

آنجا تولید و اشتغال را به همراه می‌آورد. اهمیت دسترسی به سرمایه و یا به عبارت دیگر تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی در سطح بنگاههای کوچک کمتر از اهمیت آن در مقیاس ملی نیست. بسیاری از کارآفرینان و طراحان فعالیت‌های اقتصادی و فرهنگی اعم از انتفاعی و غیرانتفاعی برای تحقق اهداف خود نیازمند سرمایه‌اند.

اما واقعیت آن است که سرمایه نیز همچون سایر عوامل و منابع اصلی تولید با پدیده کمیابی مواجه است. بدین لحاظ تمرکز پس‌اندازهای کوچک با هدف تشکیل سرمایه‌های بزرگ جهت تأمین مالی پروژه‌های ملی و برآوردن نیاز بنگاههای اقتصادی امری ضروری می‌باشد. از این روست که در فرآیند توسعه اقتصادی یک کشور نهادهای مالی نقش ویژه و مهمی پیدا می‌کنند. وظیفه نهادهای مالی جمع‌آوری پس‌اندازهای کوچک است و کارایی هر چه بیشتر آنها به منزله جلوگیری از وجود سرمایه‌های راکد و به کاراندازی آنها در صحنه‌های تولید و توسعه اقتصادی و تأمین سایر نیازهای سرمایه‌گذاری است.

نهادهای مالی علاوه بر تأمین سرمایه مورد نیاز مزبور، هزینه‌های تأمین سرمایه را در یک فضای رقابتی کاهش می‌دهند و واسطه‌گریهای متعدد مالی را عملاً به شرط کارآمد بودن از میان برمی‌دارند.

۱- انواع نهادهای مالی

نهادهای مالی را می‌توان در یک تقسیم‌بندی کلی به نهادهای پولی و سرمایه‌ای تقسیم‌بندی نمود که از آنها به عنوان دو نهاد بازار پول و بازار سرمایه یاد می‌کنیم.

صرف نظر از بحث مربوط به تفکیک بازار پول و سرمایه، می‌توان گفت که به طور عمده بانکها به عنوان بازار پول بورسهای اوراق بهادار به عنوان بازار سرمایه شناخته می‌شوند. پس‌اندازهای کوچک مردم می‌تواند توسط یکی از این

اشاره:

اشخاص حقیقی و حقوقی که قصد ایجاد یا توسعه یک فعالیت اقتصادی را دارند معمولاً جهت تأمین مالی و سرمایه مورد نیاز خود به بازارهای مالی (بازار پول - بازار سرمایه) مراجعه می‌کنند. در بازار پول که عمدتاً شبکه بانکی و سایر مؤسسات مالی متولی آنند متقاضیان در برابر پرداخت سود، تسهیلات دریافت می‌کنند و در بازارهای سرمایه که عمدتاً بورسهای سهام متولی آنند از طریق انتشار اوراق بهادار (سهام - اوراق مشارکت) به این مهم مبادرت می‌ورزند. متأسفانه شرکتهای تعاونی در این میان تنها به بازارهای پولی دسترسی دارند و تأمین مالی و نیازهای سرمایه‌ای آنها عملاً از طریق بورس سهام ممکن نیست.

نوشته حاضر بحثی اجمالی را در خصوص امکان‌پذیری ورود تعاونیها به بازار سهام مطرح می‌کند.

مقدمه

اکثر قریب به اتفاق اقتصاددانان تشکیل سرمایه و سرمایه‌گذاری را یکی از عوامل و عناصر رشد و توسعه اقتصادی می‌دانند. این عامل باعث شکل‌گیری فعالیت‌های اقتصادی در سطح کلان و خرد می‌شود و از

درآمدی بر بحث تأمین مالی

تعاونیها از طریق

بورس سهام

● سید قاسم صمیمی‌فر

● حمید گل محمدی

دو بازار جذب شود. بازار پول از طریق پرداخت سود به سپرده‌های مردم، انگیزه لازم را ایجاد می‌کند و بازار سرمایه نیز معمولاً آوردگانه‌کسانی است که به بازدهی بیشتر در مقابل پذیرش ریسک بیشتر می‌اندیشند و به منظور برخورداری از عواید مستقیم ناشی از معامله اوراق بهادار، پس‌اندازهای کوچک و بزرگ خود را وارد این بازار می‌نمایند.

