

رادهای تأمین مالی پروژه‌های اقتصادی

غلامحسن تقی‌نجاج
عضو هیات علمی دانشگاه امام حسین (ع)

چکیده

امروزه اوضاع اقتصادی حاکم بر جامعه ما و روند آن، این ذهنیت را ایجاد می‌کند که در زمینه تأمین مالی واحدهای اقتصادی، مشکلات زیادی وجود دارد و به احتمال زیاد در آینده بیشتر نیز خواهد شد که البته این پیشداوری چندان هم دور از واقعیت نیست. در چنین وضعیتی بهره‌گیری از فنون مدیریت مالی در اداره شرکتها و سایر واحدهای اقتصادی بسیار ضروری می‌نماید و استفاده بهینه از منابع محدود، اهمیت خود را نشان می‌دهد. این امر چه در بخش خصوصی و چه در بخش عمومی اقتصاد، قابل تأمل است که در اولی (بخش خصوصی) توانایی در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاریها از یک طرف و تهیه برنامه مالی مناسب از طرف دیگر از عوامل اصلی رشد و پیشرفت آن به حساب می‌آید و در بخش عمومی اقتصاد نیز با توجه به مقررات دست و پاگیر موجوده می‌توان برای تسریع در انجام امور از روشهای مورد بحث نیز استفاده کرد.

در این مقاله به تشریح روشهای مختلف تأمین مالی، ویژگیهای هر یک و معایب و محاسن آنها پرداخته شده و تمام روشها در سه دسته زیر تقسیم‌بندی و مورد بحث قرار گرفته است:

الف) منابع مالی خارج از واحد اقتصادی که ظاهراً هزینه‌ای ندارند.
ب) منابع مالی خارج از واحد اقتصادی که متضمن هزینه سرمایه (قابل ثبت) هستند.

ج) منابع مالی داخلی واحد اقتصادی
در انتهای مقاله، ملاحظات کلی در زمینه استفاده از روشهای مورد بحث ارائه شده است که می‌تواند در برداشت عمده خواننده از مطالب مقاله، آهنگشا باشد.

مقدمه

هر یک از شما به گونه‌ای با مسائل مالی ارتباط دارید یا در این زمینه تحصیل می‌کنید یا به مدیریت مالی اشتغال دارید و یا در این زمینه مورد مشورت قرار گرفته یا می‌گیرید و یا علاقه‌مند به داشتن اطلاعاتی در این زمینه هستید.

امروزه وضعیت اقتصادی حاکم بر جامعه ما و روند آن، این ذهنیت را ایجاد می‌کند که مشکلات فراوانی در زمینه تأمین مالی واحدهای اقتصادی وجود دارد و به احتمال زیاد، این مشکلات به مرور زمان بیشتر نیز می‌شود که البته این ذهنیت چندان هم دور از واقعیت نیست. در چنین اوضاعی است که بهره‌گیری از روشهای مدیریت مالی در اداره شرکتها، بسیار ضروری می‌نماید و در اینجا است که استفاده بهینه از منابع محدود، اهمیت خود را نشان می‌دهد.

وظیفه مدیران مالی از دو جزء اصلی زیر تشکیل می‌شود:

الف) کسب اطمینان از مطلوب بودن حجم و ترکیب داراییهای شرکت

ب) کسب اطمینان از به کارگیری بهینه منابع و بسنده بودن بازده و ریسک شرکت

برای بیشتر کردن ارزش آن

برای ورود به این مبحث، آشنایی با مفاهیمی به عنوان کلید واژه‌ها ضروری به نظر

می‌رسد:

۱- ساختمان مالی: "کیفیتی است که به وسیله آن، مؤسسه، نیازهای مالی خود را برای تهیه داراییها تأمین می‌کند".^۱ البته منظور از ساختمان سرمایه، کیفیت تأمین مالی بلند مدت است که عموماً به وسیله انتشار سهام عادی، سهام ممتاز و استقراض بلند مدت نشان داده می‌شود. در این مقاله، بدهیهای کوتاه مدت نیز به عنوان یک روش تأمین مالی مورد بحث قرار می‌گیرد.

۲- هزینه‌های مربوط به استقراض، شامل هزینه بهره و ... به عنوان هزینه‌های قابل قبول مالیاتی تلقی می‌گردد و بدیهی است که در کاهش مالیات واحد اقتصادی تأثیر خواهد داشت؛ در حالی که سود سهام پرداختی به سرمایه‌داران، اعم از عادی و ممتاز به عنوان هزینه‌های قابل قبول مالیاتی تلقی نمی‌گردد. طبیعی است که در وضعیتی مشابه اگر

سود سهام پرداختی و هزینه بهره از لحاظ مبلغ، برابر باشند، استقراض بهتر است چرا که از طرف دیگر به کاهش مالیات پرداختی منجر خواهد شد.

مثال:

شرکت میلاد، سود قبل از کسر بهره و مالیات خود را ۶۰۰/۰۰۰ ریال پیش‌بینی نموده است. برای رسیدن به این سود به تأمین مالی به مبلغ ۵۰۰/۰۰۰ ریال نیاز است که با هر یک از روشهای زیر قابل تأمین است:

الف - استقراض ۵ ساله با بهره سالانه ۲۰٪

ب - صدور سهام عادی ۱۰۰۰۰ ریالی به تعداد ۵۰۰ سهم. سود مورد انتظار سهامداران، ۲۰۰ ریال برای هر سهم در هر سال است. در حال حاضر، شرکت با سرمایه حاصل از انتشار ۱۰۰۰ سهم ۱۰۰۰۰ ریالی در حال فعالیت است. با توجه به نرخ مالیات ۵۰٪، دو روش تأمین مالی را مقایسه کنید:

شرح	تأمین مالی از طریق انتشار سهام	تأمین مالی از طریق استقراض
سود قبل از کسر بهره و مالیات E.B.I.T*	۶۰۰ ۰۰۰	۶۰۰ ۰۰۰
کسر می‌شود هزینه بهره	—	(۱۰۰۰۰۰۰)
سود قبل از کسر مالیات E.B.T**	۶۰۰۰۰۰	۵۰۰۰۰۰
مالیات (۵۰٪)	(۳۰۰۰۰۰)	(۲۵۰۰۰۰)
سود پس از کسر مالیات (E.A.T)***	۳۰۰۰۰۰	- ۲۵۰۰۰۰
سود هر سهم	۳۰۰۰۰۰ / ۱۵۰۰ = ۲۰۰	۳۰۰۰۰۰ / ۱۰۰۰ = ۳۰۰

همانگونه که مشاهده می‌شود برای سهامداران فعلی، روش استقراض، سودآورتر

است.

