisis, Research in International Business and Finance, Volume 47, Pages 150-161.
26. Mousavian, AS, M, Kavand and H, Ismaili, G (2009), an Effective Tool for Tourism Development, Islamic Economics Quarterly, Eighth Year, No. 32. [In Persian]
27. Mu, Congming; W. A. and Yang, J (2017), Optimal capital structure with moral hazard, International Review of Economics & Finance, Volume 48, Pages 326-338.
28. Müllner, J and Dorobantu, S (2019), Debt-side governance and the geography of project finance syndicates, Journal of Corporate Finance, Volume 57, Pages 161-179
29. Myers S.C. (2001), "Capital Structure", Journal of Economic Perspectives, 15 (2);
30. Nazarpour, M, and M Fazelian and N, Momeni Nejad, (2014), presenting a Desirable Model of Iranian Oil Industry Financing Based on Succinct and Ranking Its Risks Using Hierarchical Analysis Method, Islamic-Islamic Financial Research, Third year, second issue (consecutive 6). [In Persian]
31. OECD (2017), Tourism Policy Review of Mexico, OECD Studies on Tourism, OECD Publishing, and Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264266575-en>.
32. OECD. (2017). Financing approaches for tourism SMEs and entrepreneurs. OECD Tourism Papers, 2017/03, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/8d06572a-en>
33. Olivier, P and Maltais, B (2015), SME Profile: Tourism Industries in Canada, SME Research and Statistics, available at: [https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/SMEPTIC-PPMEITC\\_2015\\_eng.pdf](https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/vwapj/SMEPTIC-PPMEITC_2015_eng.pdf/$file/SMEPTIC-PPMEITC_2015_eng.pdf)
34. Parseh, M (2012), Understand the optimal way to finance tourism infrastructure projects. M.Sc., Allameh Tabataba'i University, Faculty of Management and Accounting. [In Persian]
35. Sadiq, M; Sheikh Usman, Y; Muhammad Khalid A; Haroon urRashid, Kh; Sriyanto, S; Khalid, Z; Duong V. T; Siti Nisrin M. A (2020), The role of debt financing in the relationship between capital structure, firm's value, and macroeconomic factors: To throw caution to the wind, The Quarterly Review of Economics and Finance Available online 20 November 2020 In press, corrected proof.
36. Safi Djerjerdi, D (2015). Financing the tourism industry with an emphasis on benefits. National Conference on New Approaches in Management Science, Economics and Accounting. [In Persian]
37. Setayesh, M. H. and Ghayori Moghadam, A (2009), Determining Optimal Structure of Capital at Industry Level Using Data Envelopment Analysis (DEA) Technique (Case Study: Companies Listed in Tehran Stock Exchange), Journal of Financial Accounting Research, First Year, Nos. 1 and 2. PP 52-33. [In Persian]
38. Tehrani, R. (2011), Financial Management, Naghsh Danesh Publications. [In Persian]
39. Teker S. & D. Teker, (2012), Tourism Projects Financing: A Public-Private-Partnership Model, Business Management Dynamics Vol.2, No.5, pp.05-11.
40. Weston J.F. (1955), "Toward Theories of Financial Policy", Journal of Finance, 10 (2).
41. Xu, N (2019), what gave rise to China's land finance? Land Use Policy, Volume 87, Article 104015.
42. Vahedpor, Gh.A and Jafari, M (2011), Strategies for management and sustainable development of Iran's tourism infrastructure with emphasis on the SOWT model, journal of Regional Planning, Volume 1, Number 1, Spring 2011, pp. 83-97. [In Persian]