البته بازارهای مالی فقط به موارد فوق محدود نمی‌شود. امروزه در سطح بین‌المللی نهادهای جدید مالی شکل گرفته‌اند که می‌توان گفت تغییرات ساختاری در حوزه فعالیت‌های اقتصادی، افزایش رقابت در سطح جهانی، افزایش یکپارچگی اقتصادی و تحولات فن‌آوری از علل آن بوده‌اند.

بسورسهای کالایی و صندوقها و مؤسسات سرمایه‌گذاری نیز از جمله نهادهایی هستند که می‌توان در جهت گسترش رقابت و تنوع در روشهای تشکیل سرمایه از آنها استفاده نمود.

امروزه شرکت‌ها و بنگاههای بزرگ و حتی پروژه‌های ملی جهت تأمین مالی خود می‌توانند علاوه بر بازار پول از طریق انتشار اوراق قرضه و اوراق مشارکت و نیز برگه‌های سهام به هدف خود نایل آیند. برای رسیدن به این مقصود، اقسام مختلف بازارهای فوق پیش‌روی متقاضیان سرمایه قرار دارد.

۲- سازوکار تأمین سرمایه در بورس

تشکیل سرمایه و انجام سرمایه‌گذاریهای جدید در بورس از طریق افزایش سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تحقق می‌یابد. این شرکتها متناسب با برنامه‌های توسعه جهت تجهیز ماشین‌آلات و سایر موارد اقدام به افزایش سرمایه از طریق صدور سهام جدید می‌نمایند. سهامداران هر شرکت جهت حفظ حقوق خود در خرید سهام جدید از حق تقدم برخوردارند. پس از تعیین مبلغ سرمایه موردنیاز معادل آن برگه سهام منتشر می‌شود و سهامداران

شرکت اگر خود خریدار مستقیم سهام جدید نباشند. حق خرید یا حق تقدم خرید خود را در بورس واگذار می‌نمایند و بدین طریق سرمایه موردنیاز شرکت تأمین می‌شود.

۳- تأمین سرمایه شرکتهای تعاونی

همان‌طور که گفته شد متقاضیان سرمایه معمولاً اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که قصد دارند نسبت به راه‌اندازی یک فعالیت اقتصادی یا اجتماعی با نیت انتفاعی یا غیرانتفاعی اقدام نمایند. از آنجا که توان مالی آنها محدود است ناگزیر از مراجعه به بانک (به عنوان بازار پول) جهت اخذ تسهیلات هستند و آماده‌اند تا در برابر پرداخت سود معینی از منابع بانکی استفاده کنند.

اما اولاً منابع بانکی محدود هستند و ثانیاً استفاده از منابع بانکی همواره با پرداخت سود قطعی همراه است. لذا راه دیگری که در پیش‌روی شرکت و یا مؤسسين وجود دارد پذیره‌نویسی و مراجعه به بازار سهام است. حتی شرکتها می‌توانند به صدور اوراق مشارکت نیز اقدام نمایند. شرکت در این حالت درصدي از سود خود را که در نتیجه عملیات اقتصادی بدست آمده است، براساس میزان سهم سهامداران به آنها پرداخت می‌کند که ممکن است در زمانهای مختلف متفاوت باشد. که پرداخت یا عدم پرداخت سود حاصله به سیاستهای شرکت بستگی داشته و لذا از بابت پرداخت سود یا بهره قطعی و مشخص، شرکت تحت فشار و اجبار قرار ندارد.

متأسفانه تعاونیها، در دنیای امروز علی‌رغم اینکه در قالب یک شخصیت حقوقی و معمولاً مطابق با قوانین صنفی کشورها فعالیت می‌کنند، عملاً از دسترسی به بازار دوم یعنی بازار سرمایه و سهام محرومند. البته این مساله به برخی از اصول تشکیل‌دهنده شرکتهای تعاونی (برای مثال این که هر عضو بدون توجه به میزان سهام خود از یک حق رای

برخوردار است) برمی‌گردد که امکان انتشار سهام و حضور در بازارهای سهام را برای تعاونیها مقدور نمی‌سازد.

تعاونیها خود به مثابه یک نهاد مالی هستند که عملاً از طریق جمع شدن پس‌اندازهای کوچک تعداد زیادی از افراد به عنوان اعضای تعاونی، سرمایه موردنیاز را تأمین می‌کنند اما در صورتیکه نیاز به منابع مالی بیشتر داشته باشند یا باید به شبکه بانکی مراجعه کنند و یا آورده نقدی اعضا را افزایش دهند. آن‌گاه هر عضو برای حفظ درصد سهم خود مجبور است به نسبت افزایش سرمایه موردنیاز، سهام جدید خریداری کند که ممکن است به دلیل ناتوانی مالی اعضا از هر گونه افزایش سرمایه امتناع کرده و یا لاقلاً در مقابل کاهش سهم خود مقاومت کنند. اینجاست که یکی از مشکلات تعاونیها در تأمین مالی و سرمایه موردنیاز شکل می‌گیرد.