* - E.B.I.T= Earning Before Interest and Tax

** - E.B.T= Earning Before Tax

*** - E.A.T= Earning After Tax

۳- هزینه سرمایه* نرخ بازدهی است که باید به دست آید تا از سقوط قیمت سهام واحد اقتصادی جلوگیری شود.

منطقی این است که یک واحد اقتصادی هیچگاه تمام هزینه‌های یک پروژه را با استقراض، تأمین مالی نخواهد کرد زیرا قدرت وامگیری یک واحد اقتصادی محدود است. بنابراین هزینه سرمایه در واقع هزینه متوسط حاصل از هزینه بدهی و هزینه حقوق سهامداران با توجه به مبالغ و نسبتهای آنهاست.

ضرورت تأمین مالی پروژه‌ها

تأمین مالی برای اجرای پروژه‌های سودآور در صحنه رشد شرکت، نقش بسیار مهمی دارد. توانایی شرکت در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه (اعم از داخلی و خارجی) برای تهیه سرمایه به منظور سرمایه‌گذاریها و تهیه برنامه مالی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت به حساب می‌آید.^۲

مبحث تأمین مالی در بخش عمومی اقتصاد نیز، اهمیت دارد و یک مدیر مالی متعهد در بخش عمومی در صورتی که صلاح بداند می‌تواند در کنار مقررات بعضاً دست و پاگیر اداری، بخشی از عملیات پروژه‌ها را قبل از دریافت اعتبار تخصیص یافته به انجام برساند که این امر مستلزم تأمین مالی مناسب و بموقع است.

نکته دیگری که در این قسمت قابل بیان است گسترش واحدهای خودکفایی در بخش عمومی است که طبیعتاً اجرای پروژه‌های سودآور و تأمین مالی آنها در این واحدها موضوعیت می‌یابد.

در هر حال، برای اجرای بموقع پروژه‌ها و نیز اجرای بهینه آنها باید از سیاستهای تأمین مالی مناسب استفاده کرد که در این مقاله برای دستیابی به این هدف به بحث و بررسی مهمترین روشهای تأمین مالی، مبادرت شده است. این مبحث در حال حاضر که نرخ ارز و سطح عمومی قیمتها، در حال افزایش است و موجب افزایش میزان سرمایه

مورد نیاز واحدهای اقتصادی گردیده است (اغلب به چندین برابر در طی یک دوره ۵ ساله) بسیار ضروری است.

منابع تأمین مالی

در یک عبارت، منابعی که می‌توان از محل آنها نیازهای مالی یک پروژه را تأمین کرد به دو دسته منابع تأمین مالی داخلی واحد اقتصادی و منابع تأمین مالی خارج از واحد اقتصادی تقسیم می‌گردد. منابع تأمین مالی داخلی منابعی است که در دسترس واحد اقتصادی بوده و با سهولت بیشتری قابل دستیابی است مانند:

الف - استفاده از داراییهای در نظر گرفته شده برای تقسیم سود با موافقت سهامداران

ب - استفاده از داراییهای بی‌استفاده یا کم استفاده واحد اقتصادی

ج - استفاده از مازاد نقدینگی در مقاطع زمانی مختلف

د - استفاده از سرمایه در گردش واحد اقتصادی

ه - سایر

دسته دیگر منابع که با عنوان منابع خارج از واحد اقتصادی نامیده می‌شوند، در وضعیت خاصی قابل تأمین هستند و معمولاً با زحمت بیشتری نسبت به دسته قبل تهیه می‌شوند مانند:

الف - انتشار اوراق قرضه

ب - انتشار سهام جدید (اعم از عادی و ممتاز)

ج - انجام معاملات اعتباری از طریق سایر روشهای استقراض

د - سایر

به عبارتی دیگر ما با سه گونه از منابع مالی روبرو هستیم:

۱- منابع مالی که ظاهراً هزینه‌ای ندارند مانند افزایش خریدهای نسبه، پیش دریافت از مشتریان، تعویق زمان پرداخت هزینه‌ها، تهاتر کالاهای تولیدی با کالاهای مورد نیاز واحد اقتصادی

۲- منابع داخلی شرکت، شامل سود تقسیم نشده و هزینه‌های غیر نقدی مانند

استهلاک

موارد ۱ و ۲ در طبقه‌بندی قبل با عنوان منابع داخلی ذکر شده‌اند.
 ۳- منابع مالی خارج از واحد اقتصادی شامل انتشار اوراق قرضه یا استقراض از مؤسسات مالی و اعتباری، انتشار سهام عادی و سهام ممتاز در اینجا به تشریح این طبقه‌بندی از منابع تأمین مالی واحدهای اقتصادی می‌پردازیم:

۱- منابع مالی که ظاهراً هزینه‌ای ندارد

استفاده از این نوع منابع، بسیار به نفع شرکت است چراکه منابع بدون هزینه سبب می‌شوند هزینه سرمایه کاهش، و سود سهامداران و نیز ارزش سهام، افزایش یابد.^۲ لازم به ذکر است که هزینه این نوع تأمین مالی معمولاً پنهان است و به تفکیک نمی‌توان آن را دقیقاً تعیین کرد. مهمترین این منابع عبارتند از:

الف) اعتبار تجاری

اعتبار تجاری (بستانکاران تجاری) که منظور، اعتبار فروشندگان به خریداران از طریق نسیه است، یکی از منابع مهم تأمین مالی در کوتاه مدت است و در مؤسسات کوچک به نسبت بیشتری مورد استفاده قرار می‌گیرد. چراکه امکان گرفتن وام برای مؤسسات کوچک، کمتر است.^۲ همانگونه که ذکر شد بستانکاران تجاری در اثر خرید نسیه کالا از عرضه کنندگان مواد اولیه، تجهیزات و ماشین آلات ایجاد می‌شود. اما اینکه تاچه میزان می‌توان از این منبع استفاده کرد به موارد زیر بستگی دارد:^۵

۱- الف) وضعیت رقابتی حاکم بر بازار کالای مورد نیاز شرکت

اگر بازار کالای مورد مصرف شرکت، بازاری رقابتی باشد و فروشندگان آن به فروش هرچه بیشتر محصولشان به شرکت علاقه‌مند باشند، امکان خرید نسیه برای شرکت وجود دارد و جلب موافقت فروشنده برای پرداخت بهای کالا در مدتی طولانیتر نیز

امکانپذیر است.

۲- الف) طبیعت اقتصادی محصول

مدت اعتبار کالاهای مصرفی کم دوام چون زود به فروش می‌رود و گردش زیادی دارد، خیلی کوتاه است و معمولاً از ۳۰ روز تجاوز نمی‌کند لیکن مدت اعتبار کالاهای پردوام که گردش کندی دارد مانند وسایل لوکس، طولانی است و گاه به ۶ ماه یا بیشتر می‌رسد.

۳- الف) وضعیت اقتصادی حاکم بر روند رشد سطح عمومی قیمت‌ها

در صورتی که نرخ تورم حاکم بر سطح قیمت‌های کالای مورد نیاز شرکت مبهم، و یا دارای رشد افسارگسیخته باشد، طبیعی است که فروشندگان ضمن محدود کردن میزان و مدت اعتبار، بر قیمت کالاها خواهند افزود.

۴- الف) وضعیت مالی فروشندگان

اگر وضعیت مالی مؤسسه فروشنده (دهنده اعتبار) ضعیف باشد، مدت اعتباری که برای خریدار قائل خواهد شد، کوتاه، و در مواردی فروش، صرفاً به صورت نقدی است.

۵- الف) وضعیت مالی خریدار (واحد اقتصادی مورد بحث که از این طریق تأمین مالی می‌کند).

بطور کلی، مؤسسات با وضعیت مالی خوب در انجام خریدهای نسیه، شرایط آسانتری دارند؛ به عبارت دیگر، فروشندگان برای خریداران با وضعیت خوب مالی و اقتصادی، اعتبار طولانی‌تر قائل می‌شوند.

اعتبار تجاری برای مؤسسه، یک استفاده دو جانبه دارد. زیرا اولاً اعتبار تجاری،

منبعی برای تأمین مالی خریدهای مؤسسه است و ثانیاً با وجوهی که به علت عدم پرداخت بدهی ناشی از خرید در اختیار مؤسسه می‌ماند، می‌توان به مشتریان، اعتبار داد. البته، مؤسسه باید از اعتبار تجاری خود به عنوان یک منبع مهم مالی، حداکثر استفاده را بنماید و در مقابل کوشش کند که مطالباتش را به حداقل ممکن برساند.^۶

اعتبار تجاری مؤسسات، یک وسیله تأمین مالی رایج در فعالیتهای تولیدی و تجاری است، زیرا تحصیل آن از طریق خرید نسبه صورت می‌گیرد که هم آسان و هم غیررسمی و بدون تشریفات است. مؤسسه‌ای که از نظر یک بانک تجاری ممکن است واجد شرایط اعطای اعتبار یا وام نباشد ممکن است از نظر یک مؤسسه فروشنده با توجه به تجارت گذشته، صلاحیت لازم برای معامله نسبه را داشته باشد.

نکته مهمی که در رابطه با تأمین مالی از طریق بستانکاران تجاری باید مدنظر قرار داشته باشد این است که معمولاً فروشنده علاوه بر هزینه سرمایه، مبلغی اضافی برای تعدیل ریسک موجود در فروش نسبه و احتمال سوخت شدن مطالبات به قیمت فروش نقدی می‌افزاید. بنابراین استفاده‌کننده از این‌گونه اعتبار باید به منطقی بودن نرخ خرید توجه داشته باشد.^۷

ب - پیش‌دریافت از مشتریان

موفقیت این روش، که معمولاً به عنوان یکی از راه‌های تأمین مالی کوتاه مدت تلقی می‌گردد به کیفیت و موقعیت محصولات شرکت در بازار بستگی دارد. بدیهی است که هرچه قدرت انحصاری واحد اقتصادی در بازار بیشتر باشد، این شیوه تأمین مالی امکانپذیرتر خواهد بود. تجربه تأمین مالی به این شیوه بویژه در سالهای اخیر در شرکتهای خودروسازی رواج داشته و تا حد زیادی به تأمین مالی پروژه‌هایشان کمک کرده است.^۸

این شیوه نیز اگرچه در ظاهر، هزینه ندارد ولی در مواردی ممکن است هزینه آن بمراتب از منابع مالی دیگر گرانتر باشد؛ برای مثال در مورد پیش‌دریافت از خریداران اتومبیل در حدود ۶ ماه یا ۱۲ ماه قبل از تحویل خودرو، ممکن است روند بازار به

گونه‌ای باشد که در این مدت بهای اتومبیل به میزان چشمگیری افزایش یابد که در این صورت ممکن است هزینه فرصت از دست رفته بسیار بیشتر از هزینه‌های تأمین مالی از بانکها باشد. بنابراین در چنین مواردی بهتر است که از تعیین یک قیمت مقطوع برای کالا در زمان تحویل، خودداری شود و به جای آن از سیاستهای تشویقی (مثلاً فروش جنس با ۱۰٪ کمتر از بهای جاری) استفاده بشود. در غیر این صورت، این شیوه زمانی توصیه می‌شود که شرکت بر اساس سیاستهای الزام‌کننده دولت مجبور باشد کالاهای خود را با نرخ معین (بدون توجه به نرخ رایج بازار) بفروشد که در این صورت روش پیش دریافت، توصیه می‌شود.^۱

ج) - تعویق زمان پرداخت هزینه‌ها

در این شیوه، شرکتها، پرداخت هزینه‌های تحقق یافته خود را به بعد موکول می‌کنند. لازم به ذکر است که این شیوه باید با ظرافت اجرا بشود چرا که در غیر این صورت می‌تواند به حیثیت اقتصادی مؤسسه لطمه بزند. متأسفانه این روش در مدیریت مالی امروزی ایران بعضاً مشاهده می‌شود که پرداخت با تأخیر و تعویق و دریافت با تسریع صورت گیرد. این روش شاید در کوتاه‌مدت به نفع مؤسسه باشد لیکن در میان مدت و بلند مدت به زیان آن خواهد بود.

د) - تهاور کالا*

بعضاً در برخی از واحدهای اقتصادی مشاهده می‌شود که موجودیهای کالاهای فروش نرفته بیش از حد، ظرفیتهای بی‌استفاده، تأخیر مشتریان در واریز بدهیها و...، مشکل کمبود نقدینگی برای واحد اقتصادی ایجاد کرده‌اند. یکی از روشهایی که می‌تواند علاوه بر رفع این مشکلات به عنوان یکی از روشهای تأمین مالی نیز مورد توجه

قرار گیرد، قدیمترین ابزار تجارت یعنی معاوضه کالا با کالا است.^{۱۰} ویژگی مهم این روش در این است که به مؤسسه امکان می‌دهد تا از طریق مبادله کالاهای تولیدی و تجاری خود با مواد کالاهای مورد نیاز، در وجه نقد صرفه‌جویی کند. این شیوه هنوز در کشور ما رایج نشده است و به صورتی بسیار کم‌رنگ اجرا می‌شود.