در ایران صندوق تعاون که در واقع یک نهاد مالی در مجموعه بازار پول محسوب می‌شود، وظیفه حمایت از تعاونیها و تأمین نیازهای مالی آنها را برعهده دارد. اما علی‌رغم نرخهای سود مناسب‌تر صندوق تعاون، تعاونیها به هر حال مجبورند از بابت تسهیلات دریافتی از صندوق، بهره مشخصی را پرداخت نمایند.

نباید فراموش کرد که ریسک تأمین مالی از طریق بازار سرمایه (به دلیل نبود الزام در پرداخت بهره مشخص به سرمایه‌های دریافتی) از ریسک آن در بازار پول کمتر است. اما تعاونیها از چنین فرصتی عملاً برخوردار نیستند.

۴- نحوه ورود تعاونیها به بازار سهام

به شرط برخی اصلاحات حقوقی و قانونی تعاونیها می‌توانند از دو طریق در بازارهای سهام فعال باشند.

۱- تشکیل شرکتهای تعاونی سرمایه‌گذاری: بدین صورت که می‌توان شرکتهای تعاونی تشکیل داد که با سرمایه آورده شده از طرف اعضا به فعالیت در

بازار بورس و خرید و فروش اوراق بهادار پردازند. این در واقع مشابه کاری است که در بازار پول عملاً تعاونیهایی اعتبار انجام می‌دهند. یعنی از طریق اعطای تسهیلات به متقاضیان به فعالیت مشغولند.

۲- عرضه بخشی از سهام خود به بورس: تعاونیها می‌توانند با اصلاحات مالی و ساختاری لازم شرایط ورود به بازار سهام را کسب نموده و بخشی از نیازهای مالی خود را از طریق پذیره‌نویسی یا عرضه سهام خود در بازارهای بورس، تامین نمایند.

به نظر می‌رسد کسه بزرگترین مشکل تعاونیها در این مورد مسأله حق رای سهامداران جدید و قانون هر سهم یک رای است. همان طور که اشاره شد این مسأله با برخی اصلاحات قانونی قابل حل است از جمله:

الف- تعیین حق رأی به شرط داشتن حداقل تعداد معینی از سهام شرکت تعاونی

ب- تعیین سهام ممتاز برای اعضای ثابت قبلی و تعیین حق رأی تنها برای سهام ممتاز

البته لازم به توضیح است که این مسأله احتیاج به بررسی‌های اقتصادی و حقوقی بیشتری دارد. اصلاحات باید به گونه‌ای باشد که ضمن حل مشکل دسترسی تعاونیها به بازار سرمایه (بورس سهام) به روح حاکم بر نهادهای تعاونی و فلسفه وجودی و رسالت آنها، لطمه‌ای وارد نکند.

۵- مروری بر دیدگاه صاحب‌نظران و نهادهای بین‌المللی تعاونی
برای رسیدن به پاسخی علمی و منطقی درخصوص بحث امکان ورود تعاونیها به بازارهای بورس، مکاتباتی (از طریق پست الکترونیکی) با برخی از صاحب‌نظران تعاون از کشورهای مختلف دنیا صورت گرفت که خلاصه این مکاتبات به پیوست ارائه شده‌است.

عرضه در بازارهای بورس نبوده و غیر اعضا مطابق قانون قادر به خرید سهم تعاونی‌ها نمی‌باشند. البته وی به همراه بیل نلسون بحثی را تحت عنوان شرکتهای تعاونی نسل جدید مطرح می‌کند که قادرند نوع خاصی از سهام خود را بدون واگذار نمودن حق رای، در بازارهای بورس عرضه نمایند.

از دیگر کسانی که درخصوص بحث امکانپذیری ورود تعاونیها به بازارهای

سهام، صاحب‌نظر محسوب می‌شوند، آقایان راجر هرمن و کارن نیوفلت از مرکز مطالعه تعاونیها هستند. آنها اظهار می‌کنند که تعاونیها، عموماً در بازارهای معاملات سهام وارد نمی‌شوند و در صورتی که بخواهند چنین اقدامی انجام دهند ماهیت خود را به عنوان یک شرکت تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

آنها برای این ادعای خودمثالی را ذکر کرده و از شرکت تعاونی Saskatchewan Whirlpools یاد می‌کنند که با انتشار سهام خود وارد بورس سهام تورنتو شد و هم اینک منتقدان زیادی ماهیت این شرکت را به عنوان یک شرکت تعاونی زیرسؤال برده‌اند.