۲- منابع مالی داخلی شرکت

قبل از هر چیز، ذکر این نکته ضروری است که موارد مندرج در بند یک به نوعی می‌تواند در این طبقه نیز گنجانده شود، لیکن در این بخش، بیشتر، منظور آن دسته از داراییهای متقابل با سود تقسیم نشده و ذخایری همچون ذخیره استهلاک است که ما به ازای آن به عنوان منابع مالی در اختیار واحد اقتصادی است.

الف) سود تقسیم نشده

تحقیقات در کشورهای مختلف نشان داده است که این دسته از منابع، یکی از عمده‌ترین منابع مالی شرکتهاست که نزدیک به ۷۰ - ۶۰ درصد از نیاز مالی آنها را برطرف می‌کند.^{۱۱}

آسان به دست آوردن این منبع مالی بر گرایش استفاده از آن افزوده است زیرا تنها کافی است که موافقت سهامداران در مورد تقسیم نکردن سود جلب شود و سود تقسیم نشده مجدداً در شرکت سرمایه‌گذاری شود. این شیوه بویژه در بازارهای سرمایه تکامل نیافته مانند بازار سرمایه ایران رایجتر است زیرا مدیران شرکت آگاهند که چنانچه سود تقسیم شود برای تأمین مالی از محلهای دیگر با دشواریهای بسیار روبرو خواهند شد.^{۱۲} این منبع مالی نیز در ظاهر هزینه‌ای ندارد ولی در ماهیت، طبیعی است که سهامداران فعلی در صورت عدم تقسیم سود در یک سال، انتظار سود بیشتری در سالهای بعد خواهند داشت.

اگرچه، هم سود و هم رشد ارزش واحد اقتصادی، مورد علاقه مالکان یا سهامداران

است اما این دو با یکدیگر در تضادند. زیرا هرچه نرخ سود پرداختی بیشتر باشد سود تقسیم نشده و بنابراین نرخ رشد، درآمد و قیمت سهام مؤسسه کمتر است. اتخاذ تصمیم در مورد تقسیم سود میان سهامداران و یا عدم تقسیم آن یکی از مهمترین وظایف مدیر مالی است زیرا این تصمیم بر ارزش سهام مؤسسه در بازار اثر قاطعی می‌گذارد. عواملی که در این راستا تأثیر گذارند به شرح زیرند:^{۱۳}

۱- الف) وضعیت نقدینگی واحد اقتصادی

۲- الف) مقررات قانونی

۳- الف) طرز تفکر سهامداران و مالکان واحد اقتصادی

۴- الف) الزام در باز پرداخت بدهیهای واحد اقتصادی

۵- الف) دسترسی به بازار سرمایه

۶- الف) موقعیت مالیاتی سهامداران

۷- الف) وضعیت مالی و عملکرد واحد اقتصادی

۸- الف) کنترل سهامداران فعلی و تمایل آنان به ثبات این ویژگی

در هر حال، استفاده از این منبع، مستلزم جلب موافقت سهامداران است چرا که موضوع به صورت یک طرح در مجمع عمومی مطرح می‌گردد و تصویب یا رد آن بر اساس اتفاق آرای سهامداران صورت می‌گیرد.

ب) تأمین مالی از محل هزینه‌های غیرتقدی

شما تاکنون ممکن است با مفهوم استهلاک، اعم از استهلاک داراییهای مشهود* و استهلاک داراییهای نامشهود** آشنا شده باشید و می‌دانید که مفهوم آن هزینه کردن بهای تمام شده داراییهای ثابت در طی عمر مفید آن است؛ به عبارت دیگر، یک دارایی ثابت در یک مقطع زمانی خریداری می‌شود و از آن به بعد به مرور زمان در پایان هر سال مالی بخشی از بهای خرید آن به هزینه استهلاک منظور می‌گردد. همانگونه که

مشاهده می‌شود این هزینه در زمان شناسایی، مستلزم پرداخت وجه نیست چراکه وجه آن، قبلاً، در زمان خرید پرداخت شده است. این هزینه، سود مؤسسه را کاهش می‌دهد و بنابراین در ازای آن مبلغی در مؤسسه باقی می‌ماند که از محل آن تحت شرایطی می‌توان، تأمین مالی نمود.

ج) تأمین مالی از محل اندوخته‌ها

همانطور که می‌دانید برخی از واحدهای اقتصادی، سالانه بخشی از سود خود را به حساب اندوخته منظور می‌کنند و در این زمینه می‌توان از اندوخته قانونی و اندوخته احتیاطی نام برد که از داراییهای ما به ازای آن می‌توان به عنوان یک منبع مالی استفاده کرد.

۳- منابع مالی خارج از واحد اقتصادی

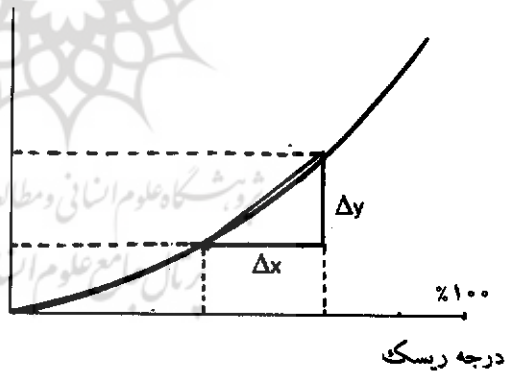
این منابع در مفهوم وسیع و جامع به منابعی گفته می‌شود که از طریق اشخاص خارج واحد اقتصادی تأمین می‌گردد و بسته به ماهیت آن، ممکن است نوعی بدهی و یا افزایش سهام از لحاظ تعداد سهامداران و یا سرمایه را به وجود آورد. این شیوه تأمین مالی عموماً به دریافت وام از مؤسسات مالی، انتشار اوراق قرضه و فروش آن به عموم، انتشار سهام سرمایه ممتاز و انتشار سهام سرمایه عادی طبقه‌بندی می‌گردد. لازم به ذکر است که در دنیای اقتصاد، به مرور زمان روشهای مختلف و نوینی در این زمینه طراحی می‌شود و مورد استفاده قرار می‌گیرد که به تشریح برخی از آنها در ذیل می‌پردازیم:

الف) تأمین مالی از طریق انتشار اوراق قرضه

به موجب ماده ۵۲ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب ۲۴ اسفند ۴۷، اوراق قرضه، ورقه قابل معامله‌ای است که معرف مبلغی وام است با بهره معین که تمامی آن یا اجزای آن در موعد یا مواعدهای معین، باید مسترد گردد. برای ورقه قرضه ممکن

است علاوه بر بهره، حقوق دیگری نیز شناخته شود؛ به عبارت دیگر، اوراق قرضه، اوراق بهاداری است که تعهدی بلندمدت را برای شرکت ایجاد می‌کند که بر طبق آن، مبالغ معینی در طی یک دوره معین یا در تاریخ سررسید همراه با بهره آن به دارنده ورقه قرضه پرداخت می‌گردد؛^{۱۲} و به بیانی دیگر اوراق قرضه آن دسته از اوراق بهاداری است که به دارنده آن، سود از پیش تعیین شده و ثابت تعلق می‌گیرد. این اوراق دارای سررسید مشخصی است و منتشرکننده آن متعهد است که در زمانهای معین، سود تعیین شده را بپردازد و در سررسید نیز، ارزش اسمی اوراق مذکور را بازپرداخت کند. مشخص بودن مقدار سود دارندگان اوراق قرضه و اولویت بازپرداخت اصل و سود اوراق قرضه، نسبت به سایر سهامداران، این اوراق را از دیدگاه سهامداران در ردیف اول اوراق بهادار کم ریسک قرار می‌دهد و به همین دلیل نیز معمولاً بازده کمتری دارند. چراکه با توجه به ارتباط بین ریسک و بازده، هرچه ریسک یک سرمایه‌گذاری بیشتر باشد، انتظار بازده بیشتری نیز مورد توقع است:

نرخ بازده مورد انتظار



نمودار شماره ۱۵۶

به همین دلیل اوراق قرضه در شمار ارزاترین منابع مالی است. اگرچه این شیوه در کشور ما هنوز به عنوان یک راهکار مناسب رایج نشده، منتهی ضروری است که بدانیم در کشورهای صنعتی امروزی، روشهای ابتکاری از انتشار اوراق قرضه با ویژگیهای خاص مورد استفاده قرار می‌گیرد و با توجه به وضعیت فعلی بازار سرمایه در ایران، آگاهی از روشهای مذکور می‌تواند بخش اعظم از مشکلات واحدهای اقتصادی را حل

و برطرف کند.^{۱۶}

دارندگان اوراق قرضه از حقوق مالکیت نسبت به شرکت برخوردار نیستند و به دلیل ملزم بودن منتشرکننده به باز پرداخت اصل و بهره آن فقط در صورتی دارندگان می‌توانند نسبت به داراییهای شرکت، ادعا داشته باشند که شرکت از پرداخت تعهداتش ناتوان بماند و در موقعیت ورشکستگی و انحلال قرار گیرد که در صورت تحقق این حالت، دارندگان اوراق قرضه نسبت به وصول مطالبات خود در اولویت قرار خواهند داشت.^{۱۷}

در صورتی که شرکتی از این طریق نسبت به تأمین مالی اقدام کند، باید ریسک زیادی را بپذیرد زیرا متعهد می‌شود که از محل سودهای نامعلوم آینده، مبلغ مشخصی بابت اصل و فرع آن پرداخت کند و این احتمال وجود دارد که به دلیل کاهش سود و جریانات نقدی و احتمال بروز ناتوانی نتواند تعهدات خود را بموقع انجام دهد و در نتیجه در معرض ریسک ورشکستگی یا مالی قرار گیرد. بنابراین در تأمین مالی به این شیوه باید احتیاط کرد و آنقدر وام گرفت که نسبت به امکان بازپرداخت اصل و فرع اوراق از محل عایدات نامعلوم شرکت، اطمینان وجود داشته باشد.^{۱۸}

مزایا و معایب اوراق قرضه بطور کلی به شرح زیر است (برای صادرکننده این اوراق):^{۱۹}

مزایا

- ۱- هزینه سرمایه شرکت در صورت صدور اوراق قرضه، محدود و معین است چراکه صاحبان اوراق قرضه در سودهای اضافی سهم نیستند.
- ۲- علاوه بر این عایدی مورد انتظار دارندگان اوراق قرضه معمولاً از هزینه سرمایه مؤسسه در صورت سهام ممتاز یا عادی کمتر است.
- ۳- نظر به اینکه دارندگان اوراق قرضه حق رأی ندارند کنترل شرکت محدود و تقسیم نمی‌شود.

۴- هزینه بهره پرداختی به اوراق قرضه یک هزینه قابل قبول مالیاتی است؛ به عبارت دیگر متناسب با نرخ مالیات دولت قسمتی از هزینه بهره را می‌پردازد.

۵- چنانچه اوراق قرضه قابل باز خرید و یا قابل تبدیل به سهام ممتاز یا عادی باشد، ساختمان مالی مؤسسه از قابلیت انعطاف زیادی برخوردار خواهد بود.

معايب^{۲۰}

۱- استقراض از این طریق مستلزم پذیرش ریسک ورشکستگی است. با توجه به این نکته که صادرکننده متعهد می‌شود مبلغ یا مبالغ معینی را در سررسیدهای معین بپردازد.

۲- با عنایت به بند یک، این خطر ممکن است به کاهش قیمت سهام شرکت در بورس نیز منجر گردد.

۳- در صورتی که پروژه‌های مدنظر واحد اقتصادی به اجرا نرسد بنابراین استقراض از طریق انتشار اوراق قرضه و هزینه‌های آن می‌تواند برای شرکت دردسر آفرین باشد.

۴- کاربرد اوراق قرضه بلندمدت محدود است چرا که با افزایش حجم آن هزینه سرمایه شرکت نیز افزایش می‌یابد.

لازم به ذکر است که مطابق وضعیت حاکم بر اقتصاد ایران، موارد ۳ و ۴ (در حال حاضر) موضوعیت ندارد.

ب) تأمین مالی از طریق انتشار سهام عادی

به موجب قانون تجارت ایران، تمام سرمایه شرکت‌های سهامی و بخشی از سرمایه شرکت‌های مختلط سهامی، به صورت سهام است.