تعاونی از دست می‌دهند.

به شرط برخی اصلاحات

حقوقی و قانونی تعاونیها می‌توانند از دو طریق در

بازارهای سهام فعال باشند:

۱- تشکیل شرکتهای تعاونی سرمایه‌گذاری: بدین صورت که می‌توان

شرکتهای تعاونی تشکیل داد که با سرمایه آورده از طرف اعضا به فعالیت در بازار بورس و خرید و فروش اوراق بهادار پردازند. این در واقع مشابه کاری است که در بازار پول عملاً تعاونیهایی اعتبار انجام می‌دهند. یعنی از طریق اعطای تسهیلات به متقاضیان به فعالیت مشغولند.

۲- عرضه بخشی از سهام خود به بورس: تعاونیها می‌توانند با اصلاحات مالی و ساختاری لازم شرایط ورود به بازار سهام را کسب نموده و

بخشی از نیازهای مالی خود را از طریق پذیره‌نویسی یا

عرضه سهام خود در بازارهای بورس، تامین

نمایند.

آنچه از

پاسخهای دریافت شده مستفاد می‌شود، نشان می‌دهد که ورود تعاونیها به بازار معاملات سهام به جز در چند مورد (از جمله آمریکا، کانادا و استرالیا) در اکثر کشورها مغایر با قانون بوده و عملی نیست. مطابق با بررسی آقای جانانان بارکر از دانشگاه کالیفرنیا تعاونیها حق ورود به بازارهای بورس را ندارند و یا به عبارتی دیگر، سهام شرکتهای تعاونی قابل

۶- تعاونیهای نسل جدید NDC

شرکتهای تعاونی نسل جدید در سالهای اواخر سال ۱۹۹۶ و اوایل سال ۱۹۹۷ در

آمریکا و در بین تعاونیهای کشاورزی به وجود آمدند. این شرکتها توانستند با تغییراتی که در ساختار مالی خود ایجاد نمودند، وارد بازارهای بورس شوند. برای روشنتر شدن کارکرد این شرکتها مثالی ارائه می‌کنیم.

فرض کنید که ۱۰۰ سهم از یک شرکت تعاونی تولید چغندر قند را به ارزش هر سهم ۱۵۰ دلار خریده‌اید. هر سهم بیانگر این است که به اندازه یک هکتار چغندر قند می‌بایست به وسیله شما تولید شده و به تعاونی تحویل داده شود. اکنون به دلیل شرایط مساعد اقتصادی، فرصتی به دست آمده تا سهام خود را به ارزش هر سهم ۲۵۰ دلار بفروشید. در این وضعیت، در تعاونیهای نسل جدید NQC اعضا می‌توانند سهام خود را به دیگران (غیراعضا) بفروشند اما ضرورت دارد شرکت تعاونی، توانایی خریدار جدید سهام شرکت را برای تولید و تحویل به موقع چغندر به میزان تعیین شده، تایید نماید. بر طبق گفته آقای جانانان بارکر، این نوع شرکتها اصولاً اجازه دارند تا یک غیرعضو را براساس یک معیار خاص سرمایه‌گذاری، معمولاً حداکثر ۷ تا ۸ درصد سهام شرکت، به عضویت خود درآورند (سقف مشارکت به نوع فعالیت تعاونیها بستگی دارد) البته سرمایه‌گذاران خارجی (غیرعضو) از حق رای در شرکت تعاونی برخوردار نیستند. این نوع تعاونیها به اعضا اجازه می‌دهند تا سهام خود را فروخته یا حقوق خود را به هر قیمتی که می‌خواهند و یا می‌توانند به دیگران واگذار نمایند. البته این کارها می‌بایست با موافقت هیات مدیره صورت بگیرد. این نوع تعاونیها به ویژه در بین تعاونیهای کشاورزی در نیمه غربی آمریکا به چشم می‌خورند. پارکر در ادامه توضیحات خود مثالی را درباره شرکت CHS که از جمله تعاونیهای نسل جدید می‌باشد، مطرح می‌نماید.

شرکت CHS

شرکت CHS، با قدمتی در حدود ۷۵ سال یک شرکت تعاونی تولیدکننده و

عرضه‌کننده

محصولات مختلف است. امروزه این شرکت با ۱۲۰۰ تعاونی محلی و ۳۲۵ هزار تولیدکننده در بیش از ۱۲ ایالت آمریکا همکاری دارد. محصولات این شرکت دامنه گسترده‌ای از پالایش فرآورده‌های نفتی و تولید کودشیمیایی تا بازاریابی محصولات و تولیدات کشاورزی نظیر انواع حبوبات را در برمی‌گیرند. این شرکت، از جمله شرکتی نسل جدید است که برای تامین بخشی از نیازهای مالی خود جهت توسعه فعالیتهای شرکت، مقداری از سهام ممتاز خود را در بازارهای سهام عرضه نمود. البته، کسانی که این نوع سهام را که به سهام نوع BV مشهور است، خریداری می‌کنند تنها از جنبه اقتصادی سهامدار شرکت می‌باشند (شرکت تعاونی موظف است در تقسیم مازاد برگشتی همچون سایر اعضا اولیه با آنها رفتار نماید) ولی از حق رأی برخوردار نیستند.

براین اساس، بیش از ۷۰۰۰ نفر نزدیک به ۹۰ میلیون دلار از سهام ممتاز این شرکت را خریداری نمودند. به گفته آقای مایک توئل، ریاست هیات مدیره شرکت تعاونی CHS، پس از این اقدام تشها و نگرانیهایی از سوی اعضای قدیمی در رابطه با حفظ حقوق مالکیت و نظارت آنها ایجاد شد. اما امروزه، بنابر اظهارات وی، درک و پذیرش خوبی در بین اعضا نسبت به این اقدام به وجود آمده است. آقای مایک توئل بیان می‌کند، چالشی که شرکت CHS در برخورد با سهامداران جدید فراروی خود دارد، آموزش این دسته از سهامداران و آشنا نمودن آنها با ساختار تجاری شرکتی تعاونی و تمایز آن با سایر ساختارهای تجاری به طور عام و شناساندن ویژگیهای شرکت تعاونی CHS به طور خاص می‌باشد. لازم به ذکر است که این شرکت در سال گذشته تقریباً تقریباً معادل با ۸ میلیارد دلار فروش داشته و سود آن معادل با ۱/۱۲۶ میلیون دلار بوده است که از این مقدار ۵۶/۵

میلیون دلار به عنوان مازاد برگشتی و به صورت وجه نقد به اعضا پرداخت شده است.

نتیجه‌گیری

با توجه به مقدمه‌ای که در خصوص انواع بازارهای تامین مالی ذکر شد و موضوع ضعف شرکتیهای تعاونی برای جذب منابع مالی لازم و نیاز مبرم آنها به این منابع، به نظر می‌رسد که بحث ورود شرکتیهای تعاونی به بازارهای سرمایه و از جمله بازار بورس، بیش از گذشته نیاز به بررسی و موشکافی دارد.

به طور کلی پیشنهاداتی که در این خصوص و در جهت فراهم شدن زمینه‌ای برای ورود شرکتیهای تعاونی به بازارهای بورس می‌توان ارائه داد عبارتند از:

- اصلاح قوانین، مقررات و دستورالعملهای موجود در قانون تعاون، به نحوی که شرایط و ضوابط لازم برای ورود تعاونیها به بازار بورس فراهم سازد.
- اصلاح ساختار مالی تعاونیها به منظور ایجاد تفکیک بین حقوق سهامداران عضو و سهامداران غیرعضو
- ارتقا سطح دانش و آگاهی اعضا نسبت به مزایا و ویژگیهای خاص بازارهای سرمایه
- افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران غیرعضو نسبت به ویژگیهای خاص شرکتیهای تعاونی
- الگوبرداری و بومی سازی تجربیات و اقدامات تعاونیهایی که در سایر کشورهای جهان وارد بازارهای بورس شده‌اند.
- تشکیل بورس تخصصی شرکتیهای تعاونی هر چند که در ایران بازار سرمایه در مقایسه با بازارهای پولی، جایگاه واقعی خود را به عنوان یک نهاد مطمئن تامین مالی پیدا نکرده و در این راه سهم ناچیزی را به خود اختصاص داده است، اما می‌بایست ورود به این عرصه مدنظر تعاونیهایی که می‌خواهند در دنیای رقابتی امروز منابع لازم را جهت ادامه بقاء و توسعه فعالیتهای خود کسب کنند، قرار گیرد. ●