در شرکت‌های سهامی، سهام عادی اولین منبع پول و پشتوانه اصلی بدهی‌های مؤسسه است زیرا در شرکت‌های سهامی، مسئولیت هر سهامدار در برابر بدهی‌های مؤسسه حداکثر تا میزان حقوق صاحبان سهام در شرکت است.^{۲۱}

سهام عادی گونه‌ای از اوراق بهادار است که دارنده آن به طور کامل از حقوق مالکیت برخوردار است کسانی که سهام جدید را می‌خرند، حق مشارکت در سود شرکت مربوط را به دست می‌آورند یعنی با خرید سهم جدید از همان حقوق سهامداران قبلی برخوردار می‌شوند.

سهامداران عادی مالکان واقعی مؤسسه هستند و البته آخرین مدعیان نسبت به

داراییهای آن شمرده می‌شوند. بنابراین اگر شرکت ورشکست شود نخست حق و حقوق طلبکاران و سپس سهامداران ممتاز و سپس ادعای سهامداران عادی از محل آنچه باقی مانده است پرداخت می‌شود.^{۲۲}

سهام عادی به عنوان یک منبع تأمین مالی واحد اقتصادی از دیدگاه صادرکننده (واحد اقتصادی) دارای مزایا و معایب زیر است:

مزایا^{۲۳}

۱- صدور سهام عادی موجب می‌شود که شرکت از تحمل هزینه‌های استقراض خودداری کند. اگر چه این مطلب در ظاهر قضیه قابل قبول است اما با دقت بیشتر این نکته قابل درک است که خریداران سهام، انتظار سود سالانه دارند و در صورت عدم تأمین این انتظار، نسبت به فروش سهام اقدام می‌کنند و نسبت به شرکت بدبین می‌شوند و نهایتاً ارزش سهام شرکت کاهش می‌یابد.^{۲۴}

۲- سهام عادی، سررسید نداشته و بازخرید نیز نخواهد داشت.

۳- فروش اضافی سهام موجب ایجاد اطمینان بیشتر بین بستانکاران و اعتباردهندگان واحد اقتصادی خواهد شد و به افزایش توان دریافت اعتبار از مراجع مذکور منجر می‌گردد.

۴- فروش سهام عادی معمولاً از استقراض آسانتر است؛ چراکه خریداران انتظار عایدات بیشتری از سهام عادی نسبت به اوراق قرضه دارند.

معایب^{۲۵}

۱- با صدور سهام عادی و ورود سهامداران جدید، کنترل سهامداران فعلی بر واحد اقتصادی کمتر می‌شود مگر اینکه سهام جدید نیز به سهامداران فعلی فروخته شود.

۲- در صورتی که بازده واحد اقتصادی پس از صدور سهام عادی به تناسب افزایش نیابد، سهم سود سهامداران قبلی نسبت به قیل کاهش خواهد یافت.

۳- سود سهام عادی به عنوان هزینه قابل قبول مالیاتی تلقی نمی‌گردد.

۴- در دوران رکود اقتصادی، نظر به اینکه سهام با کسر به فروش می‌رسد، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد که این خود به رکود دامن می‌زند. این حالت بعضاً به عنوان جنبه

ضد اجتماعی صدور سهام عادی شناخته می‌شود.

در همین راستا، انتشار "گواهینامه حق خرید سهام" نیز به عنوان یکی از منابع تأمین مالی تلقی می‌گردد که طبق آن به سهامداران فعلی مؤسسه برای خرید سهام جدید تا مدت معینی حق تقدم داده می‌شود. این امتیاز اغلب به عنوان نوعی تقسیم سود تلقی می‌گردد و در بورس نیز قابل خرید و فروش است. فلسفه وجودی این امتیاز برای سهامداران فعلی است که برای حفظ قدرت کنترل خود می‌توانند با توجه به امتیاز داده شده، سهام جدید را خریداری نمایند.^{۲۶}

ج) تأمین مالی از طریق انتشار سهام ممتاز

به موجب ماده ۴۲ قانون اصلاح قسمتی از قانون تجارت مصوب اسفند ۴۷، شرکت سهامی می‌تواند سهام ممتاز با هرگونه امتیازی نسبت به سهام عادی صادر کند. اما سهام ممتاز، عموماً به سهامی اطلاق می‌شود که حداکثر سود آنها محدود است لیکن این امتیاز را داراست که سود این سهام قبل از سود سهام عادی پرداخت شده و به هنگام انحلال، حق دارندگان اینگونه سهام از حاصل فروش داراییهای شرکت، قبل از دارندگان سهام عادی پرداخت می‌شود. (البته در صورتی که پس از پرداخت بدهیها، وجهی باقی بماند).

سهام ممتاز به دلیل برتری یا تقدمی که نسبت به سهام عادی دارد با همین عنوان نامگذاری شده است. برتری یا تقدم سهام ممتاز به یکی از موارد زیر مربوط می‌گردد:^{۲۷}

۱- تقسیم سود

۲- تقسیم داراییها

۳- بازخرید

۴- قابلیت تبدیل به سهام عادی

سهام ممتاز، ماهیتی دوگانه دارد، از سویی به خاطر محدود بودن حداکثر درآمد برای دارنده آن، شبیه اوراق قرضه است و از سوی دیگر از نظر نداشتن سود تضمینی و حق تقدم بعد از پرداخت بدهیها همانند سهام سرمایه است،

امتیاز مهم سهام ممتاز نسبت به اوراق قرضه این است که سود سهام ممتاز مانند بهره اوراق قرضه اجباراً، قابل پرداخت نیست و عجز از پرداخت سود، موجب ورشکستگی شرکت نمی‌شود. از طرفی برای شرکتی که سودآوری زیادی دارد فروش سهام ممتاز به جای سهام عادی، موجب کسب سود بیشتر برای سهامداران عادی می‌شود. از دیدگاه شرکت صادرکننده سهام ممتاز مزایا و معایب زیر قابل تأمل است:^{۲۸}

مزایا

- ۱- صدور سهام ممتاز موجب جلوگیری از مشارکت مساوی سهامداران ممتاز با سهامداران عادی فعلی در سود می‌شود.
- ۲- صدور سهام ممتاز موجب حفظ کنترل مدیران و سهامداران فعلی روی شرکت می‌گردد. چراکه معمولاً سهامداران ممتاز، حق رأی ندارند.
- ۳- نیازی به وثیقه گذاردن داراییهای شرکت نیست (برخلاف اوراق قرضه با وثیقه).
- ۴- به علت نداشتن سررسید بازپرداخت از قابلیت انعطاف بیشتری نسبت به اوراق قرضه برخوردار است.

معایب

- ۱- سود سهام ممتاز به عنوان یک هزینه قابل قبول مالیاتی نیست. بنابراین کلاً بر شرکت تحمیل می‌شود.
- ۲- به سبب ریسک بیشتری که در سهام ممتاز نسبت به اوراق قرضه وجود دارد باید به قیمت کمتری فروخته شود تا خریداران کافی جلب کند.

و) تأمین مالی از طریق اخذ وام بانکی یا وام از مؤسسات اعتباری

این روش نیز به نوعی شبیه تأمین مالی از طریق اوراق قرضه است منتهی با این تفاوت که در این روش برای اخذ وام با یک مرجع مثلاً بانک مذاکره می‌شود و با بیان رو در روی مشکلات مبتلا به شرکت و توجیه مؤسسه اعتبار دهنده، تأمین مالی صورت می‌گیرد؛ در حالی که در روش اوراق قرضه طیف وسیعی از افراد سرمایه گذار وجود دارند.

معمولاً شرایط وام‌های بانکی با شرایط مندرج در قرارداد اوراق قرضه متفاوت است. بسیاری از شرکتها ترجیح می‌دهند که حتی با بهره بیشتر از بانک وام بگیرند ولی اوراق قرضه منتشر نکنند چراکه مذاکره و معامله با مسئول یک بانک از داد و ستد با بازار بی‌سر و ته سرمایه بمراتب راحت‌تر است. وقتی کسی به بانک مراجعه کند حداقل می‌تواند درد دل کند و مشکل خود را با آن مقام در میان بگذارد؛ در حالی که ایجاد ارتباط مستقیم با خریداران اوراق قرضه تقریباً غیر ممکن است. خریداران اوراق قرضه نسبت به شرکتی که به آن وام می‌دهند احساس تعهدی نمی‌نمایند بنابراین وام‌های بانکی مزیت مضاعف دارند.^{۲۹}

۱- شرکت متقاضی وام با مسئول بانک رو در رو می‌شود؛ با او مذاکره می‌کند و در نهایت در مورد شرایط وام به توافق می‌رسند.

۲- اگر اوضاع حاکم بر بازار تغییر کند طرفین قرارداد می‌توانند گرد هم آیند و نسبت به شرایط قرارداد وام به توافقات جدیدی برسند.

جدول زیر به مقایسه چهار روش تأمین مالی از خارج شرکت می‌پردازد:^{۳۰}

شرح	اوراق قرضه	سهام ممتاز	سهام عادی	وام بانکی
درجه ریسک و رشکستگی	به دلیل الزام به پرداخت ب موقع اصل و فرج زیاد است.	ریسک کم است زیرا پرداخت سود الزامی نیست.	ریسک ندارد زیرا شرکت تعهدی در رابطه با پرداخت سود به سهامداران ندارد.	ریسک زیاد است ولی کمتر از حالت اوراق قرضه چراکه با توافق می‌توان پرداختها را به تعویق انداخت.
افزایش سود شریکان	سودهای مازاد بر بهره به سهامداران عادی تعلق می‌گیرد.	سودهای مازاد بر سود سهام ممتاز به سهامداران عادی تعلق می‌گیرد.	سود به طور مساوی بین سهامداران جدید و قدیم تقسیم می‌شود.	سودهای مازاد بر بهره به سهامداران تعلق می‌گیرد.
کاهش کنترل عملیاتی سهامداران	تأثیری ندارد.	تأثیری ندارد مگر اینکه به سهام ممتاز اختیاراتی داده شود.	سهامداران جدید در کنترل شرکت سهم می‌شوند.	تأثیری ندارد.
انعطاف پذیری مالی در آینده	موجب کاهش در توان وامگیری در آینده می‌شود.	افزایش می‌یابد.	افزایش می‌یابد.	موجب کاهش در توان وامگیری در آینده می‌شود.
انطباق با نیازهای کوتاه مدت شرکت	ندارد	ندارد	ندارد	بسته به مدت وام می‌تواند کوتاه مدت یا بلندمدت باشد.

ملاحظات کلی در زمینه تأمین مالی

نخستین اقدام در زمینه تأمین مالی این است که اطمینان حاصل شود آیا از داراییهای شرکت بخوبی استفاده می‌شود؛ ممکن است با انجام چنین بررسی آشکار شود که شرکت به داراییهای جدید نیاز ندارد و در صورت بهره‌برداری بهینه از داراییها می‌توان تولید را افزایش داد و یا با تبدیل بخشی از داراییهای بی‌استفاده تا حدی از مشکل تأمین مالی کاسته شود.

نکته دیگر در رابطه با EOQ* یا مقدار سفارش با صرفه است. بررسی وضعیت شرکتها نشان می‌دهد که یکی از مشکلات واحدهای اقتصادی، تأمین مالی برای مواد اولیه مورد نیاز است و معمولاً خریدها برای نیازهای ۶ ماهه یا یکساله صورت می‌گیرد در حالی که می‌توان سفارشهای خرید مواد را به سفارشهای کوچکتر تقسیم نمود. این روش در برخی از کشورها به گونه‌ای اجرا می‌شود که "روش موجودی صفر" نام گرفته است. البته با توجه به وضعیت نامناسب حاکم بر روند قیمت‌ها این‌گونه عمل فعلاً در ایران دور از منطقی نیست.^{۳۱}

نکته مهم دیگر توجه به هزینه سرمایه است. این امر از مهمترین ملاحظات است که باید در تأمین مالی مورد توجه قرار گیرد و نیز در همین راستا باید اطمینان حاصل گردد که سود حاصل از سرمایه‌گذاری بیش از هزینه سرمایه باشد. تدارک دیدن منابع مختلف مالی یکی از ارکان استراتژی مالی شرکت به حساب می‌آید. هر شرکت برای اینکه از وابستگی خود به یک بازار مالی خاص کم کند باید به چندین منبع مالی دسترسی داشته باشد. آخرین نکته اینک پدیده ریسک می‌تواند میزان فروش و هزینه مربوط به فعالیت‌های تجاری را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین شرکتها باید بکوشند تا از استقراض در حد تناسب استفاده کنند؛ بویژه این موضوع در مورد شرکتهایی صدق می‌کند که نسبت داراییهای نامشهود آنها به داراییهای مشهود زیاد است.^{۳۲}

خلاصه

در این مقاله، روشهای رایج برای تأمین مالی پروژه‌ها به صورت خلاصه مورد بحث قرار گرفت. ذکر این نکته ضروری است که در دنیای اقتصاد، روشهای گوناگون و بعضاً پیچیده‌ای برای تأمین مالی طراحی و مورد استفاده قرار گرفته و می‌گیرد که بررسی هر روش مستلزم تألیف مجموعه‌ای جداگانه است. در هر حال هنگام بررسی تأمین مالی سه هدف اصلی باید مدنظر باشد:

۱- حداقل کردن هزینه تأمین مالی

۲- کنترل ریسک

۳- توجه به سود سهامداران فعلی

همچنین این نکته مورد بحث قرار گرفت که باید از مجموعه‌ای از روشهای تأمین مالی استفاده گردد و بدین ترتیب هزینه متوسط سرمایه به حداقل رسانیده شود. نهایتاً اینکه، بررسی وضعیت فعلی واحد اقتصادی و شناسایی منابع و امکانات داخلی، کم‌هزینه‌ترین روش تأمین مالی است. یک مؤسسه که نیازهای مالی خود را از طریق عملیات، فروش داراییها و غیره تأمین می‌کند نیازی به تأمین مالی از خارج ندارد. این موضوع زمانی ضرورت پیدا می‌کند که منابع داخلی، کفاف نیازهای مالی مؤسسه را ندهد.^{۲۳}

یادداشتها

- ۱- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۱۳۶۳، ص ۱۷۵
- ۲- دکتر جهانخانی، علی؛ استراتژی تأمین مالی بلندمدت شرکتها، مجله تحقیقات ملی، سال اول، شماره ۲، بهار ۷۳، ص ۵
- ۳- دکتر جهانخانی، علی؛ "شیوه‌های تأمین مالی شرکتها در شرایط کنونی بازار سرمایه ایران"، ماهنامه حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۳
- ۴- همان منبع، ص ۲۳
- ۵- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۱۳۶۳، ص ۳۱۵
- ۶- همان منبع، ص ۳۱۷
- ۷- همان منبع، ص ۳۱۹ - ۳۱۸
- ۸- دکتر جهانخانی، علی، "شیوه‌های تأمین مالی..."، ماهنامه حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۳

- ۹- همان منبع، ص ۲۳
- ۱۰- عبدالرضا، تالانه، "رونق دوباره معاوضه کالا"، ماهنامه حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۸ الی ۳۳
- ۱۱- دکتر جهانخانی، علی، "شیوه‌های تأمین مالی..."، مجله حسابدار، اسفندماه ۷۳، ص ۲۳
- ۱۲- همان منبع، ص ۲۳
- ۱۳- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۶۳، ص ۴۴۷ الی ۴۵۳
- 14- John J. Hampton, Financial Decision making, Prenticehall of India Private, New Dehli 1990, P.27
- ۱۵- همان منبع، ص ۳۴۴
- ۱۶- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی...، مجله حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۴
- ۱۷- همان منبع، ص ۲۴
- ۱۸- همان منبع، ص ۲۴
- ۱۹- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۱۳۶۳، ص ۳۹۶ - ۳۹۵
- ۲۰- همان منبع، ص ۳۹۶
- ۲۱- همان منبع، ص ۳۴۶
- ۲۲- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی...، ماهنامه حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۵
- ۲۳- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۱۳۶۳، ص ۳۵۵
- ۲۴- برداشت مؤلف از منابع مختلف و تجربیات شخصی است.
- ۲۵- همان منبع، ص ۳۵۷ - ۳۵۶
- ۲۶- حسابدار میانه، ملکبان اسفندیار، دانشکده اقتصاد، دانشگاه مازندران، ۱۳۶۶، ص ۳۶
- ۲۷- همان منبع، ص ۱۰ - ۹
- ۲۸- مصطفوی مقدم، علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۷۳، ص ۳۹۹ الی ۴۰۴
- ۲۹- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی بلند مدت، تحقیقات مالی، بهار ۷۳، انتشارات دانشگاه تهران، ص ۳۵
- ۳۰- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی...، ماهنامه حسابدار، اسفند ۷۳، ص ۲۷
- ۳۱- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی...، مجله تحقیقات مالی، انتشارات دانشگاه تهران، بهار ۷۳، ص ۳۱ الی ۳۶
- ۳۲- همان منبع، ص ۲۲
- ۳۳- همان منبع، ص ۳۱
- 34- G. Clarke, B. Wilson, R.H. Daines & S.D. Nadauld. Strategic financial management, Richard D.Irwin, inc. and Toppan Co.Ltd, Tokyo, Japan. 1990, P.155

منابع و مأخذ

انگلیسی

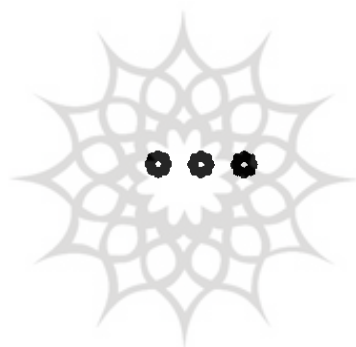
- 1- John J. hampton, financial Decision making, prentice - Hall of India, Private limited, New Dehli, 1990
- 2- R.C. Clarke, B.wilson, R.H. Daines & S.D. Nedaud, Strategic financial management,

Richard D.Irwin Inc. and Toppan co.ltd, tokyo, japan,1990

3- Leopold A. Bernstein, financial statement analysls, richard D.Irwin, Inc. and Toppon Co.Ltd, Japan, 1989.

فارسی

- ۱- مصطفوی مقدم علیرضا، مدیریت مالی، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی، شهریور ۱۳۶۳
- ۲- دکتر جهانخانی، علی، استراتژی تأمین مالی بلندمدت شرکتهای، تحقیقات مالی، بهار ۷۳، دانشکده علوم اداری دانشگاه تهران
- ۳- دکتر ملکیان، اسفندیار، حسابداری میانه، جزوه درسی دانشکده اقتصاد دانشگاه مازنداران، ۱۳۶۶
- ۴- دکتر جهانخانی، علی، شیوه‌های تأمین مالی شرکتهای در شرایط کنونی ایران، ماهنامه حسابداری، اسفند ۷۳، انجمن حسابداران خیره ایران
- ۵- تالانه، عبدالرضا، رونق دوباره معاوضه کالا، ماهنامه حسابداری، اسفند ۷۳، انجمن حسابداران خیره ایران



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی



پروشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی