

بررسی سازوکار انتشار و مبادله رسید سپرده سهام در بازار سرمایه



بورس اوراق بهادار تهران
معاونت توسعه
مدیریت تحقیق و توسعه
اردیبهشت ماه ۱۳۹۶



abcBourse.ir



@abcBourse_ir

مرجع آموزش بورس



باز نشر :

بورس اوراق بهادار تهران
مدیریت تحقیق و توسعه
شناسنامه سند

عنوان: بررسی سازوکار انتشار و مبادله رسید سپرده سهام در بازار سرمایه

تهیه کننده: دکتر مهدی ذوالفقاری

تاریخ انتشار: اردیبهشت ماه ۱۳۹۶

شماره ویراست: اول



فهرست

۱	۱- مقدمه.....
۳	۲- ساختار کلی رسید سپرده.....
۳	۱-۲-۱ تعریف.....
۴	۲-۲ ساختار کلی انتشار و دادوستد رسید سپرده.....
۴	۱-۲-۲ انتشار.....
۶	۲-۲-۲ دادوستد.....
۶	۳-۲-۲ ابطال.....
۷	۳-۲ مزایا، معایب و ریسک‌ها.....
۸	۴-۲ انواع رسید سپرده.....
۸	۱-۴-۲ رسید سپرده سهام ملی.....
۹	۲-۴-۲ رسید سپرده سهام فراملی.....
۱۰	۳- مروری بر تجربیات جهانی در انتشار رسید سپرده.....
۱۰	۱-۳-۱ تايلند.....
۱۰	۱-۱-۳ مزایای انتشار NVDR.....
۱۲	۲-۱-۳ ویژگی‌های NVDR.....
۱۳	۳-۱-۳ سازوکار تبدیل NVDR.....
۱۳	۴-۱-۳ چارچوب خرید و فروش NVDR.....
۱۴	۵-۱-۳ عملکرد NVDR.....
۱۴	۲-۳ بورس‌های ایالات متحده آمریکا.....
۱۵	۱-۲-۳ انواع ADR.....
۱۷	۱-۱-۲-۳ ADR سطح یک.....
۱۸	۲-۱-۲-۳ ADR سطح دو.....
۲۰	۳-۱-۲-۳ ADR سطح سه.....
۲۰	۴-۱-۲-۳ ADR قانون 144A.....
۲۱	۲-۲-۳ سازوکار انتشار و ابطال ADR.....
۲۲	۳-۲-۳ حق رأی ADR.....
۲۳	۴-۲-۳ الزامات ایالات متحده آمریکا در خصوص ADR.....
۲۵	۱-۴-۲-۳ الزامات پذیرش ADR در بورس نزدیک.....
۳۰	۲-۴-۲-۳ الزامات بورس نیویورک.....
۳۴	۵-۲-۳ ADR فسخ.....
۳۵	۶-۲-۳ ADR عملکرد.....
۳۵	۳-۳ بورس هنک کنگ.....
۳۶	۱-۳-۳ HDR مشخصات.....
۳۷	۲-۳-۳ چارچوب حقوقی HDR.....
۳۷	۳-۳-۳ الزامات پذیرش و دادوستد HDR.....
۴۲	۴-۳-۳ فرآیند انتشار HDR.....
۴۴	۵-۳-۳ فرآیند ابطال HDR.....

۴۵	.....	۵-۳-۳ فرآیند انتقال حق رأی
۴۵	.....	HDR عملکرد ۶-۳-۳
۴۶	.....	۴-۳ بورس تایوان
۴۶	.....	۱-۴-۳ چارچوب حقوقی TDR
۴۷	.....	۲-۴-۳ الزامات انتشار TDR
۴۸	.....	۳-۴-۳ عملکرد TDR
۵۰	.....	۵-۳ بورس برزیل
۵۱	.....	۱-۵-۳ انواع BDR
۵۲	.....	۱-۱-۵-۳ برنامه BDR سطح یک
۵۲	.....	۲-۱-۵-۳ برنامه BDR سطح دو
۵۲	.....	۳-۱-۵-۳ برنامه BDR سطح سه
۵۲	.....	۲-۵-۳ چارچوب قانونی BDR
۵۳	.....	۳-۵-۳ عملکرد BDR
۵۴	.....	۶-۳ بورس هند
۵۴	.....	۱-۶-۳ چارچوب قانونی IDR
۵۵	.....	۲-۶-۳ الزامات پذیرش IDR
۵۶	.....	۳-۶-۳ عملکرد رسید سپرده IDR
۵۸	.....	۴- نتیجه‌گیری و پیشنهادات
۵۹	.....	۵- منابع و ماخذ
۶۱	.....	پیوست
		پیوست الف) لیست کامل کشورهای که در سه بازار نیویورک، نزدک و خارج از بورس، اقدام به انتشار رسید سپرده کرده‌اند
۶۱	.....
		پیوست ب): لیست تعداد شرکت‌های چینی که در بازار سرمایه آمریکا اقدام به انتشار رسید سپرده کرده‌اند
۶۳	.....
۶۹	.....	پیوست «پ»: ماده (۱۲۲) NYSE MKT COMPANY GUIDE



۱- مقدمه

نقش و اهمیت بازارهای مالی در فرآیند رشد و توسعه اقتصادی کشورها به صورتی است که می‌توان تفاوت اقتصادهای توسعه‌یافته و توسعه‌نیافته را در درجه کارآمدی و کارایی این بازارها یافت. بازار سرمایه به‌عنوان یکی از رکن‌های بازار مالی نقش به‌سزایی در تأمین امکانات مالی و سرمایه‌ای برای تخصیص بهینه منابع به‌منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد. تجارب کشورهای مختلف و مطالعات متعدد تجربی در این زمینه، بیان‌کننده این واقعیت است که توسعه بازارهای مالی به‌ویژه بازار سرمایه، اثر خالص مثبت بر پس‌انداز، تشکیل سرمایه و رشد اقتصادی داشته است. بازارهای توسعه‌یافته سرمایه در اقتصادهای پیشرو با معرفی طیف گسترده‌ای از انواع محصولات مالی، بستر حضور سرمایه‌گذاران با خواسته‌های متنوع را با هدف تأمین مالی و سرمایه‌گذاری سودآور فراهم نموده است. از این رو با توجه به نقش ابزارهای مالی مختلف در توسعه بازارهای سرمایه (و بالطبع توسعه اقتصاد کشورها)، در بازار سرمایه ایران فقدان یا کم‌رنگ بودن ابزارهای مالی متنوع موجب سهم کم این بازار در تأمین مالی اقتصاد کشور طی سال‌های گذشته شده است. براساس آمارهای موجود، سهم بازار سرمایه کشور از تأمین مالی^۱ در سال ۱۳۹۴ در حدود ۲۰ درصد بوده است. این در شرایطی است که پس از تصویب قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی در سال ۱۳۸۴، ظرفیت قانونی برای معرفی و پیاده‌سازی ابزارهای مالی جدید فراهم شده است.^۲ در مجموع یکی از کاستی‌های بازار سرمایه کشور کمبود ابزارهای مالی برای طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران با خواسته‌های متفاوت است.

از سوی دیگر به اعتقاد برخی محققین مالی، در حال حاضر، نقدشوندگی پایین بازار سرمایه و عدم تمایل سهامداران عمده به عرضه سهام خود به‌عنوان مهم‌ترین موانع اصلی در عدم موفقیت ابزارهای مالی جدید است. به اعتقاد این کارشناسان، معرفی ابزارهای مالی جدید در شرایط حاضر، کمکی به توسعه بازار سرمایه نخواهد کرد، زیرا پیش‌نیاز موفقیت این ابزارها، کارایی بهتر بازار از جمله نقدشوندگی بالا است. با این تفسیر می‌توان بیان داشت معرفی ابزارهای مالی جدید که قادر به افزایش نقدشوندگی (و همچنین کاهش حجم سهام نگهداری شده از سوی سهامداران عمده) در بازار باشد، به‌عنوان یکی از پیش‌نیازهای اساسی برای بسترسازی در معرفی ابزارهای مالی جدید، ضرورت دارد. در بورس‌های توسعه‌یافته و بین‌المللی جهان، برخی ابزار جدید برای رفع دو چالش فوق در کنار افزایش حضور شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران خارجی و تقویت تعاملات بین‌المللی بورس‌ها معرفی شده است که یکی از مهم‌ترین ابزارها در این رابطه "رسید سپرده"^۳ یا "گواهی سپرده"^۴ است (باتی و آسوسیکاتس^۵، ۲۰۱۴).

انتشار این اوراق بهادار نه‌تنها موجب افزایش نقدشوندگی سهام در بورس‌ها می‌شود و امکان دسترسی بنگاه‌های اقتصادی خارجی به بازارهای سرمایه داخلی را فراهم می‌کند، بلکه امکان سرمایه‌گذاری خارجی برای سهامداران

۱ نسبت تأمین مالی به تشکیل سرمایه ثابت ناخالص

۲ لازم به ذکر است که در چند سال گذشته روند معرفی ابزارهای جدید اعم از اوراق بدهی، صکوک، اسناد خزانه و برخی مشتقات مالی تسریع شده است.

3 Depository Receipt
4 Depository Certificate
5 Batia and Associates



داخلی را از طریق خرید و دادوستد این اوراق بهادار فراهم می‌کند. مجموعه ویژگی‌های فوق در کنار قابلیت این اوراق در حفظ کنترل مدیریتی سهامداران عمده، این ابزار را به یکی از مهمترین محصولات مهندسی مالی در این بازارها تبدیل کرده است. رسید سپرده برای اولین بار در سال ۱۹۲۷ در آمریکا تحت عنوان "رسید سپرده آمریکایی"^۱ به عنوان روش ساده برای سهامداران آمریکایی که تمایل به خرید سهام شرکت‌های خارجی (که سهام آنها در بورس‌های داخلی آن کشور منتشر شده بود) داشتند، معرفی شد.^۲ از آن زمان تاکنون علاوه بر بازارهای سهام (نیویورک^۳، نزدک^۴ و بورس آمریکا^۵) و خارج از بورس آمریکا^۶ که به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار سهام دنیا از لحاظ تعداد پذیرش رسید سپرده شرکت‌های خارجی از بیش از ۶۰ کشور جهان محسوب می‌شود، سایر بازارهای سهام توسعه‌یافته نظیر لندن، ژاپن، هنگ‌کنگ و... نیز اجازه انتشار رسید سپرده در بازارهای سهام داخلی را داده‌اند. با توجه به تجربیات موفق بازار رسید سپرده در بورس‌های توسعه‌یافته، در سال‌های اخیر بسیاری از بورس‌های نوظهور و درحال توسعه نظیر برزیل، تایوان، تایلند، هند و... نیز برای بهره‌مندی از پتانسیل‌های این ابزار مالی، با تصویب قوانین و مقررات مربوطه، اجازه انتشار رسید سپرده به شرکت‌های داخلی و خارجی را در بازارهای سهام خود داده‌اند. در حال حاضر پذیرش رسید سپرده نزدیک به ۴ درصد از کل پذیرش‌ها در بازارهای اوراق بهادار جهان را تشکیل می‌دهند (کوساندی^۷، ۲۰۱۵). این ابزار به دو صورت ملی و بین‌المللی در بازارهای سرمایه منتشر می‌گردد. رسید سپرده ملی از سوی شرکت‌های داخلی در بازارهای سرمایه داخلی منتشر می‌گردد و رسید سپرده فراملی از سوی شرکت‌های داخلی در بازارهای سرمایه سایر کشورها منتشر می‌گردد.

در مجموع، از یک سو نظر به موفقیت نسبی که این ابزار مالی در اکثر بازارهای سرمایه کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه داشتند و از سوی دیگر با توجه به قابلیت این ابزار در افزایش نقدشوندگی، تأمین مالی در کنار حفظ کنترل مدیریتی، در پژوهش حاضر ضمن معرفی ساختار کلی رسید سپرده به بررسی سازوکار انتشار رسید سپرده در بورس‌های ایالات متحده، تایلند، هنگ‌کنگ، تایوان، برزیل و هند پرداخته شد. همچنین عملکرد انتشار این اوراق در بورس‌های مورد مطالعه مورد بررسی قرار گرفت.

1 American Depository Receipt (ADR)

۲ پیش از معرفی ADR، اگر سرمایه‌گذار آمریکایی تمایل به خرید سهام یک شرکت غیرآمریکایی داشت، وی مجبور به خرید سهام آن شرکت در بورس‌های بین بود. خرید سهام در بورس‌های بین‌المللی دارای برخی محدودیت‌های بالقوه نظیر محدودیت‌های مربوط به انتقال ارز، نوسانات نرخ ارز و همچنین تفاوت‌هایی در ساختار نظارتی بورس‌ها داشت.

3. NYSE

4. NASDAQ

5. AMEX

6. Over-The-Counter (OTC)

7 Kusnadi



۲- ساختار کلی رسید سپرده

۲-۱ تعریف

رسید سپرده گواهی قابل دادوستدی است که در بازار سرمایه میزبان^۱ توسط یک نهاد (بانک) سپرده‌گذاری^۲ به پشتوانه مالکیت اوراق بهادار یک شرکت خارجی (پذیرش‌شده در بازار سرمایه محلی^۳) منتشر می‌شود. براساس این تعریف به‌طور معمول، دارنده رسید سپرده به عنوان مالک سهام پایه (پشتیبان) که نزد نهاد سپرده‌گذاری، سپرده شده، تلقی می‌گردد و از کلیه عواید مالی و حقوقی سهام پایه براساس "توافقنامه سپرده‌گذاری"^۴ منتفع می‌شوند. در این رابطه نهاد سپرده‌گذاری به عنوان وکیل یا نماینده دارندگان رسید سپرده با ناشر خارجی براساس توافق‌نامه فی‌مابین (توافقنامه سپرده‌گذاری) مسئول حفظ کلیه حقوق دارندگان رسید سپرده در برابر ناشر است.

اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده می‌تواند یکی از موارد زیر باشد:

- سهام معمولی

- سهام ممتاز

- ETF

- اوراق قرضه

با این وجود در اکثر موارد، سهام معمولی به عنوان اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده در نظر گرفته می‌شود. با بررسی الزامات این ابزار مالی در کشورهای مورد بررسی، مشاهده می‌گردد که تفاوت‌چندانی در الزاماتی نظیر انتشار، شفاف‌سازی، گزارشگری، مالیات و... میان رسید سپرده با سهام وجود ندارد. در واقع ساختار انتشار و دادوستد این ابزار شباهت بسیار نزدیکی به ساختار انتشار و دادوستد سهام در بورس‌ها دارد. البته در برخی از انواع رسیده‌های سپرده، آسان‌گیری‌هایی برای پذیرش این اوراق نسبت به پذیرش سهام در نظر گرفته می‌شود و مشوق‌هایی نظیر مشوق‌های مالیاتی برای دارندگان این اوراق لحاظ می‌شود.

رسید سپرده در بازار میزبان براساس نرخ ارز رسمی آن کشور قیمت‌گذاری می‌شود. معمولاً قیمت انتشار رسید سپرده نیز براساس قیمت جاری سهام در بازار محلی تعیین می‌شود و پس از تبدیل آن برحسب نرخ ارز کشور میزبان، توسط نهاد سپرده‌گذاری منتشر می‌گردد. همچنین یک ورقه رسید سپرده می‌تواند براساس یک سهم، چند سهم و یا بخشی از یک سهم (به عنوان نمونه دو ورقه در مقابل یک سهم) نیز منتشر گردد.

شایان ذکر است که نوع دیگری از رسید سپرده وجود دارد که در آن یک شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، با سپرده‌گذاری سهام خود نزد نهاد سپرده‌گذاری داخلی، اقدام به انتشار رسید سپرده در بازار سهام داخلی می‌کند. نمونه این نوع رسید در بورس تایلند وجود دارد که در بخش مربوطه به تفصیل تشریح خواهد شد.

1. Host market

بازار میزبان به بازاری اطلاق می‌شود که رسید سپرده ناشر خارجی در آن منتشر می‌شود.

2 Depository bank

3. Home market

بازار محلی به بازاری اطلاق می‌شود که سهام ناشر در آن پذیرفته شده است.

4. Deposit Agreement



۲-۲ ساختار کلی انتشار و دادوستد رسید سپرده

۲-۲-۱ انتشار

قبل از انتشار رسید سپرده، ناشر^۱ باید پس از بررسی قوانین و مقررات بازار داخلی و فرابازاری (نظیر قوانین انتقالات ارزی، قانون شرکت‌ها و...) و قوانین کشور میزبان و کسب اطمینان از عدم وجود مانع برای پذیرش رسید سپرده پس از اخذ موافقت هیأت‌مدیره و مجمع عمومی، اقدام به مذاکره با نهاد سپرده‌گذاری^۲ در کشور میزبان کند. پس از توافق طرفین در خصوص انتشار رسید سپرده، یک توافقنامه همکاری تحت عنوان "توافقنامه سپرده‌گذاری"^۳ بین ناشر و نهاد سپرده‌گذاری بسته می‌شود. بطور معمول این توافقنامه شامل موارد زیر است:

- تعهدات سپرده‌گذاری در خصوص پیگیری دریافت مجوز انتشار رسید سپرده از مراجع حقوقی و مرتبط در بازار سرمایه میزبان
- تعهدات سپرده‌گذاری در قبال دارندگان رسید سپرده (اعم از انتشار رسید سپرده، توزیع سود و سایر عواید مالی، انتشار گزارش‌های دوره‌ای، اطلاع‌رسانی و...)
- موارد مربوط به حق رأی دارندگان رسید سپرده و چگونگی انتقال حق رأی آنها (در صورت وجود)
- تعهدات ناشر به سپرده‌گذاری و دارندگان رسید سپرده در خصوص تبعیت از قوانین و مقررات بازار سرمایه میزبان
- شرایطی که براساس آن ناشر می‌تواند اقدام به جایگزینی نهاد سپرده‌گذاری با نهاد سپرده‌گذاری دیگری کند.
- شرایط مربوط به بازخرید و ابطال رسید سپرده
- شرایط مربوط به افزایش سرمایه از طریق انتشار مجدد رسید سپرده در آینده

پس از عقد توافقنامه سپرده‌گذاری و تعیین امین سپرده‌گذاری^۴ از سوی نهاد سپرده‌گذاری، مرحله اجرایی انتشار رسید سپرده آغاز می‌گردد. شکل (۱): روند کلی انتشار رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان را نشان می‌دهد.

1 Issuer

2 Depository or depository bank

نهاد سپرده‌گذاری که عموماً موسسه ارایه‌دهنده خدمات مالی در بازار سرمایه می‌باشد در اکثر کشورها تحت عنوان بانک سپرده‌گذاری (depository bank) نامیده می‌شود. در ایالات متحده، بانک سپرده‌گذاری نهادی است که خدمات مربوط به انتقال سهام و رسید سپرده را بر عهده دارد. این نهاد اقداماتی نظیر تنظیم اقداماتی جهت سپرده‌گذاری سهام عادی نزد امین (custodian)، انتشار رسید قابل معامله (که به پشتوانه سهام پایه منتشر می‌شود) و خدمات مربوط به دارندگان رسید سپرده را بر عهده دارد.

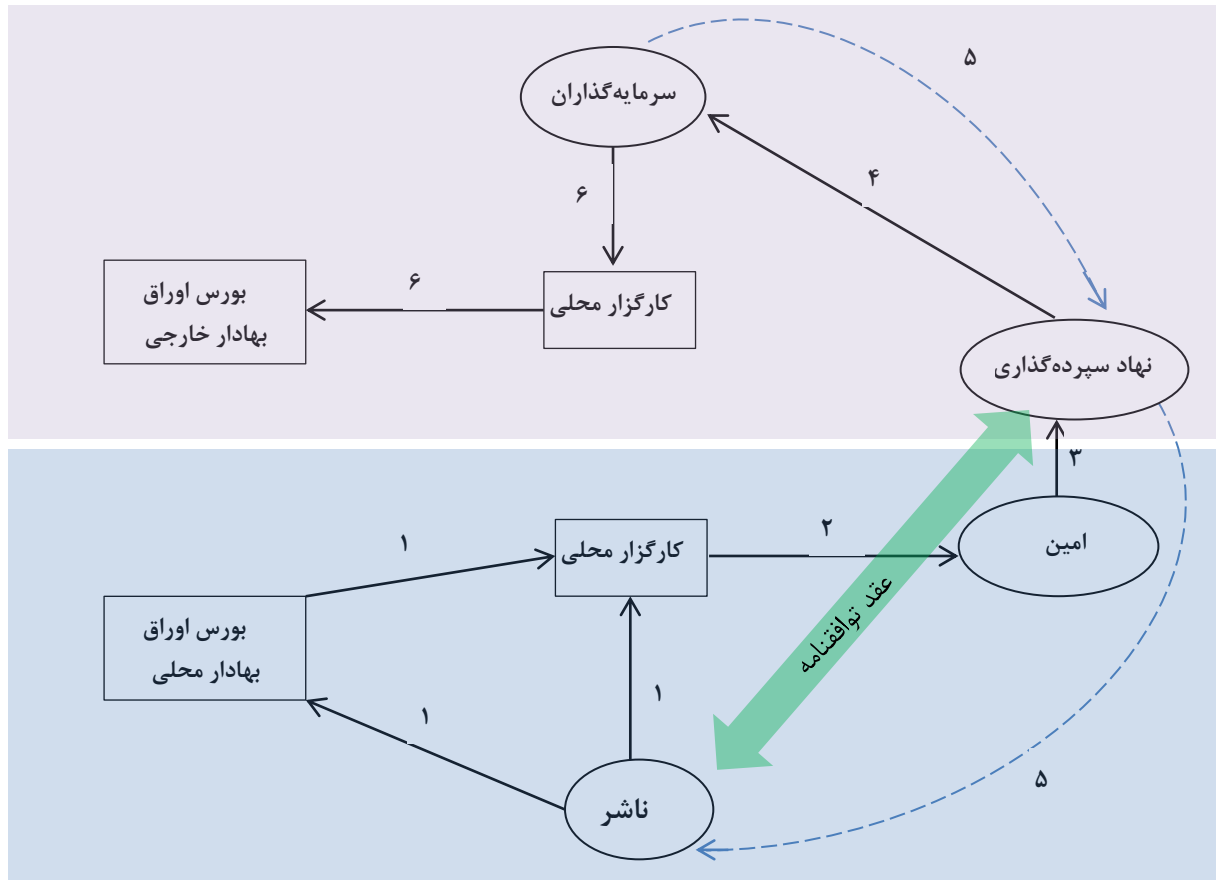
3 The deposit agreement

4 the Depository Trust Company

نهادی مالی است که مسئولیت نگهداری دارایی‌های مالی شرکت‌ها و اشخاص (اعم از سهام، اوراق قرضه، ارز) را بر عهده دارد. در برخی از بورس‌ها از این نهاد تحت عنوان بانک امین (Custodian bank) یاد می‌شود اما نمی‌تواند در حوزه خدمات بانکی فعالیت کند. این نهاد علاوه بر نگهداری دارایی‌های مالی، وظیفه تسویه هرگونه دادوستدی که بر روی دارایی‌های مالی (که نزد وی سپرده شده است) صورت می‌گیرد را دارد. همچنین جمع‌آوری اطلاعات و درآمدهای مرتبط با دارایی‌های مالی سپرده شده، اقدامات مربوط به امور مالیاتی،



شکل (۱): روند کلی انتشار رسید سپرده در بازار سرمایه میزبان



- در مرحله نخست، ناشر به کارگزار محلی، سفارش انتقال سهام پایه از حساب خود به حساب امین می‌دهد. البته ناشر می‌تواند بجای سپرده‌گذاری سهام موجود، با انتشار سهام جدید در بورس اوراق بهادار، آنها را از طریق کارگزار نزد امین سپرده کند.
- پس از سپرده شدن سهام نزد امین، امین به سپرده‌گذاری در بازار میزبان، ضمن تایید دریافت سهام، مشخصات سهام را برای سپرده‌گذاری ارسال می‌کند. در صورت تعامل بالای بین دو بورس، این امکان وجود دارد که سهام بصورت مستقیم نزد سپرده‌گذاری در بازار میزبان سپرده شود.
- در مرحله بعد نهاد سپرده‌گذاری اقدام به عرضه اولیه رسید سپرده به سرمایه‌گذاران می‌کند و وجوه جمع‌آوری شده را پس از کسر کارمزد سپرده‌گذاری و امین (و هرآنچه در توافقنامه سپرده‌گذاری آمده است) به ناشر انتقال می‌دهد.

اطلاع‌رسانی در خصوص برگزاری مجامع و سایر رویدادها، انتقالات مالی مربوط به دارایی‌های مالی سپرده‌شده، اقدامات مربوط به تبدیل پول ملی به ارز خارجی و غیره را برعهده دارد. در ادامه گزارش، اصطلاح "امین" جایگزین "امین سپرده‌گذاری" می‌شود. در سطح جهانی از جمله بانک‌های امین معتبر می‌توان به بانک نیویورک ملون (The Bank of New York Mellon)، صندوق جی‌پی مورگان (JPMorgan Chase) و سیتی‌گروپ (Citigroup) اشاره داشت.

- و در ادامه سرمایه‌گذاران می‌توانند اقدام به دادوستد رسیده سپرده در بازار سرمایه میزبان کنند.

۲-۲-۲ دادوستد

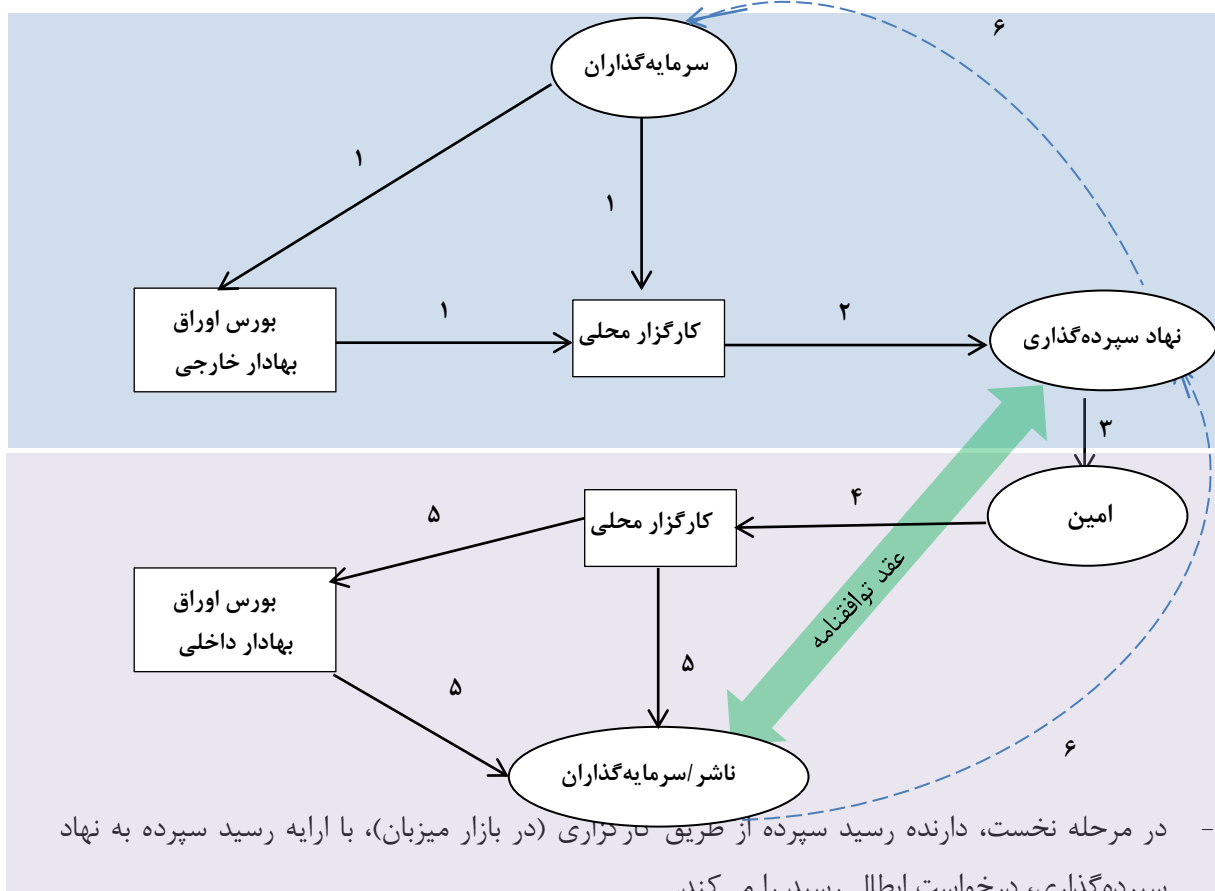
فرآیند دادوستد رسیده سپرده سهام در بازار میزبان در کلیه موارد همانند معامله سهام می‌باشد. در اکثر کشورهای مورد بررسی کارمزدهای معامله، مالیات‌ها، ساعات معاملاتی و سایر ریزساختارهای مربوط به سهام برای رسید سپرده نیز صادق است.

شایان ذکر است در مدل ملی (داخلی) که در بورس تایلند وجود دارد، امکان مبادله رسیده سپرده با سهام پایه و بالعکس نیز وجود دارد.

۳-۲-۲ ابطال

در صورتی که دارندگان رسیده سپرده تمایل به مالکیت این اوراق نداشته باشند، با ارایه آن به نهاد سپرده‌گذاری، براساس توافقنامه سپرده‌گذاری مالک سهام پایه می‌شوند و در صورت عدم تمایل به نگهداری آن، می‌توانند از طریق نهاد سپرده‌گذاری اقدام به فروش آن در بورس محلی به ناشر یا سایر سهامداران (براساس مفاد توافقنامه) کنند. شکل (۲) روند کلی ابطال رسیده سپرده در بازار سرمایه میزبان را نشان می‌دهد.

شکل (۲): روند کلی ابطال رسیده سپرده در بازار سرمایه میزبان





- پس از دریافت درخواست ابطال، نهاد سپرده‌گذاری به امین درخواست آزادسازی تعداد سهام معادل رسید ابطال شده را می‌دهد. در این راستا براساس توافقنامه سپرده‌گذاری سه حالت زیر قابل تصور است:
- الف) معادل رسید سپرده ابطالی، تعدادی سهام آزاد شده و به دارنده رسید سپرده داده می‌شود. در واقع دارنده رسید سپرده با تبدیل رسید خود به سهام، اکنون به عنوان سرمایه‌گذار خارجی در بازار محلی شناخته می‌شود و می‌تواند سهام خود را با سایر سهام‌های دیگر دادوستد کند.
- ب) امین با درخواست نهاد سپرده‌گذاری، اقدام به فروش سهام معادل رسید سپرده در بازار محلی می‌کند و وجوه آن را به دارنده رسید سپرده اعطاء می‌کند.
- ج) براساس توافقنامه سپرده‌گذاری، نهاد سپرده‌گذاری سهام معادل رسید ابطال شده را از طریق امین به ناشر واگذار کرده و بر اساس نرخ جاری سهام در بازار محلی، وجوه آن را از ناشر مطالبه و به دارنده رسید سپرده اعطاء می‌کند.

۲-۳ مزایا، معایب و ریسک‌ها

انتشار رسید سپرده به عنوان یک روش غیرمستقیم پذیرش چندگانه تلقی می‌گردد. از این‌رو مزایا و معایب پذیرش چندگانه در گزارش " بررسی سازوکار، مزایا و معایب پذیرش متقابل شرکت‌ها در بورس‌های اوراق بهادار" بصورت مبسوط ارائه شده است. از این‌رو در این گزارش مزایا پذیرش چندگانه به‌طور خلاصه به تفکیک مشارکت‌کنندگان مختلف بازار سرمایه در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): مزایا انتشار رسید سپرده ه تفکیک فعالان بازار سرمایه

بورس میزبان	بورس محلی	سهامدار محلی	ناشر
<ul style="list-style-type: none"> افزایش حجم معاملات؛ افزایش اعتبار بین‌المللی شرکت؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ افزایش کارایی بازار؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش حجم معاملات؛ افزایش کارایی بازار؛ افزایش تعداد سهامداران؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش اطلاعات افشاء شده؛ بهبود حاکمیت شرکتی؛ افزایش حمایت از سهامداران اقلیت؛ کاهش ریسک سیستماتیک؛ کاهش سوء استفاده از منافع خصوصی از سوی مدیران؛ افزایش حضور سرمایه‌گذاران خارجی؛ 	<ul style="list-style-type: none"> افزایش روئیت شرکت؛ بهبود حاکمیت شرکتی؛ کاهش هزینه سرمایه برای سهامداران کنترلی؛ افزایش شهرت یا اعتبار تجاری (برند)؛ افزایش سرمایه با هزینه کم؛ کاهش مشکلات سازمانی؛

عمده‌ترین ریسک‌های رسید سپرده در سطح جهانی شامل موارد زیر هست.

- ریسک سیاسی

بی‌ثباتی سیاسی دولت‌ها در کشورهایی که بازار سرمایه محلی قرار دارد، به‌عنوان مهم‌ترین ریسک اوراق بهادار خارجی شناخته می‌شود. در صورت وقوع آشوب و انقلاب، تحریم‌های بین‌المللی یا تنش‌های بین دو کشور، امکان ملی شدن بنگاه‌های اقتصادی یا عدم پایبندی ناشران (به‌اجبار یا اختیار) به ارائه تعهدات در قبال دارندگان رسید سپرده وجود دارد.

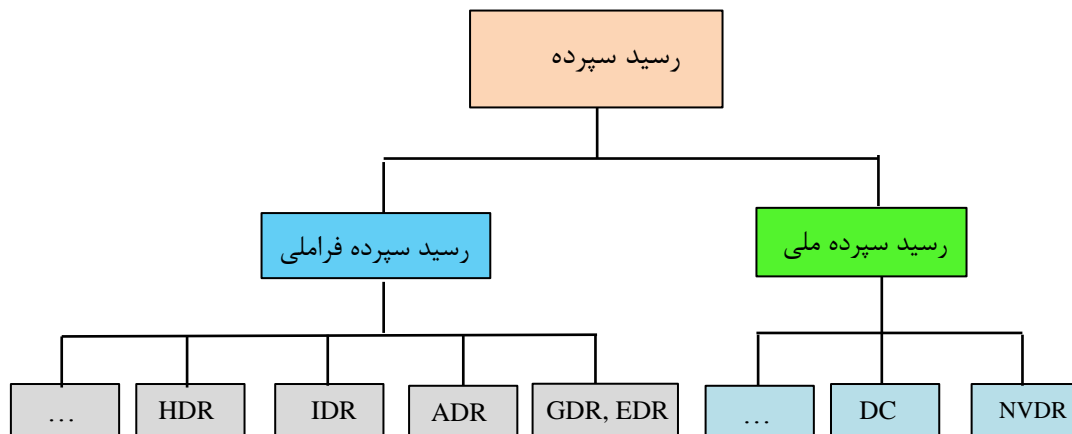
- ریسک نرخ ارز

از آنجایی که عواید حاصل از سهام عادی پس از تبدیل به ارز کشور میزبان، به دارندگان رسید سپرده پرداخت می‌شود، در صورت ایجاد هرگونه تغییر در نرخ برابری بین دو ارز کشور محلی و میزبان، امکان کاهش عایدی دارندگان رسید سپرده برحسب ارز داخلی افزایش می‌یابد.

۲-۴ انواع رسید سپرده

با بررسی انواع مختلف رسید سپرده در نقاط مختلف جهان می‌توان به یک دسته‌بندی کلی از رسید سپرده براساس محل انتشار آن رسید. در این راستا برخی از رسیده‌های سپرده در بازارهای سرمایه سایر کشور منتشر می‌گردد و در اصطلاح می‌توان آن را "رسید سپرده فراملی" نام‌گذاری نمود. برخی دیگر از انواع رسید سپرده صرفاً در بازارهای سرمایه داخلی منتشر می‌گردد که می‌توان آن را در اصطلاح "رسید سپرده ملی" نام‌گذاری نمود. شکل (۳) ساختار کلی رسید سپرده براساس طبقه‌بندی اشاره شده را نشان می‌دهد:

شکل (۳) طبقه‌بندی رسید سپرده بر اساس مشخصه‌های جغرافیایی



۲-۴-۱ رسید سپرده سهام ملی

رسید سپرده ملی، اوراقی است که توسط یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با سپرده‌گذاری سهام پایه نزد یک نهاد سپرده‌گذاری در همان بازار منتشر می‌گردد. این اوراق قابلیت دادوستد در بازار ثانویه را دارند. این اوراق با عناوین مختلف در برخی از بورس‌های جهان نظیر بورس هلند، بلژیک، لوکزامبورگ، تحت عنوان گواهی سپرده



(¹DC) و بورس تایلند تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی (NVDR²) منتشر می‌گردد. در خصوص حق رأی رسید سپرده سهام ملی می‌توان بیان داشت که در برخی کشورها، دارندگان این اوراق دارای حق رأی بوده، در برخی موارد دارای حق رأی محدود و در برخی دیگر بدون حق رأی هستند. با این وجود در کلیه موارد، دارندگان این اوراق از کلیه منافع و عایدی سهام پایه همانند سایر سهامداران برخوردار هستند.

۲-۴-۲ رسید سپرده سهام فراملی

رسید سپرده سهام فراملی دارای چارچوبی مشابه با رسید سپرده ملی است با این تفاوت که در این الگو رسید سپرده توسط یک ناشر داخلی از طریق یک نهاد سپرده‌گذاری در بازار سرمایه خارجی منتشر می‌شود. با بررسی تجربیات جهانی مشاهده می‌گردد که انواع مختلف رسید سپرده در این گروه معرفی شده است که برخی امکان انتشار در دو یا چند بازار خارجی را دارند و برخی دیگر صرفاً در یک کشور میزبان منتشر می‌شوند.

رسید سپرده جهانی (GDR³) و رسید سپرده اروپایی (EDR⁴)، به عنوان معتبرترین رسید سپرده در بازارهای مالی جهان به شمار می‌آیند که توسط یک بانک یا نهاد سپرده‌گذار بین‌المللی (نظیر جی‌پی مورگان⁵) در بورس‌های معتبر بین‌المللی نظیر بورس‌های آمریکا و انگلستان پذیرش می‌شوند. در این مدل، متقاضی محلی با ارائه مستندات لازم به نهاد سپرده‌گذار بین‌المللی (نظیر جی‌پی مورگان) درخواست انتشار رسید سپرده جهانی در یکی از بازارهای معتبر می‌کند. در صورت احراز شرایط لازم و موافقت بورس میزبان، ابتدا سهام متقاضی نزد یک امین محلی (که مورد تأیید نهاد سپرده‌گذار بین‌المللی است) سپرده می‌شود و سپس به پشتوانه آن، رسید سپرده جهانی توسط نهاد سپرده‌گذاری در بازار میزبان منتشر می‌شود. ساختار انتشار این اوراق مشابه موارد ذکر شده در فوق می‌باشد، با این تفاوت که نهاد سپرده‌گذار بین‌المللی به عنوان واسط بین ناشر و نهاد سپرده‌گذاری بورس میزبان ایفای نقش می‌کند. رسید سپرده آمریکایی (ADR)، رسید سپرده هندی (IDR⁶)، رسید سپرده هنگ‌کنگ (HDR⁷) و... از دیگر انواع رسید سپرده فراملی می‌باشند که پذیرای حضور غیرمستقیم شرکت‌های خارجی در بازارهای سرمایه داخلی هستند. در بخش‌های بعدی سازوکار انتشار، مبادله و ابطال رسید سپرده‌های ملی و فراملی برخی از بورس‌های معتبر جهان ارائه می‌شود.

1. Depository Certificates

2. Non-Voting Depository Receipts
3. Global Depository Receipts
4. European Depository Receipt
- 5 J.P. Morgan
6. Indian Depository Receipt
7. Hong Kong Depository Receipt



۳- مروری بر تجربیات جهانی در انتشار رسید سپرده

۳-۱ تایلند

بورس تایلند با ارزش بازاری ۳۳ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۶ به عنوان یکی از بورس‌های معتبر در منطقه جنوب شرق آسیا به حساب می‌آید. بورس تایلند در اوایل سال ۲۰۰۰ اقدام به معرفی ابزار مالی جدیدی کرد که شباهت بسیاری به رسیدهای سپرده (DR) داشت که در کشورهای مختلف منتشر شده بود، با این تفاوت که این ابزار جدید حالت بومی شده رسید سپرده است و شرکت‌های داخلی مجاز به انتشار آن در بورس داخلی هستند. از دیگر ویژگی‌های این ابزار مالی می‌توان به عدم برخورداری از حق رأی دارندگان این ابزار اشاره نمود که این قابلیت موجب حفظ کنترل مدیریتی سهامداران بنیادی شرکت‌ها می‌شود. اهمیت این موضوع به حدی بود که در نام‌گذاری این اوراق نیز به آن اشاره شده است. این ابزار مالی تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی (NVDR^۱) نامیده می‌شود. در یک تعریف کلی، NVDR یک ابزار مبادلاتی جدیدی است که از سوی شرکت تایلندی NVDR^۲ وابسته به بورس اوراق بهادار، منتشر می‌گردد.

اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده شامل موارد زیر هستند:

- ۱- سهام معمولی
- ۲- سهام ترجیحی
- ۳- واران
- ۴- حق تقدم قابل انتقال (TSR^۳)

شرکت تایلندی NVDR

شرکت تایلندی NVDR در سال ۲۰۰۰ میلادی با سرمایه ثبت شده ۱۰ میلیون THB (واحد پول داخلی تایلند) تأسیس شد و بورس اوراق بهادار تایلند ۹۹/۹۹ درصد از سهام این شرکت را در مالکیت خود دارد. این شرکت مسئول انتشار و عرضه NVDR به سرمایه‌گذاران تایلندی و همچنین سرمایه‌گذاران خارجی که تمایل به سرمایه‌گذاری در بورس تایلند دارند، است. این شرکت مسئول ثبت و مرکز سپرده‌گذاری هر دو ابزار مالی سهام اوراق بهادار و NVDR است.

۳-۱-۱ مزایای انتشار NVDR

- انتشار این اوراق موجب حذف موانع سرمایه‌گذاری خارجی (محدودیت مالکیت سرمایه‌گذار خارجی^۴) در بورس تایلند شد. در واقع پیش از این، براساس قانون کسب و کار خارجی مصوب ۱۹۹۹^۵، سرمایه‌گذاران خارجی امکان سرمایه‌گذاری بر روی سهامی که صرفاً برای سرمایه‌گذاران خارجی (در یک تابلو جداگانه)

1. Non-Voting Depository Receipt
2. Thai NVDR Co.
3. Transferable Subscription Rights
4. foreign ownership restrictions
5. The Foreign Business Act 1999



طراحی شده بود را داشتند اما معرفی این ابزار امکان مالکیت غیرمستقیم آنها بر روی سایر سهام موجود در بورس تایلند را تسهیل کرد.

- یکی از مهمترین مزایای این اوراق برای سهامدار عمده، حفظ حق رأی سهام پایه، پس از تامین مالی از طریق انتشار این اوراق است. در واقع سهامدار عمده با انتشار این اوراق، ضمن تامین مالی مورد نیاز، حق کنترل مدیریتی خود در شرکت را محفوظ می‌دارد.
- این اوراق همانند سهام قابل دادوستد در بازار ثانویه هستند.
- این اوراق نسبت به سهام عادی از برخی مشوق‌های مالیاتی برخوردار هستند.

جدول (۱): مزایای مالیاتی گواهی سپرده بدون حق رأی (NVDR)

اشخاص	عایدی سرمایه	سایر درآمدها (نظیر سود تقسیمی)
اشخاص حقیقی مقیم تایلند	معاف از مالیات	<ul style="list-style-type: none"> - مالیات تکلیفی ۱۰ درصد است که بایستی پرداخت شود، اما این مورد از درآمد سالیانه فرد حذف می‌گردد یا - از پرداخت ۱۰ درصد مالیات تکلیفی چشم‌پوشی می‌شود اما این سود به عنوان یک مورد در محاسبه مالیات پایان سال براساس نرخ تصاعدی در نظر گرفته می‌شود.
اشخاص حقیقی غیرمقیم در تایلند	معاف از مالیات	مالیات تکلیفی ۱۰ درصد
شرکت و شریک ثبت شده مقیم در تایلند	<ul style="list-style-type: none"> - بایستی کلیه سود کسب شده از معاملات اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تایلند برای ارزیابی مالیات بر درآمد شرکت با نرخ ۳۰ درصد اعلام گردد. 	همانند عایدی سرمایه
شرکت و شریک ثبت شده غیرمقیم در تایلند	مالیات تکلیفی ۱۵ درصد	مالیات تکلیفی ۱۰ درصد

منبع: Thailand stock exchange

نکته ۱: اگر شرکت و شریک ثبت شده غیرمقیم در کشوری ثبت شده باشد که معاهده مالیاتی دوگانه^۱ با تایلند دارد، از پرداخت مالیات‌های تکلیفی معاف است.

نکته ۲: سود سهام افرادی که در شرکتهایی سرمایه‌گذاری کرده‌اند که آن شرکت‌ها از سوی شورای سرمایه‌گذاری (BOI)^۱ ارتقا یافته‌اند، معاف از مالیات بر درآمد هستند. با این حال بخش ۳۴ قانون ارتقاء سرمایه‌گذاری^۲ (B.E.)

1. double tax treaty



2520) که این معافیت را اعطا می‌کند مشمول افرادی است که به صورت مستقیم در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. افرادی حقیقی یا حقوقی که به صورت غیرمستقیم مالک این گواهی‌ها باشند، مشمول معافیت نمی‌باشند.

۳-۱-۲ ویژگی‌های NVDR

برخی از مشخصات این گواهی‌ها شامل موارد زیر است:

- سهام پایه پشتیبان گواهی‌ها بایستی نزد بورس اوراق بهادار تایلد ثبت شده باشد.
 - رویه معاملات NVDRها مشابه معاملات سهام است. سرمایه‌گذاران می‌توانند در طول ساعات معاملاتی، سفارش مبادله این اوراق را از طریق کارگزاران با هر سهم یا NVDR دیگری بدهند.
 - NVDRها می‌توانند در سه بازار اصلی، خرده‌فروشی و عمده‌فروشی^۳ در طول ساعات معاملاتی خریدوفروش شوند.
 - دادوستد NVDRها در سه بازار اصلی می‌تواند در ساعات معاملاتی و حتی ساعات خارج از معاملات همانند معاملات سهام صورت گیرد.
 - قیمت انتشار و مظنه‌های قیمتی این گواهی‌ها براساس نوسانات قیمت سهام پایه شکل می‌گیرد.
 - توقف یا تعلیق معامله این اوراق همزمان با توقف یا تعلیق معامله سهام پایه روی خواهد داد.
 - دارندگان NVDRها باید گزارش خریدوفروش^۴ NVDRها و سهام پایه را به شرکت تایلدی NVDR بدهند. در این رابطه:
- الف) هنگامی که مجموع خرید یا فروش کل به ۵ درصد سرمایه ثبت شده شرکت ناشر برسد، دارنده NVDR بایستی این گزارش را به شرکت تایلدی NVDR بدهد. متعاقباً شرکت بایستی این اطلاعات را برای عموم منتشر کند. در صورت عدم گزارش دارنده NVDR، شرکت تایلدی NVDR براساس قوانین بورس و اوراق بهادار تایلد، وی را جریمه خواهد کرد.
- ب) هنگامی که مجموع خرید یا فروش کل به بیش از ۲۵ درصد سرمایه ثبت شده شرکت ناشر برسد، شرکت تایلدی NVDR تعداد مازاد را از دارنده خواهد خرید.
- حق کمیسیون کارگزاری همانند سهام است.
 - تسویه و پایاپایی NVDR مشابه سایر اوراق بهادار پذیرش شده است. در واقع NVDRها می‌توانند از طریق شرکت سپرده‌گذاری اوراق بهادار تایلد (TSD) از طریق کارگزاران طی سه روز کاری (T+3) تسویه و پایاپای شوند.
 - شرکت ناشر رسیده سپرده بدون حق رأی باید در طول سه روز کاری بعد از پایان هر ماه اقدام به انتشار اطلاعات در خصوص تعداد کل سهام، حق تقدم قابل انتقال، و اوانت برای خرید سهام پذیرفته شده شرکت‌ها کند.

1. Board of Investment

2. the Investment Promotion Act

3 The main board, odd lot board or big lot board

4 The acquisition or disposal



۳-۱-۳ سازوکار تبدیل NVDR

الف) تبدیل اوراق بهادار (نظیر سهام) به NVDR؛

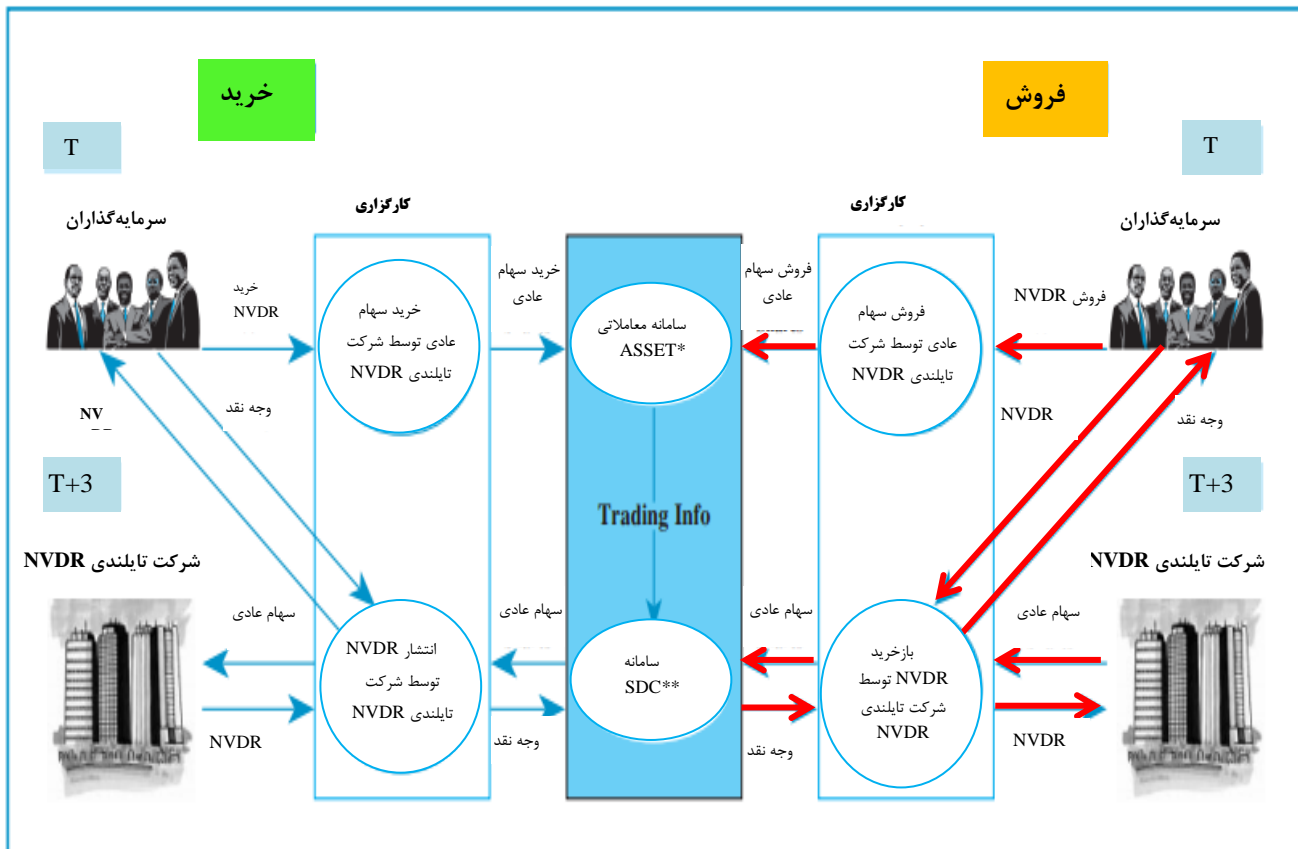
در طول سه ماه نخست انتشار NVDR، بورس اوراق بهادار تایلند به سهامداران این اجازه را می‌دهد تا سهام ترجیحی و معمولی را از طریق شرکت تایلندی NVDR به گواهی سپرده بدون حق رأی (NVDR) بدون مبادله از طریق سامانه بورس تایلند، تبدیل کنند. بعد از این دوره سرمایه‌گذاران برای تبدیل اشاره‌شده (تبدیل سهام به NVDR) باید در سامانه معاملاتی بورس تایلند^۱ ثبت سفارش کنند (فروش سهام و خرید NVDR).

ب) تبدیل NVDR به اوراق بهادار (نظیر سهام)؛

دارنده NVDR در صورت تمایل می‌تواند از طریق سامانه معاملاتی (فروش NVDR و خرید سهام) گواهی خود را به سهام تبدیل کند.

۳-۱-۴ چارچوب خرید و فروش NVDR

شکل (۴) چارچوب خرید و فروش رسید سپرده سهام از شرکت تایلندی NVDR



منبع: Thailand stock exchange

* سامانه خودکار معاملات اوراق بهادار تایلند^۲

** مرکز سپرده‌گذاری اوراق بهادار^۱

1 SET's Put-through system
2. Automated System for the Stock Exchange of Thailand (ASSET)



فرآیند خرید NVDR به این صورت است که در ابتدا سرمایه‌گذاران از طریق کارگزاری درخواست خرید NVDR از شرکت تایلندی NVDR می‌کنند. در این حالت، این شرکت اقدام به خرید سهام عادی از سامانه معاملاتی بورس نموده و با سپرده‌گذاری سهام مذکور و به پشتوانه آن اقدام به انتشار NVDR و تحویل به سرمایه‌گذاران طی سه روز معاملاتی می‌کند. همچنین سرمایه‌گذارانی که تمایل به فروش NVDR دارند، از طریق کارگزاری اقدام به ارایه آن به شرکت تایلندی NVDR می‌کنند. این شرکت نیز با آزادسازی و فروش سهام پایه در سامانه معاملاتی بورس، در ازای تحویل NVDR، وجه نقد مربوطه را به سرمایه‌گذاران پرداخت می‌کند.

۳-۱-۵ عملکرد NVDR

با بررسی تجربیات انتشار NVDR طی ۱۶ سال گذشته در بورس تایلند، مشاهده می‌گردد که طی این دوره حجم گسترده‌ای از شرکت‌های تایلندی اقدام به انتشار NVDR کرده‌اند، به‌گونه‌ای که طبق آخرین آمار موجود در جولای ۲۰۱۶ در حدود ۱۸۴ نماد NVDR در بازار سرمایه تایلند در حال دادوستد می‌باشد. با بررسی تجربیات این بورس، مشاهده می‌گردد که این ابزار در بورس تایلند به یک ابزار مالی رقیب سهام تبدیل شده است. زیرا از یک‌سو عدم اعطای حق رأی به دارندگان این اوراق موجب شده است تا قدرت کنترلی سهامداران بنیادی این شرکت‌ها حفظ شده و از سوی دیگر دارندگان این اوراق از مشوق‌های مالیاتی قابل توجهی برخوردار گشته‌اند. علاوه بر این امکان‌پذیری مبادله این اوراق با سهام موجب افزایش نقدشوندگی آن‌ها شده است. علاوه بر این سرمایه‌گذاران خارجی استقبال قابل توجهی از این اوراق کرده‌اند که این امر نیز موجب افزایش استقبال و محبوبیت این اوراق در بازار سرمایه تایلند شده است.

۳-۲ بورس‌های ایالات متحده آمریکا

بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا، به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار دادوستد گواهی رسیده در جهان بشمار می‌آید. رسید سپرده آمریکایی (ADR)^۲ برای اولین بار در سال ۱۹۲۷ به‌عنوان روشی ساده برای سرمایه‌گذاری سهامداران آمریکایی در سهام شرکت‌های خارجی پذیرفته‌نشده در بورس‌های آمریکایی، معرفی شد. پیش از معرفی ADR، اگر سرمایه‌گذار آمریکایی تمایل به خرید سهام یک شرکت غیرآمریکایی داشت، وی مجبور به خرید سهام آن شرکت در بورس بود که آن شرکت را پذیرفته باشد که عمدتاً بورس همان کشور بود. خرید سهام در بورس‌های خارجی دارای برخی دشواری‌ها به‌ویژه در مورد مسائل مربوط به نقل و انتقال ارز و تفاوت‌های نظارتی است. در آمریکا قبل از سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت بین‌المللی، سرمایه‌گذاران آمریکایی مجبور به آشنایی با قوانین مختلف آن کشور بودند و یا اینکه آن‌ها در معرض ریسک شناخت نادرست (بدفهمی) از اطلاعات مهم شرکت‌ها نظیر قوانین و مقررات کشورهای خارجی و اطلاعات مالی شرکت‌ها بودند. با این حال پس از معرفی ADR، سرمایه‌گذاران آمریکایی بدون نیاز به حضور در بازارهای سرمایه خارجی و تقبل برخی ریسک‌های ذکر شده، می‌توانند در بازار سرمایه کشور خود

1. Securities Depository Center (SDC)
2 American Depositary Receipt



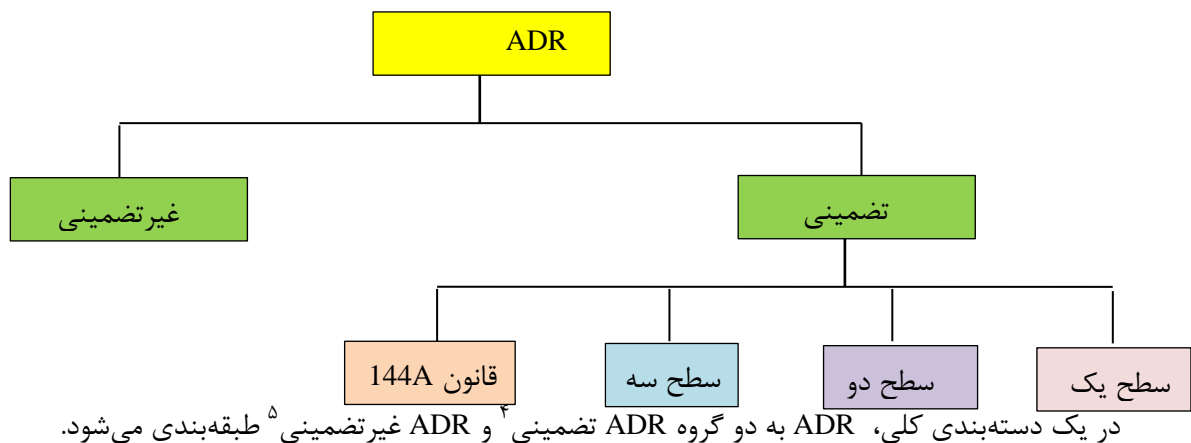
اقدام به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های خارجی کنند و با توجه به ساختار انتشار و دادوستد این ابزار، این افراد با مشکلات نظارتی، تفاوت قوانین و مقررات، بدفهمی اطلاعات مالی، ارز و... رفع شد.

در یک تعریف کلی، رسید سپرده آمریکایی اوراق بهادار قابل معامله‌ای است که از سوی یک بانک سپرده‌گذاری آمریکایی^۱ به پشتوانه سهام پایه سپرده‌شده ناشر خارجی، در یک بورس آمریکایی منتشر می‌شود. این گواهی بر اساس نرخ دلار قیمت‌گذاری می‌شود. دارندگان این اوراق، کلیه عایدی ناشی از سود تقسیمی و عایدی سرمایه را به صورت دلار دریافت می‌کنند. در واقع سود نقدی سهام دارندگان این اوراق پس از کسر هزینه تبدیل ارز و مالیات جانبی پرداخت می‌شود. این گواهی در هر سه بازار نزدک^۲، نیویورک، AMEX^۳ و همچنین بازار خارج از بورس (OTC) منتشر و دادوستد می‌شود.

۳-۲-۱ انواع ADR

چارچوب کلی دسته‌بندی ADR در شکل (۵) نشان داده شده است.

شکل (۵): انواع ADR



ADR غیرتضمینی

این رسید بدون مشارکت مستقیم ناشر خارجی تنظیم می‌گردد. انتشار ADR غیرتضمینی می‌تواند به درخواست یک کارگزار فروشنده در بورس خارجی برای انتشار ADR در بورس آمریکا صورت گیرد. با این وجود زمانی این گواهی در بازار آمریکا منتشر می‌شود که شرکت غیرآمریکایی متعهد به رعایت الزامات گزارشگری بر اساس قانون ۱۹۳۴ اوراق بهادار آمریکا باشد.

برای انتشار ADR غیرتضمینی، نهاد سپرده‌گذاری باید "بیانیه ثبت"^۱ در فرم شماره ۶^۲ را براساس قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ تکمیل کند. پس از تأیید بیانیه از سوی کمیسیون اوراق بهادار، سپرده‌گذاری می‌تواند اوراق بهادار ناشر

1 U.S. depository banks

2 NAZDAQ

۳ شایان ذکر است که در سال ۲۰۰۸ میلادی بورس AMEX با بورس NYSE Euronext ادغام شد و در سال ۲۰۰۹ تحت

عنوان NYSE Amex Equities نام‌گذاری شد و در سال ۲۰۱۰ به NYSE MKT تغییر نام داد.

4 Sponsored

5 Un-sponsored



خارجی را سپرده گذاری کند و به پشتوانه آن اقدام به انتشار ADR کند. ADR به منزله یک قرارداد بین دارنده ADR و سپرده گذاری تلقی می شود. به طور کلی در این شرایط، دارنده ADR کارمزدی را به سپرده گذاری درازای نگهداری (سپرده) سهام پایه، ابطال ADR و سایر خدمات پرداخت می کند. با این وجود در سال های اخیر روند انتشار ADR تضمینی بیشتر از ADR غیر تضمینی بوده است و استقبال چندانی از نوع غیر تضمینی نمی شود.

ADR تضمینی

این رسید با مشارکت مستقیم ناشر خارجی و سپرده گذاری ایجاد می شود. ناشر خارجی با تکمیل بیانیه ثبت و امضای فرم شماره ۶ وارد یک "توافقنامه سپرده گذاری" با نهاد سپرده گذاری می شود. در این توافق نامه کلیه عواید مالی و حقوقی (نظیر حق رأی و...) و مسئولیت طرفین مشخص شده است. همچنین کارمزدها و سایر موارد نیز در آن معین شده است. به طور معمول در این نوع رسید، سپرده گذاری موافقت می کند تاریخ مجمع عمومی و سایر اطلاعات مربوط به ناشر خارجی را به دارندگان ADR اطلاع رسانی کند و دارندگان ADR می توانند حق رأی خود را از طریق سپرده گذاری اعمال نمایند. ناشر خارجی کارمزد سرپرستی و سایر خدماتی که از سوی سپرده گذار ارایه می شود را به وی پرداخت می کند. در این نوع رسیده ها، به موجب توافق نامه سپرده گذاری، یک رابطه قراردادی بین سپرده گذاری، ناشر خارجی و سرمایه گذاران وجود دارد. علاوه بر این ناشر خارجی در ADR تضمینی باید درخواست معافیت از ثبت را براساس قانون^۳ 12g3-2(b) به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارایه دهد.

منافع ADR تضمینی در مقایسه با ADR غیر تضمینی برای ناشر خارجی به ترتیب موارد زیر هست:

- ناشر خارجی می تواند درجه بالایی از کنترل را بر ADR حفظ کند.
- در ADR تضمینی، سپرده گذاری معمولاً کارمزد خود را از سود تقسیمی (قبل از انتقال به دارندگان ADR) کسر نمی کند. در ADR غیر تضمینی، سپرده گذاری کارمزد خود را از سود تقسیمی کسر و مانده سود باقی مانده را به صاحبان ADR پرداخت می کرد. در نتیجه سرمایه گذاران از ADR تضمینی استقبال بیشتری می کنند و نقدشوندگی آن افزایش می یابد.
- در بورس هانظیر نیویورک، نزدک و آمریکا، پیش نیاز پذیرش ADR، تضمینی بودن آنها است.

1. Registration Statement

۲. فرم F-۶ برای ثبت ADR نهاد سپرده گذاری مورد استفاده قرار می گیرد. این رسیده ها را نهاد سپرده گذاری به پشتوانه سپرده اوراق بهادار ناشر خارجی براساس قانون اوراق بهادار سال ۱۹۳۳ منتشر می کند. اطلاعات بوسیله شرکت براساس راهنمایی نهاد سپرده گذاری تهیه می شود. با تکمیل فرم F-۶، نهاد سپرده گذاری باید گزارش شش ماهه فعالیت های خود را که شامل اطلاعات زیر است به کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ارایه دهد:

- تعداد سهام نزد نهاد سپرده گذاری که براساس آن ADR در طول دوره پوشش داده شده در گزارش، منتشر شده است.
 - تعداد کل سهام نزد نهاد سپرده گذاری که بوسیله ADR های باقیمانده در پایان دوره شش ماهه مشخص شده است
 - تعداد سهام نزد نهاد سپرده گذاری که بوسیله ADR های ابطال شده در طول دوره پوشش داده شده در گزارش مشخص شده است
 - تعداد کل دارندگان ADR ها در پایان دوره شش ماهه
۳. کمیسیون بورس و اوراق بهادار تحت شرایط خاصی، شرکتهای غیر آمریکایی را که مایل به دادوستد سهام شان در آمریکا هستند از مسؤلیت ارایه گزارش کامل معاف می کند. معافیت از ارایه اطلاعات که به قانون 12g3-2(b) معروف است.



ADR تضمینی در سه سطح متفاوت می‌توانند در بازار سرمایه آمریکا ثبت شوند. هرکدام از این سه سطح دارای رویه‌های ثبت متفاوت، قوانین مختلف و الزامات افشاگری مالی و گزارشگری متفاوتی هستند. از آنجایی که شیوه‌های حسابداری و افشاگری مالی شرکت بستگی به تمایل شرکت در خصوص انتخاب گزینه "نوع پذیرش" دارد، بنابراین مهم‌ترین مؤلفه در این رابطه نوع تمایل شرکت‌ها به انتخاب نوع پذیرش است. به‌طور کلی برخی از ADRها می‌توانند در بازار سهام آمریکا پذیرش^۱ و برخی دیگر لزومی به پذیرش ندارند. در واقع دو رسید ADR سطح یک و ADR قانون 144A نیازی به ثبت ندارند، اما دو رسید ADR سطح دو و ADR سطح سه ملزم به ثبت هستند.

جدول (۲): ویژگی‌های عمده انواع رسید سپرده آمریکایی

144A	سطح سه	سطح دو	سطح یک	مشخصات / انواع
PORTAL	NYSE, AMEX, NAZDAQ	NYSE, AMEX, NAZDAQ	اوراق صورتی ^۳ OTC	بازار اولیه ^۲
استانداردهای کشور محلی	GAAP	GAAP	استانداردهای کشور محلی	استانداردهای حسابداری
معاف	ثبت کامل	ثبت کامل	معاف	ثبت نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC ^۴)
انتشار سهام جدید جهت افزایش سرمایه (عرضه عمومی)	انتشار سهام جدید جهت افزایش سرمایه (عرضه عمومی)	فقط سهام موجود (از طریق عرضه عمومی)	فقط سهام موجود (از طریق عرضه عمومی)	انتشار سهام
-۲۵۰۰۰۰ \$۵۰۰۰۰۰	-۵۰۰۰۰۰ \$۲۰۰۰۰۰۰	-۷۰۰۰۰۰ \$۲۰۰۰۰۰۰	\$۲۵۰۰۰	هزینه انتشار
عدم نیاز به پذیرش	نیاز به پذیرش	نیاز به پذیرش	عدم نیاز به پذیرش	الزام پذیرش
سرمایه‌گذاران نهادی	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران نهادی
بله	بله	خیر	خیر	امکان افزایش سرمایه

منبع: The New York Stock Exchange

در ادامه جزئیات هر یک از انواع ADRها تشریح می‌شود.

۳-۲-۱-۱ ADR سطح یک

ADR سطح یک که به‌صورت ورقه‌های صورتی هستند ساده‌ترین و کم‌هزینه‌ترین ابزار مالی برای حضور شرکت‌های خارجی در بازار سرمایه آمریکا هستند که صرفاً می‌توانند در بازار خارج از بورس انتشار و از طریق سرمایه‌گذاران خرد و نهادی خریداری و معامله شوند. ناشر این نوع از رسیده‌ها، لزومی به تبعیت الزامات استانداردهای

۱. ثبت ADRها به این معنی است که آنها می‌توانند در یکی از بورس‌های معتبر آمریکا (NYSE, Amex, NAZDAQ) عرضه و معامله شوند.

2. primary exchanges

3. Pink sheets

4. Securities and Exchange Commission



حسابداری آمریکا ندارد و براساس قانون 12g3-2(b) از آرایه گزارش‌های درخواستی کمیسیون بورس اوراق بهادار معاف است. در این نوع ابزار، ناشر براساس توافقنامه سپرده‌گذاری، کنترل محدود و مشخصی بر روی ADR دارد. رسید منتشر شده، بر پایه سهام پایه موجود هست و ناشر قادر به انتشار این رسیده‌ها از طریق افزایش سرمایه از طریق سهام جدید نیست.

اگرچه انتشار و دادوستد این ابزار صرفاً در بازار خارج از بورس صورت می‌گیرد، اما ناشر می‌تواند به مرور زمان با تأمین الزامات بورس‌های داخلی، رسید سپرده سطح یک را به سطوح بالاتر ارتقا دهد. هزینه انتشار این رسیده‌ها به نسبت کمتر از سایر انواع ADRها است. در ادامه مزایا و معایب رسید سپرده سطح یک به ترتیب موارد زیر بیان شده است.

مزایا:

- معافیت از آرایه گزارش‌های درخواستی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار براساس قانون 12g3-2(b).
- برخورداری از کنترل بیشتر بر رسید سپرده‌ها نسبت به رسید سپرده غیرتضمینی
- هزینه کمتر تنظیم و انتشار رسید سپرده نسبت به سایر رسیده‌ها
- پرداخت هزینه‌های معاملاتی و ابطال
- امکان ارتقا به سطوح بالاتر (در صورت تأمین الزامات)

معایب

- عدم انتشار و دادوستد در بورس‌های نزدیک و نیویورک
- عدم امکان افزایش سرمایه
- کسب اعتبار و شهرت کمتر نسبت به رسیده‌های سطح دو و سه.

۳-۲-۱-۲-۳ ADR سطح دو

تفاوت بارز این رسید نسبت به رسید سطح یک، الزام پذیرش این رسید نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار است. بنابراین با توجه به این الزام، این رسیده‌ها قادر به انتشار و دادوستد در یکی از بورس‌های معتبر آمریکا (NYSE, Amex, NAZDAQ) هستند. لازم به ذکر است ADRهایی که در یکی از بازارهای سه گانه بورس آمریکا پذیرش می‌شوند، دارای درجه روئیت بالاتری هستند و حجم بالای معاملات آنها در این بازار موجب بالا بودن میزان نقدشوندگی این رسیده‌ها نسبت به رسید سطح یک است. برای ثبت اوراق بهادار یک شرکت، ناشر باید "شرایط و الزامات ثبت اوراق" بورس انتخاب شده را تأمین نمایند. ناشر خارجی همچنین باید مقررات ثبت و الزامات گزارش‌گری پیوسته براساس قانون بورس و اوراق بهادار ۱۹۳۴ و اصلاحیه آن و همچنین مقررات ثبت قانون اوراق بهادار که بطور کلی شامل موارد زیر است را تأمین نماید:

- فرم بیانیه ثبت شماره F-6 برای ثبت ADR برای انتشار



- فرم بیانیه ثبت شماره 20-F¹ برای ثبت ADR تحت قانون بورس. این الزامات مربوط به افشاگری مفصل مالی از سوی ناشر است که شامل صورت‌های مالی و منطبق‌سازی آنها با سیستم حسابداری GAAP² می‌باشد.

- گزارش‌های سالانه (براساس فرم 20-F) که به صورت مرتب و به موقع تهیه و به کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا ارائه می‌شود.

- صورت‌های موقت مالی و تحولات جاری که به موقع به کمیسیون بورس و اوراق بهادار براساس فرم 6-K برای اطلاع‌رسانی عمومی یا طرح یک تغییر در کشور داخلی یا توزیع سهامداران ارائه می‌گردد.

ADRهای سطح دو از طریق سپرده‌گذاری سهام معمولی در بازار محلی و انتشار از سوی نهاد سپرده‌گذاری در بازار میزبان منتشر می‌شوند. از آنجایی که این اوراق در یکی از بورس‌های معتبر آمریکا پذیرش می‌شوند، به طیف گسترده‌ای از سهامداران بالقوه (سرمایه‌گذاران) ارائه می‌شود و موجب ارتقاء روئیت و شهرت در رسانه‌های مالی می‌گردد. اوراق پذیرش شده می‌توانند تبلیغ و ترویج³ شوند و حتی توسط تحلیل‌گران و رسانه‌ها پوشش داده شوند. این اوراق همچنین می‌توانند برای تسهیل فرآیندهای ادغام و تملک مورد استفاده قرار گیرند.

در طرح ADR سطح دو همانند سطح یک، ناشر اقدام به عقد توافقنامه با نهاد سپرده‌گذاری می‌کند و این نهاد نیز براساس مفاد توافقنامه اقدام به ارائه خدماتی نظیر، نگهداری اسناد، پاسخگویی به سؤالات سرمایه‌گذاران، تبدیل عایدی به نرخ ارز و توزیع بین دارندگان ADR و ارسال گزارش‌های سالانه و اطلاعات مهم دیگر می‌کند. در ادامه به برخی مزایا و معایب این نوع رسید پرداخته می‌شود:

مزایا:

- عرضه و دادوستد در بورس‌های معتبر
 - نقدشوندگی بالا و جذابیت بیشتر برای سرمایه‌گذاران نسبت به رسید سطح یک
 - کسب اعتبار و شهرت بیشتر ناشر نسبت به رسید سپرده سطح یک
- معایب
- برخورداری از الزامات سختگیرانه‌تر در ثبت و ارائه گزارش‌های دوره‌ای نسبت به رسید سطح یک
 - هزینه بیشتر تنظیم و انتشار رسید سپرده نسبت به رسید سطح یک

۱. فرم 20-F به عنوان فرم ثبت (گزارش سالانه) بوسیله ناشران رسیده‌های سپرده آمریکایی تضمینی پایه دو یا سه منتشر می‌شود. این فرم گزارش جامعی از اطلاعات مربوط به فعالیتها و مسایل مالی است و باید براساس اصول حسابداری پذیرفته شده در آمریکا باشد. فرم 20-F شامل چهار قسمت مجزا به ترتیب زیر است:

بخش (۱) شامل کسب و کار ناشر، مشروح دارایی‌های ناشر، اقدامات قانونی شرکت، مالیات و هرگونه کنترلی که ممکن است دارندگان اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهد.

بخش (۲) شامل معرفی اوراق بهادار که قرار است ثبت شود. همچنین نام نهاد سپرده‌گذاری و کلیه کارمزدهایی که از دارندگان رسیده‌های سپرده دریافت خواهد شد.

بخش (۳) شامل اطلاعاتی مربوط به اوراق بهادار ممتاز است.

بخش (۴) شامل سایر اطلاعاتی مالی است که باید ارائه شود.

2 Generally Accepted Accounting Principles
3 Promoted and Advertised



۳-۲-۱-۲-۳ ADR سطح سه

تفاوت بارز ADR سطح سه نسبت به ADR سطح دو، امکان افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی در بورس‌های آمریکا است. در واقع ADR سطح دو به پشتوانه سهام پایه موجود منتشر می‌گردد، این در حالی است که ADR سطح سه به پشتوانه سهام جدید منتشر می‌گردد. این افزایش سرمایه با توجه به اینکه در رسانه‌ها و نشریات مالی ابلاغ می‌شود موجب افزایش رویت ناشر می‌گردد. علاوه بر الزامات بیان شده در خصوص ADR سطح دو، ناشر ADR سطح سه متعهد به الزامات زیر نیز می‌باشد:

- تکمیل فرم F-1؛ این ثبت برای اوراق بهادار پایه‌ای است که به پشتوانه آن، ADR در بازار آمریکا عرضه عمومی می‌شود که شامل امیدنامه (برای اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران بالقوه در خصوص مشخصات ناشر و ریسک‌های ذاتی موجود در کسب و کار وی)، پیشنهاد قیمت اوراق و استراتژی ناشر برای توزیع ADRها است. در شرایط خاص بیانیه ثبت خلاصه‌شده (فرم F-3) نیز ممکن است مورد تایید قرار گیرد.

- امکان جایگزینی فرم 8-A با فرم 20-F برای ثبت تحت قانون بورس وجود دارد. با این حال گزارش سالانه فرم 20-F بایستی وصول گردد. گزارش سالانه شامل گزارش افشاکری مالی مفصل ناشر، صورت مالی و تطابق کامل صورت‌های مالی با اصول حسابداری مورد پذیرش آمریکا (GAAP) خواهد بود. در ادامه به برخی مزایا و معایب این نوع رسید پرداخته می‌شود:

مزایا:

- عرضه و دادوستد در بورس‌های معتبر
- نقدشوندگی بالا و جذابیت بیشتر برای سرمایه‌گذاران
- کسب اعتبار و شهرت بیشتر ناشر
- عرضه عمومی رسید سپرده جهت افزایش سرمایه

معایب

- برخورداری از الزامات سختگیرانه‌تر نسبت به رسید سپرده سطح یک و دو
- هزینه بیشتر تنظیم و انتشار رسید سپرده نسبت به رسید سطح یک و دو

۳-۲-۱-۲-۴ ADR قانون 144A

ADR قانون 144A اوراقی است که به صورت عرضه خصوصی به خریداران نهادی واجد شرایط (QIBs¹) فروخته می‌شود و دادوستد این گواهی‌ها صرفاً بین این خریداران صورت می‌گیرد. این اوراق همانند ADR سطح یک نیازی به ثبت نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار ندارد.

خریدار نهادی واجد شرایط، نهاد سرمایه‌گذاری معتبری است که حداقل ۱۰۰ میلیون دلار در اوراق بهادار سرمایه‌گذاری کرده باشد. این آستانه برای شرکت‌های کارگزاری و معامله‌گران ۱۰ میلیون دلار می‌باشد. با توجه به عدم نیاز به ثبت و هزینه کمتر تنظیم و انتشار این اوراق نسبت به ADR سطح سه، ناشران خارجی می‌توانند با

1 Qualified Institutional Buyers



هزینه کمتری اقدام به افزایش سرمایه از طریق عرضه خصوصی در آمریکا کنند. در این اوراق اگرچه نیازی به ثبت و رایه گزارش کامل به کمیسیون بورس اوراق بهادار نیست اما از خریداران نهادی واجد شرایط خواسته می‌شود که اطلاعات مالی مشخصی را رایه کنند^۱.

شایان ذکر است که دادوستد این اوراق برای سرمایه‌گذاران و بازارسازان از طریق سیستم الکترونیکی تحت عنوان PORTAL^۲ صورت می‌گیرد و از طریق شرکت امین آمریکا (DTC^۳) تسویه می‌شود. در ادامه به برخی مزایا و معایب این نوع رسید پرداخته می‌شود:

مزایا:

- معافیت از رایه گزارش‌های درخواستی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار براساس قانون 12g3-2(b).
- برخورداری از کنترل بیشتر بر رسید سپرده‌ها نسبت به رسید سپرده غیرتضمینی
- هزینه کمتر افزایش سرمایه عرضه خصوصی نسبت به عرضه عمومی

معایب

- خرید و دادوستد صرفاً برای خریداران نهادی واجد شرایط
- نقدشوندگی پایین نسبت به سایر ADRها
- کسب اعتبار و شهرت کمتر نسبت به رسیدهای سپرده سطح دو و سه.

۳-۲-۲ سازوکار انتشار و ابطال ADR

فرآیند کلی انتشار ADR تضمینی در بورس‌های آمریکایی به ترتیب زیر است:

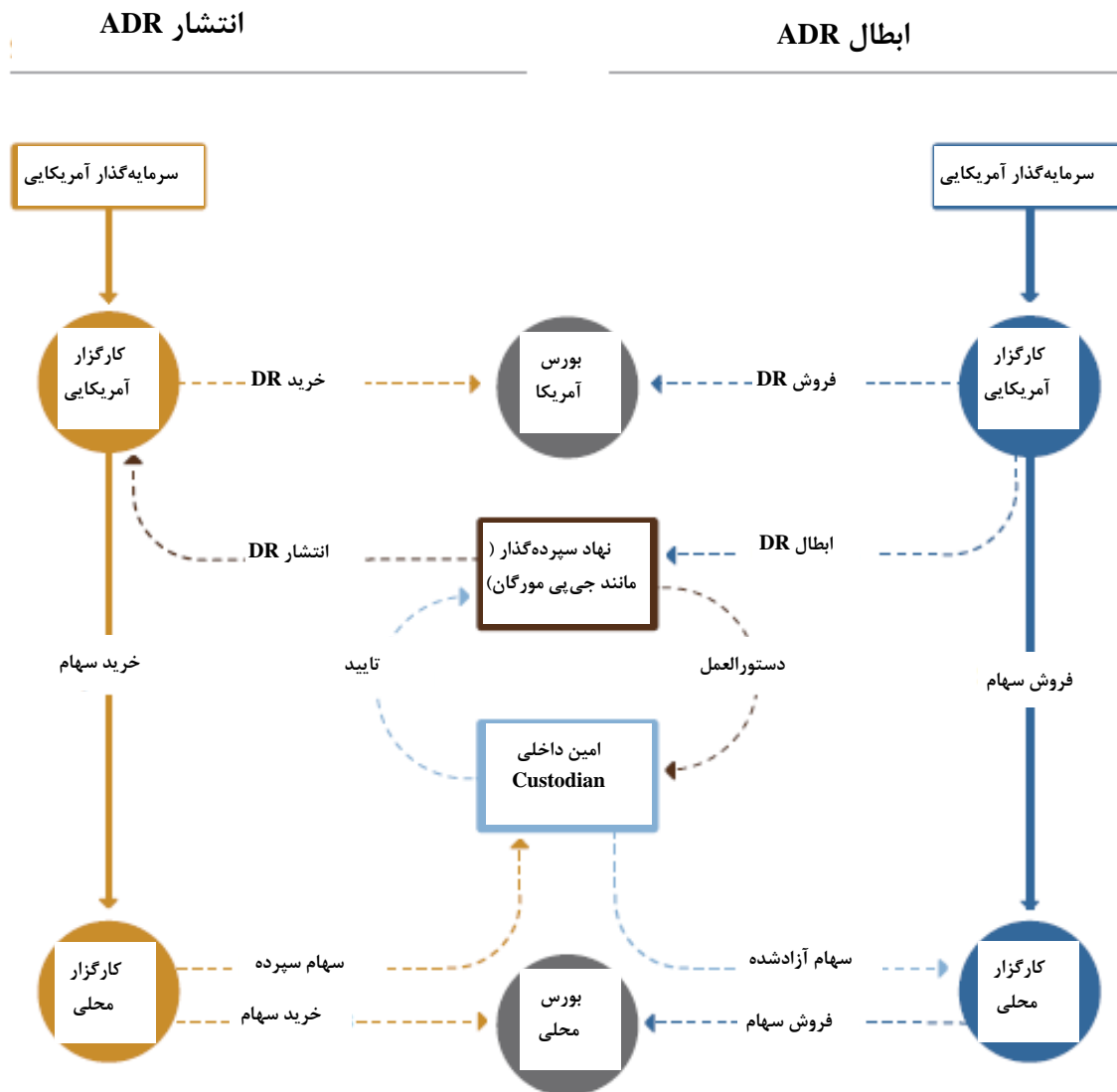
- ۱) انتشار رسید سپرده پس از تایید هیئت مدیره به تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده می‌رسد.
- ۲) الزامات مربوط به قوانین حاکم بر انتشار رسید سپرده در بورس داخلی و میزبان بررسی و شرایط لازم احراز می‌شود.
- ۳) پس از مذاکره با نهاد سپرده‌گذاری، توافقنامه سپرده‌گذاری بین ناشر و نهاد سپرده‌گذاری عقد می‌شود.
- ۴) بانک سپرده‌گذاری خارجی براساس توافقنامه سپرده‌گذاری برای انتشار رسید سپرده به سرمایه‌گذاران خارجی به پشتوانه سهام پایه با امین اقدام به عقد توافقنامه سپرده‌گذاری می‌کند.
- ۵) پس از دریافت تاییدیه پذیرش از بورس خارجی، شرکت ناشر باید مستندات لازم برای دریافت تایید نهایی از بورس داخلی را به این نهاد ارسال کند.
- ۶) پس از کسب تاییدیه نهایی از بورس داخلی، ناشر سهام پایه را به امین انتقال می‌دهد.
- ۷) ناشر باید از امین بخواهد تا سهام فیزیکی را به فرمت الکترونیکی برای حفظ در حساب سپرده‌گذاری تبدیل کند.
- ۸) پس از اتمام انتشار رسید سپرده، جزئیات رسید سپرده از سوی ناشر به مقام ناظر بورس داخلی ارسال شود.

۱. مگر اینکه براساس قانون 12g3-2(b) از رایه گزارش معاف شده باشند.

2. Private Offerings, Resales and Trading Through Automated Linkages (PORTAL)
3. Depository Trust Company

سازوکار ابطال ADR نیز همانند موارد ذکر شده در بخش گذشته بود. به این صورت که دارنده ADR از طریق کارگزاری با ارایه ADR یک نهاد سپرده‌گذار و آزاد شدن سهام پایه می‌تواند آن سهم را نگهداری کند یا آن را در بورس محلی بفروشد. شکل (۶) نمای کلی از انتشار و ابطال ADR را نشان می‌دهد.

شکل (۶) نمای کلی انتشار و ابطال ADR



منبع: J.P. Morgan

۳-۲-۳ حق رأی ADR

حق رأی دارندگان ADR بر حسب توافق‌نامه سپرده‌گذاری تعیین می‌شود و در برخی موارد قوانین و مقررات بازار محلی و میزبان نیز می‌تواند بر آن تأثیرگذار باشد. توافق‌نامه سپرده‌گذاری ممکن است به دارندگان ADR حق اعمال نظر (حق رأی) در خصوص تصمیماتی که در مجمع عمومی برگزار می‌شود را اعطا کند. اگر این پیش‌شرط در



توافق نامه سپرده گذاری وجود داشته باشد یا در قوانین بورس میزبان یا داخلی وجود داشته باشد، دارندگان ADR می توانند از طریق سامانه‌ای^۱ که نهاد سپردگذاری در اختیار آنها قرار می‌دهد، اقدام به اعمال حق رای خود (متناسب با تعداد سهام پایه‌ی پشتیبان رسید سپرده) کنند.

سپرده گذاری خودش هیچ‌گونه اختیار رأی‌گیری ندارد. همچنین سهامی که دارند ADR آن، رای خود را اعمال نکرده باشد، بدون رأی باقی می‌ماند. باین حال اگر ناشر در شرایطی خواستار نظر حقوقی سپرده‌گذار باشد، سپرده‌گذار به‌عنوان وکیل ناشر می‌تواند بر رأی‌گیری (نه از سوی دارندگان رسید سپرده) بدون نقض قوانین بازار داخلی تأثیر بگذارد و می‌تواند به ناشر حق اعمال رأی به نمایندگی از رسید سپرده‌های فاقد رأی (افزادی که رأی ندادند) در موضوعات خاص را بدهد.

۳-۲-۴ الزامات ایالات متحده آمریکا در خصوص ADR

شرکت‌های غیر آمریکایی که تمایل به انتشار ADR در بورس آمریکا دارند، باید خود را با الزامات بورس اوراق بهادار و الزامات گزارشگری آمریکا منطبق کنند تا این اطمینان را به سهامداران آمریکایی بدهند که این رسیده‌ها، استانداردهای مشابه سایر اوراق موجود در بورس این کشور را دارند و سطح شفاف‌سازی در این اوراق همانند سهام در این بازار است.

در بازار سهام آمریکا، ADRها به همان روشی که سهام معامله می‌شود، دادوستد می‌شوند. این اوراق در سه بازار نیویورک، نزدک و بورس آمریکا و همین‌طور در بازار خارج از بورس پذیرش می‌شوند. سرمایه‌گذاران آمریکایی ترجیح می‌دهند بجای خرید سهام شرکت‌های خارجی در کشور محلی، گواهی این سهم را در بازار آمریکا بخرند زیرا این گواهی دارای شفافیت بیشتر بوده و مبادله و تسویه و پایاپایی آن‌ها مطابق با شرایط بازار سهام آمریکا می‌باشد. خریداران و فروشندگان این رسیده‌ها طیفی از سرمایه‌گذاران کوچک و نهادی هستند. قیمت این رسیده‌ها از چند فاکتور تأثیر می‌پذیرد که شامل قیمت سهام پایه در بازار داخلی و نرخ ارز است.

الزامات مربوط به انتشار و مبادله ADRها در سه سطح؛ (۱) الزامات فدرال، (۲) الزامات کمیسیون بورس اوراق بهادار و (۳) الزامات بورس اوراق بهادار است که در ادامه به توضیح خلاصه آن‌ها پرداخته می‌شود.

۱- الزامات فدرال برای ADRها

در آمریکا دو قانون مهم، الزامات انتشار و مبادله ADR را تعیین می‌کنند؛ (۱) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳ که قوانین کلی را برای حضور ناشران خصوصی خارجی در بورس آمریکا ارائه می‌دهد و (۲) قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴ که قوانین مبادله ADRها را در بازار ثانویه آمریکا بیان می‌دارد.

الف) قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳

براساس قانون اوراق بهادار ۱۹۳۳، ADRها به‌عنوان نماینده سهام سپرده‌شده تلقی می‌شوند و قبل از توزیع در میان سرمایه‌گذاران آمریکایی باید تحت قانون اوراق بهادار ثبت شوند. زمانی که یک ناشر خارجی تمایل به افزایش سرمایه از طریق عرضه عمومی در بازار آمریکا را داشته باشد، وی باید دقیقاً همانند فرآیندی که ناشر آمریکایی برای

1 Proxy



عرضه عمومی سهام طی می‌کند، را سپری نماید. در عرضه عمومی بسیاری از ADRها، ناشر خصوصی خارجی بایستی دو بیانیه ثبت را تکمیل کند:

- ✓ فرم F-6 برای ثبت سهام سپرده و
- ✓ فرم F-1 (عرضه عمومی اولیه ADRها)، فرم F-2 و F-3 (برای ناشر خارجی که قبلاً اوراق بهادار را براساس قانون اوراق بهادار یا قانون بورس ثبت کرده است) یا فرم F-4 (برای اوراق منتشرشده ترکیب‌های تجاری¹ شامل؛ طبقه‌بندی مجدد، ادغام، تلفیق و پیشنهاد انتقال دارایی و ارز).

(ب) قانون بورس اوراق بهادار ۱۹۳۴

✓ فرم اعلامیه ثبت F-20 برای ثبت ADRها تحت قانون بورس می‌باشد. این فرم ناشر را ملزم به افشای مالی مفصل می‌کند که شامل صورت‌های مالی و تطبیق این صورت‌ها با قوانین حسابداری GAAP است.

✓ فرم 2-F ممکن است برای ناشر خارجی جهت ثبت سهام سپرده‌شده تحت قانون بورس باشد، البته این در شرایطی است که سپرده‌گذار یا نهاد قانونی به‌وسیله توافق‌نامه ADR ایجاد شده باشد و در آن توافق‌نامه ADR و سهام سپرده‌گذاری شرح داده شده باشد.

✓ گزارش‌های سالانه (بر اساس فرم F-20) به‌صورت مرتب در کمیسیون بورس اوراق بهادار آمریکا (SEC) بایگانی می‌شود.

✓ صورت‌های مالی موقتی و تحولات جاری براساس فرم K-6 و با رعایت مؤلفه "زمان" برای اطلاع‌رسانی به عموم یا ثبت یک تغییر در کشور داخلی و یا توزیع سهامداران

۲- الزامات کمیسیون بورس اوراق بهادار

ADRها همیشه براساس بیانیه ثبت فرم F-6 در کمیسیون بورس اوراق بهادار ثبت می‌گردند. موارد افشای این فرم براساس شرایط سپرده است که تحت توافق‌نامه سپرده‌گذاری است و شامل یک کپی از توافق‌نامه و فرم گواهی ADR و نظرات قانونی است. فرم F-6 حاوی اطلاعاتی راجع به شرکت غیرآمریکایی نیست. اگر شرکت خارجی قصد افزایش سرمایه در بازار آمریکا از طریق ADR را داشته باشد، آن شرکت باید به‌طور جداگانه‌ای بیانیه ثبت را برحسب فرم‌های F-1، F-3، F-4 به ثبت برساند. اگر ناشر خارجی قصد پذیرش ADRها در بازار بورس آمریکا را داشته باشد وی باید بیانیه ثبت را برحسب فرم F-20 نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار به ثبت برساند. بیانیه ثبت مربوط به افزایش سرمایه یا پذیرش ADR در بورس ملزم به دارا بودن اطلاعات مالی و غیرمالی مربوط به ناشر است.

۳- الزامات بورس اوراق بهادار

برای پذیرش ADRها، در ابتدا شرکت خارجی باید حداقل استانداردهای مالی و غیرمالی را تأمین کند. به‌عنوان نمونه می‌توان به ارزش بازاری کل، قیمت سهام، تعداد سهام معامله‌شده و تعداد سهامداران شرکت اشاره داشت. در

1 Business Combinations

ترکیب‌های تجاری اتفاقات یا معاملاتی هستند که باعث می‌شوند دو یا چند شرکت تجاری یا خالص دارائیه‌هایشان تحت یک کنترل مشترک توسط یک شخصیت حسابداری واحد آورده شوند. زمانی که ترکیب‌های تجاری اتفاق می‌افتند، صورت‌های مالی تلفیقی برای نشان دادن وضعیت مالی و نتایج فعالیت شرکت تلفیق شده لازم است تهیه شود.



این شرایط پس از تأمین استانداردها، این رسیدهها امکان خرید و فروش خواهد داشت و در صورت عدم تأمین آن، پذیرش این گواهیها لغو می‌شود.

الزامات پذیرش در بورس نیویورک و نزدیک به شرح زیر می‌باشد:

۳-۲-۴-۱ الزامات پذیرش ADR در بورس نزدک

بازار سهام نزدک سه سطح مجزا دارد که شامل:

(۱) The NASDAQ Global Select Market

شرکت‌های این گروه دارای بالاترین استانداردهای مالی تعیین شده از سوی بازار، در زمان پذیرش اولیه هستند.

این استانداردها شامل ارزش بازار، نقدشوندگی و سودآوری هستند.

(۲) The NASDAQ Global Market

همان طبقه بازار ملی نزدک^۱ سابق است که نام جدیدی پیدا کرده و به صورت دقیق‌تری، دسترسی جهانی و دسترسی بازار آمریکا و شرکت‌های آمریکایی را به بازارهای جهانی، منعکس می‌کند. در این گروه شرکت‌های بزرگ و نیز شرکت‌های دارای رشد سریع قرار می‌گیرند.

(۳) The NASDAQ Capital Market

گروه NASDAQ Small cap market سابق است که در سال ۲۰۰۵ تغییر نام داد تا هدف بنیادی این

بازار را که تشکیل سرمایه است، منعکس کند.

❖ الزامات پیش از پذیرش

در بورس نزدک متقاضیان در ابتدا باید الزامات مالی، نقدشوندگی و راهبری شرکتی را برای موافقت با پذیرش ADR آنها در این بازار تأمین کنند. همان طور که در جدول زیر توضیح داده شده است، الزامات مالی و نقدشوندگی برای بازار The NASDAQ Global Select Market سخت‌گیرانه‌تر از NASDAQ Global Market و به همین ترتیب الزامات پذیرش برای بازار NASDAQ Global Market سخت‌گیرانه‌تر از بازار NASDAQ Capital Market است. الزامات راهبری شرکت تقریباً برای هر سه بازار یکسان است. شایان ذکر است که حتی اگر شرکت‌ها کلیه الزامات اولیه بورس نزدک را تأمین کنند، این بورس در صورت لزوم با هدف محافظت از حقوق سرمایه‌گذاران و منافع عمومی می‌تواند فرآیند پذیرش ADR را در این بازار به تعویق بیندازد و یا درخواست اطلاعات بیشتری از شرکت کند.

1. NASDAQ National market



جدول (۳): الزامات مالی جهت پذیرش ADR در بورس The NASDAQ Global Select Market

استاندارد ۴: دارایی با حقوق صاحبان سهام ^۱	استاندارد ۳: سرمایه با درآمد ^۲	استاندارد ۲: سرمایه با جریان نقدی ^۳	استاندارد ۱: عایدی ^۴	الزامات مالی
5315(e), 5315(f)(3)(D)	5315(e), 5315(f)(3)(C)	5315(e), 5315(f)(3)(B)	5315(e), 5315(f)(3)(A)	قوانین پذیرش
-	-	-	میزان تجمعی طی سه سال مالی اخیر < ۱۱ میلیون دلار و در هر یک از سه سال مالی اخیر < صفر دلار و در هر یک از دو سال مالی اخیر < ۲ میلیون دلار	عایدی قبل از مالیات (درآمد ناشی از عملیات مداوم قبل از مالیات)
-	-	میزان تجمعی طی سه سال مالی اخیر < ۲۷/۵ میلیون دلار و در هر یک از سه سال مالی اخیر < صفر دلار	-	جریان نقدی
۱۶۰ میلیون دلار	به طور متوسط در طول ۱۲ ماه اخیر < ۸۵۰ میلیون دلار	به طور متوسط در طول ۱۲ ماه اخیر < ۵۵۰ میلیون دلار	-	ارزش بازاری
-	سال مالی گذشته < ۹۰ میلیون دلار	سال مالی گذشته < ۱۱۰ میلیون دلار	-	درآمد
۸۰ میلیون دلار	-	-	-	دارایی کل
۵۵ میلیون دلار	-	-	-	حقوق صاحبان سهام
۴ دلار	۴ دلار	۴ دلار	۴ دلار	قیمت پیشنهاد ^۵

منبع: Nasdaq stock exchange

1. Assets with Equity
2. Capitalization with Revenue
3. Capitalization with Cash Flow
4. Earnings
5. bid price



جدول (۴): الزامات نقدشوندگی جهت پذیرش ADR در بورس The NASDAQ Global Select Market

قوانین پذیرش	شرکت‌های وابسته ^۱	شرکت‌های معتبر: سهام عادی (یا معادل آن) ^۲	عرضه اولیه و شرکت‌های جدا شده ^۳	الزامات نقدشوندگی
5315(f)(1)	۴۵۰	۴۵۰	۴۵۰	تعداد سهامداران دارای واحدهای نرمال سهام (۱۰۰ سهم) ^۴
	یا ۲۲۰۰	یا ۲۲۰۰	یا ۲۲۰۰	تعداد سهامداران کل
5315(e)(2)	یا	یا	یا	یا
	۵۵۰ و ۱/۱ میلیون	۵۵۰ و ۱/۱ میلیون	۱/۲۵ میلیون	تعداد سهامداران کل و متوسط حجم معاملات ماهانه در طول ۱۲ ماه گذشته
5315(f)(2)	۴۵ میلیون دلار	۱۱۰ میلیون دلار	۴۵ میلیون دلار	سهام عام ^۵
5315(f)(2)		یا		ارزش بازاری سهام نگهداری شده توسط عموم
		۱۰۰ میلیون دلار و ۱۱۰ میلیون دلار		ارزش بازاری سهام نگهداری شده توسط عموم و حقوق صاحبان سهام

منبع: Nasdaq stock exchange

نکته: شرکت باید ۴ بازارساز فعال و ثبت شده داشته باشد، مگر آنکه الزامات "استاندارد درآمد یا استاندارد حقوق صاحبان سهام بازار جهانی نزدیک" که در بخش بعدی ذکر می‌گردد را تأمین نماید که در این صورت وی باید ۳ بازارساز ثبت شده و فعال داشته باشد.

در بازار NASDAQ Capital Market Market شرکت‌ها باید کلیه معیارهای زیر را حداقل برحسب یکی از سه استاندارد تأمین نمایند.

1. Affiliated companies
2. Seasoned Companies: Currently Trading Common Stock or Equivalents
3. Initial Public Offering and spin-off companies
4. Round Lot Shareholders
5. Publicly Held Shares



جدول (۵) الزامات مالی و نقدشوندگی جهت پذیرش ADR در بورس NASDAQ Capital Market

الزامات	استاندارد حقوق صاحبان سهام ^۱	استاندارد ارزش بازاری اوراق پذیرش شده	خالص درآمد استاندارد
قوانین پذیرش	5505(a), 5505(b)(1)	5505(a), 5505(b)(2)	5505(a), 5505(b)(3)
حقوق صاحبان سهام	۵ میلیون دلار	۴ میلیون دلار	۴ میلیون دلار
ارزش بازاری سهام نگهداری شده توسط عموم	۱۵ میلیون دلار	۱۵ میلیون دلار	۵ میلیون دلار
سابقه فعالیت ^۲	۲ سال	-	-
ارزش بازاری اوراق پذیرش شده	-	۵۰ میلیون دلار	-
درآمد خالص از عملیات مداوم (در آخرین سال مالی یا دو سال از سه سال اخیر مالی)	-	-	۰/۷۵ میلیون دلار
سهام نگهداری شده توسط عموم	۱ میلیون	۱ میلیون	۱ میلیون
دارای واحدهای نرمال سهام (۱۰۰ سهم)	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰
بازارساز ^۳	۳	۳	۳
قیمت پیشنهاد	۴ دلار	۴ دلار	۴ دلار
یا	یا	یا	یا
قیمت پایانی	۳ دلار	۲ دلار	۳ دلار

منبع: Nasdaq stock exchange

نکته ۱: الزامات تحت معیار «قیمت پایانی» عبارتند از: (۱) حداقل متوسط درآمد سالیانه برای سه سال پایانی ۶ میلیون دلار باشد، (۲) حداقل خالص دارایی مشهود ۵ میلیون دلار باشد، یا (۳) حداقل خالص دارایی مشهود ۲ میلیون دلار باشد و سه سال سابقه اجرایی داشته باشد.

در خصوص الزامات راهبری شرکتی که در هر سه بازار بورس نزدیک یکسان است، شرکت‌ها برای تأمین بالاترین استاندارد راهبری شرکتی بایستی کلیه الزامات پذیرش که مجموعه‌ای در حدود ۵۶۰۰ سری (مورد) می‌باشد را

1. Equity standard
2. Operating history
3. Market Makers



تأمین نمایند. در این الزامات برخی معافیت‌ها برای شرکای محدودشده^۱، ناشران خصوصی خارجی، عرضه عمومی اولیه و شرکت‌های تحت کنترل^۲ اعمال می‌شود.

❖ الزامات پس از پذیرش

جدول (۶): الزامات مالی و نقدشوندگی بعد از پذیرش در دو بورس the NASDAQ Global Select Market و the NASDAQ Global Market

الزامات	استاندارد حقوق صاحبان سهام	استاندارد ارزش بازاری	استاندارد دارایی کل / درآمد کل
قوانین پذیرش	5450(a), 5450(b)(1)	5450(a), 5450(b)(2)	5450(a), 5450(b)(3)
حقوق صاحبان سهام	۱۰ میلیون دلار	-	-
ارزش بازاری اوراق پذیرش شده	-	۵۰ میلیون دلار	-
دارایی و درآمد کل (در آخرین سال مالی یا دو سال از سه سال پایانی)	-	-	-
تعداد سهام نگهداری شده توسط عموم	۰/۷۵ میلیون	۱/۱ میلیون	۱/۱ میلیون
ارزش بازاری سهام نگهداری شده توسط عموم	۵ میلیون دلار	۱۵ میلیون دلار	۱۵ میلیون دلار
قیمت پیشنهاد	۱ دلار	۱ دلار	۱ دلار
تعداد سهامداران	۴۰۰	۴۰۰	۴۰۰
بازارساز	۲	۴	۴

منبع: Nasdaq stock exchange

جدول (۷) الزامات بعد از پذیرش شرکت‌ها در NASDAQ Capital Market را نشان می‌دهد. در واقع شرکت پس از پذیرش باید حداقل یکی از استانداردهای جدول زیر را تأمین نماید.

1 Limited Partnerships
2 Controlled Companies



جدول (۷): الزامات بعد از پذیرش در بورس NASDAQ Capital Market

الزامات	استاندارد حقوق صاحبان سهام	استاندارد ارزش بازاری	استاندارد دارایی کل / درآمد کل
قوانین پذیرش	5550(a),5550 (b)(1)	5550(a),5550 (b)(2)	5550(a),5550 (b)(3)
حقوق صاحبان سهام	۲/۵ میلیون دلار	-	-
ارزش بازاری اوراق پذیرش شده	-	۳۵ میلیون دلار	-
درآمد خالص از عملیات مداوم (در آخرین سال مالی یا دو سال از سه سال اخیر مالی)	-	-	۰/۵۰ میلیون دلار
تعداد سهام نگهداری شده توسط عموم	۰/۵۰ میلیون	۰/۵۰ میلیون	۰/۵۰ میلیون
ارزش بازاری سهام نگهداری شده توسط عموم	۱ میلیون دلار	۱ میلیون دلار	۱ میلیون دلار
قیمت پیشنهاد	۱ دلار	۱ دلار	۱ دلار
تعداد سهامداران عمومی	۳۰۰	۳۰۰	۳۰۰
بازارساز	۲	۲	۲

منبع: Nasdaq stock exchange

۳-۲-۴ الزامات بورس نیویورک

❖ الزامات پیش از پذیرش

بورس نیویورک الزامات کمی و کیفی را برای پذیرش اولیه شرکت‌های خارجی در بورس این کشور ارایه داده است.

• استانداردهای کمی

جدول (۸) عمده‌ترین استانداردهای کمی پذیرش ADR شرکت‌های خارجی در بورس نیویورک را نشان می‌دهد.



جدول (۸): استانداردهای کمی پذیرش ADR شرکت‌های خارجی در بورس نیویورک

استاندارد ۴	استاندارد ۳	استاندارد ۲	استاندارد ۱	معیار
در دسترس نیست	در دسترس نیست	در دسترس نیست	۰/۷۵ میلیون دلار	درآمد قبل از کسر مالیات (در آخرین سال مالی یا دو سال از سه سال اخیر مالی)
۷۵ میلیون دلار	۵۰ میلیون دلار	در دسترس نیست	در دسترس نیست	ارزش بازاری
۲۰ میلیون دلار	۱۵ میلیون دلار	۱۵ میلیون دلار	۳ میلیون دلار	ارزش بازاری شناور آزاد ^۱
۳ دلار	۲ دلار	۳ دلار	۳ دلار	حداقل قیمت
در دسترس نیست	در دسترس نیست	۲ سال	در دسترس نیست	سابقه فعالیت
در دسترس نیست	۴ میلیون دلار	۴ میلیون دلار	۴ میلیون دلار	حقوق صاحبان سهام
	گزینه ۱: 800 500000 400			سهامداران عمومی
	گزینه ۲: 1000000 400			سهام شناور آزاد
	گزینه ۳: 500000			

منبع: NYSE Stock Exchange

• استانداردهای کیفی

در بررسی الزامات پذیرش، بورس نیویورک علاوه بر استانداردهای کمی، برخی استانداردهای کیفی را نیز در نظر می‌گیرد که در این زمینه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- ماهیت کسب‌وکار شرکت،
- بازار محصول شرکت،
- شهرت و اعتبار مدیریت
- سابقه و الگوی رشد شرکت
- یکپارچگی مالی شرکت
- توانایی درآمدزایی شرکت
- و چشم‌انداز آتی شرکت
- قوانین و مقررات کشور محل استقرار شرکت در خصوص مواردی نظیر انتخاب و ترکیب هیأت مدیره، انتشار صورت‌های مالی فصلی، الزامات تأیید سهامداران

۱. سهامداران عمومی و سهام شناور آزاد شامل سهامداران کنترلی، بنیادی، مدیران و کارمندان و مالکان بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت و اقوام و وابستگان نمی‌شود.

۲. براساس گزینه ۲، حجم معاملات روزانه سهام در طول ۶ ماه پایانی پیش از پذیرش بایستی حداقل ۲۰۰۰ سهم باشد.



❖ الزامات پس از پذیرش

در ادامه به برخی از مهم‌ترین الزامات، پس از پذیرش شرکت در بورس نیویورک پرداخته می‌شود. جدول (۸) برخی الزامات برای سهام عادی و سهام سرمایه^۱ و همچنین قیمت را ارائه داده است.

جدول (۹): الزامات مهم بعد از پذیرش ADR در بورس نیویورک

حدافل متوسط ارزش بازاری (جهانی) در طول ۳۰ روز کاری متوالی	۵۰ میلیون دلار
و	
حدافل حقوق صاحبان سهام	۵۰ میلیون دلار
یا	
حدافل متوسط ارزش بازاری (جهانی) در طول ۳۰ روز کاری متوالی	۱۵ میلیون دلار
حدافل میانگین قیمت پایانی اوراق در طول ۳۰ روز کاری متوالی	۱ دلار
شرکت‌هایی که براساس استاندارد شرکت وابسته پذیرش می‌شوند نیازی به تبعیت از معیارهای عددی نمی‌باشند مگر اینکه دیگر تحت کنترل شرکت مادر نباشند یا شرکت مادر نتواند معیارهای عددی را تأمین کند.	

منبع: NYSE Stock Exchange

سایر الزامات:

راهبری شرکتی: الزامات راهبری شرکتی در مقرراتی تحت عنوان "NYSE MKT Regulation" برای متقاضیان خارجی خواهان حضور در بورس نیویورک به‌طور مفصل ارائه شده است.

تضاد منافع؛ بورس نیویورک، شرکت‌های پذیرش شده را ملزم به به‌کارگیری کمیته حسابرسی برای بررسی دقیق و مداوم کلیه معاملات با اشخاص وابسته می‌کند.

متقاضی خارجی؛ متقاضی خارجی کسی است که حداقل ۱ میلیون سهام به ارزش جاری ۳ میلیون دلار در نقاط مختلف جهان منتشر کرده است.

حق رأی؛ در این بورس حق رأی بر اساس ماده (۱۲۲) NYSE MKT Company Guide تعیین می‌گردد. براساس این ماده، حق رأی سهامداران سهام عادی نمی‌تواند توسط اقدامات شرکتی یا ناشر محدود گردد. بر اساس قانون حق رأی، ناشر نمی‌تواند یک طبقه جدیدی از اوراق را با حق رأی بالاتر از حق رأی سهام‌های موجود ایجاد کند. متن کامل این ماده در پیوست «پ» ارائه شده است.

مدیران مستقل و کمیته حسابرسی؛ بورس نیویورک الزامات و قوانین مختلفی در خصوص مدیران مستقل و کمیته حسابرسی شرکت دارد. هر ناشر بایستی کلیه الزامات مربوط به این دو مؤلفه را برای پذیرش در بورس تأمین کند.



مالیات بر ADR در آمریکا

از منظر قوانین مالیات بر درآمد فدرال آمریکا، از آنجایی که دارندگان ADR به طور معمول به عنوان مالک سهام پایه تلقی می‌گردند، مشمول مالیات در درآمد فدرال هستند.

➤ سرمایه‌گذار آمریکایی

الف) سود سهام

همانند سهام پذیرش شده در بورس آمریکا، هر سود سهامی که از طریق ADR پرداخت شود، مشمول مالیات است. اگر شرکت خارجی (ناشری که اقدام به انتشار ADR در بورس آمریکا کرده است) مطابق با قوانین آمریکا اقدام به تقسیم سود کنند و به عنوان شرکت‌های خارجی واجد شرایط^۱ (QFCs) شناخته شوند، می‌توانند از نرخ‌های مالیات ترجیحی برای توزیع استفاده نمایند.

ب) سود و زیان سرمایه

سرمایه‌گذار آمریکایی که ADR خود را می‌فروشد و یا آن را واگذار می‌کند از دیدگاه قوانین مالیاتی فدرال سود یا زیان سرمایه‌ای را به دست می‌آورد که برابر است با تفاوت بین ارزش دلاری مقدار تحقق‌یافته و پایه مالیاتی دارنده که بر اساس ارزش دلار آمریکا تعیین می‌شود. این نوع مالیات (مالیات بر عایدی) همانند سهام برای ADR نیز یکسان است.

عایدی سرمایه کوتاه‌مدت

عایدی سرمایه کوتاه‌مدت برای مدت‌زمان یک سال و کمتر است و بستگی به این دارد که دارایی سرمایه‌ای تا چه مدت‌زمانی نگهداری شده است. مالیات بر عایدی سرمایه کوتاه‌مدت بر اساس نرخ‌های مالیات بر درآمد معمولی تعیین می‌شود. در سال ۲۰۱۳ این نرخ‌ها در بازه ۱۰ تا ۳۹/۶ درصد بود.

عایدی سرمایه بلندمدت

عایدی سرمایه بلندمدت برای مدت‌زمان بیش از یک سال است و برحسب نرخ‌های مالیات بر درآمد بلندمدت مشمول مالیات می‌شوند. مالیات بر عایدی سرمایه بلندمدت کمتر از نرخ‌های مالیات بر درآمد معمولی است. نرخ مالیات بر درآمد بلندمدت در بازه ۰ تا ۲۰ درصد است و بستگی به درآمد نهایی مشمول مالیات دارد.

ج) مالیات تکلیفی

شرکت خارجی ممکن است براساس قوانین و مقررات کشور داخلی مشمول مالیات تکلیفی باشد. در این شرایط مالیات تکلیفی به شرط برخی محدودیت‌های خاص قابل توجیه می‌باشد. شایان‌ذکر است که مالیات تکلیفی برای سهام شرکت‌های خارجی در بورس آمریکا موضوعیت ندارد.

۱ یکی از ارزیابی‌های اولیه برای شرکتی با عنوان QFC این است که ADR آن شرکت به راحتی در بازار بورس ایالات متحده قابل معامله باشد.

2 Qualified Foreign Corporations



د) مبادله ADR برای سهام عادی

مبادله ADR با سهام عادی و برعکس مشمول مالیات در درآمد نیست و سرمایه‌گذاران آمریکایی مشمول مالیات بر عایدی یا زیان این نوع معامله نیز نمی‌شوند.

➤ سرمایه‌گذار غیرآمریکایی

سود سهام

از آنجایی که ناشر سهام پایه، یک شرکت غیرآمریکایی می‌باشد، لذا درآمد حاصل از ADRها به عنوان درآمد منابع آمریکایی لحاظ نمی‌شود و در گزارش‌های مالیات آمریکا نمی‌آید و مالیات تکلیفی آمریکایی برای اشخاص غیرآمریکایی لحاظ نمی‌شود.

عایدی و زیان سرمایه

اگر یک فرد غیر ساکن آمریکا از فروش سهام یا هر اوراق بهادار آمریکایی، عایدی به دست بیاورد، عایدی وی معاف از مالیات در آمریکا است مگر اینکه وی به مدت حداقل ۱۸۳ روز در طول یک سال در آمریکا حضور داشته باشد. این معافیت برای عایدی بلندمدت (نگهداری بیش از یک سال دارایی) و کوتاه‌مدت صادق است. از سوی دیگر زیان ناشی از فروش چنین سرمایه‌گذاری نمی‌تواند سایر مالیات‌هایی که وی مشمول پرداخت آن‌ها است را خنثی کند. البته در زمینه معافیت‌ها، برخی استثناهایی نیز وجود دارد.

۳-۲-۵ فسخ ADR^۱

بسیاری از برنامه‌های ADR قابل فسخ هستند. لغو موافقت‌نامه ADR منجر به لغو کلیه اوراق سپرده‌شده می‌شود و در نتیجه موجب لغو پذیرش آن در بازاری که معامله صورت می‌گیرد می‌شود. این فسخ می‌تواند با نظر ناشر خارجی یا نهاد سپرده‌گذاری باشد اما عموماً با درخواست ناشر صورت می‌گیرد.

دلایل مختلفی در خصوص چرایی فسخ ADRها وجود دارد، با این اوصاف مهم‌ترین دلیل این است که ناشر خارجی به دنبال ادغام یا سازمان‌دهی مجدد است. در این شرایط، دارنده ADR به‌طور معمول، حداقل ۳۰ روز قبل از فسخ مطلع می‌شود. پس از اطلاع، دارنده ADR این گواهی‌ها را به نهاد سپرده‌گذاری تحویل و درازای آن اوراق بهادار پشتیبان (سهام پایه) را از نهاد سپرده‌گذاری تحویل می‌گیرد. وی حتی می‌تواند درازای تسلیم ADR بجای دریافت اوراق بهادار، بهای اوراق بهادار پشتیبان آن را دریافت کند. اگر دارنده ADR درازای تسلیم گواهی خود، اوراق بهاداری (سهام) را دریافت کند، هیچ تضمینی بر مبادله این اوراق در بازار سرمایه اوراق بهادار آمریکا وجود ندارد.

در این شرایط دارنده سهام پایه باید یک کارگزاری که مشغول معامله در بازار محلی است را پیدا کند و از طریق وی سهام خود را به فروش برساند. اگر دارنده ADR کماکان پس از پایان مهلت فسخ، به نگهداری ADR ادامه بدهد، نهاد سپرده‌گذاری به نگهداری سهام پایه این‌گونه گواهی‌ها و دریافت سود سهام ادامه داده اما توزیع سود ADR را به وی متوقف می‌کند.

1. ADR termination



به‌طور معمول تا یک سال پس از تاریخ فسخ، نهاد سپرده‌گذاری نسبت به نقد کردن گواهی‌ها و پرداخت سود به مشتریان خود اقدام می‌کند. بسیاری از کارگزاران آمریکایی می‌توانند به نگهداری سهام خارجی ادامه بدهند اما ممکن است در معامله آن‌ها در بازار خارجی ناتوان باشند.

۳-۲-۶ عملکرد ADR

در حال حاضر، در سه بازار نیویورک، نزدک و بازار خارج از بورس، گواهی رسید سپرده شرکت‌ها از ۲۳ کشور توسعه‌یافته اروپایی، ۷ کشور توسعه‌یافته آسیا و اقیانوسیه، ۱۳ کشور منطقه آمریکای لاتین و کارائیب، ۷ کشور نوظهور آسیایی، ۸ کشور نوظهور اروپایی و ۸ کشور منطقه خاورمیانه و آفریقا پذیرفته شده است. لیست کامل کشورها به تفکیک منطقه جغرافیایی در پیوست «الف» ارائه شده است. علاوه بر تعداد کشورها، شرکت‌های زیادی از این کشورها اقدام به انتشار رسید سپرده در بازار سرمایه آمریکا کرده‌اند. به‌عنوان نمونه در حال حاضر رسید سپرده ۱۱۱ شرکت چینی در بورس‌های آمریکا در حال دادوستد است. همچنین رسید سپرده ۲۰۴ شرکت چینی در بازار خارج از بورس آمریکا در حال دادوستد است. لیست کامل این شرکت‌ها به تفکیک مشخصات در پیوست «ب» ارائه شده است.

بدون شک حضور شرکت‌های خارجی در بورس‌های آمریکایی علاوه بر دسترسی به بزرگ‌ترین بازار جهانی سرمایه، موجب شهرت جهانی این شرکت‌ها در بازارهای بین‌المللی می‌شود، با این وجود، شرکت‌های که ADR آن‌ها در بورس‌های اصلی نظیر نزدیک یا نیویورک معامله می‌شود بایستی الزامات مربوط به استانداردهای حسابداری و گزارشگری مربوط به شرکت‌های آمریکایی را بپذیرند، اما شرکت‌هایی که ADR آن‌ها در بازارهای خارج از بورس پذیرش می‌شود متعهد به الزامات سهل‌گیرانه‌تری هستند.

۳-۳ بورس هنگ‌کنگ

بورس هنگ‌کنگ دارای موقعیت استراتژیکی در میان بازارهای سهام آسیای شرقی است و به‌عنوان یک مرکز مالی مهم در هنگ‌کنگ، سرزمین اصلی چین و منطقه آسیا-پاسیفیک شناخته می‌شود. در این بین با توجه به عدم توسعه گسترده بازار رسید سپرده در بورس‌های این منطقه، بازار رسید سپرده هنگ‌کنگ (HDR^۱) نقش مهمی در بازارهای سرمایه این منطقه دارد. البته کشور چین نیز پس از آنکه در سال ۲۰۰۷ با انتشار سهام شرکت‌های خارجی در بورس داخلی موافقت کرد، در حال حاضر نیز به نظر می‌رسد این کشور به دنبال ایجاد چارچوبی برای انتشار رسید سپرده چین (CDR^۲) در این کشور باشد.

پذیرش چندگانه در هنگ‌کنگ به دهه ۱۹۸۰ برمی‌گردد زمانی که بسیاری از شرکت‌های سرزمین اصلی (MRFs^۳) چین در بورس هنگ‌کنگ پذیرش شده بودند. سهام شرکت‌های چینی که در بورس هنگ‌کنگ پذیرش می‌شوند در دو گروه پذیرش مستقیم و پذیرش غیرمستقیم (که الزاماً به معنای رسید سپرده نیست) قابل تفکیک

1. Hong Kong Depositary Receipt
2. China Depositary Receipts
3. Mainland-related firms



هستند. پذیرش مستقیم به پذیرش شرکت‌های ثبت شده در سرزمین اصلی چین اشاره دارد. سهام این شرکت‌ها تحت عنوان سهام H نامیده می‌شوند که پیش از انتشار، باید سهام آنها در بازار سرمایه چین ثبت شده باشد و مورد تأیید کمیسیون تنظیم مقررات اوراق بهادار چین (CSRC^۱) باشند. شرکت‌های که در سهام آنها در بورس نیویورک و لندن ثبت شده، در صورت پذیرش در بورس هنگ‌کنگ به ترتیب سهام N و سهام L نامیده می‌شوند.

در خصوص پذیرش غیرمستقیم می‌تواند گفت انواع مختلفی از پذیرش‌های غیرمستقیم در هنگ‌کنگ وجود دارد. به‌عنوان نمونه می‌توان به "تراشه قرمز^۲" اشاره کرد. تراشه قرمز سهام شرکت‌هایی است که هم در خارج از سرزمین اصلی چین پذیرش شده‌اند و هم در هنگ‌کنگ یا مناطقی که به اصطلاح "مناطق گریز از مالیات^۳" نامیده می‌شود (مانند جزایر سایمون یا برمودا).

چارچوب رسید سپرده هنگ‌کنگ در می ۲۰۰۸ شروع و در جولای همان سال به مرحله اجرا رسید. این رسیده‌ها به‌منظور پذیرش بیشتر شرکت‌های خارجی در بورس بود.

۳-۳-۱ مشخصات HDR

مدل رسید سپرده هنگ‌کنگ از سوی شرکت خدمات مالی هنگ‌کنگ (HKEX^۴) ارائه شده است. براساس این مدل یک ناشر مجبور نیست که قبل از انتشار HDR در بورس هنگ‌کنگ، در یک بورس دیگر پذیرش شود. ناشرانی که تمایل به انتشار HDR در بورس هنگ‌کنگ دارند، مکلف به رعایت همان الزامات هستند که برای سهام وجود دارد. مشخصه‌های اصلی HDR به ترتیب زیر ارائه شده است:

- الزامات پذیرش و تعهدات مربوط به HDR مشابه مقررات پذیرش سهام می‌باشد.
- ناشران می‌توانند HDRها را به سرمایه‌گذاران خرد نیز عرضه کنند.
- HDRها بدون محدودیتی قابل انتقال می‌باشند.
- فرایند معامله، تسویه و پایاپایی HDRها همانند سهام است.
- هزینه معامله و سایر کارمزدها همانند سهام است.
- کارمزد تمبر مالیاتی^۵ همانند سهام است.
- HDRها به دلار آمریکا یا دلار هنگ‌کنگ قابل معامله و تسویه هستند.

1. The China Security Regulatory Commission

2. Red Chip

3 Tax havens

4. Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

شرکت خدمات مالی (معاملات و پایاپایی) هنگ‌کنگ در سال ۲۰۰۰ راه‌اندازی شد و در حال حاضر اپراتور و برگزار کننده بازار بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ می‌باشد.

5. Stamp duty



۳-۳-۲ چارچوب حقوقی HDR

چارچوب مقرراتی حاکم بر انتشار و دادوستد HDR در بخش زیر ارایه شده است. برای انتشار HDR ناشر بایستی الزامات موجود در "بیانیه مشترک مرتبط با پذیرش شرکت‌های خارجی"^۱ مصوبه هفتم مارس ۲۰۰۷ کمیسیون معاملات آتی و اوراق بهادار (SFC)^۲ را احراز کند.

الف) نهادهای نظارتی

- کمیسیون معاملات آتی و اوراق بهادار
- شرکت خدمات مالی (معاملات و پایاپایی) هنگ کنگ
- شرکت بورس اوراق بهادار هنگ کنگ^۳
- اتاق پایاپایی^۴

ب) قوانین

- مقررات پذیرش
- مقررات عمومی سامانه تسویه و پایاپایی (مقررات CCASS)
- فرآیندها و رویه‌های عملیاتی CCASS
- شرایط مشارکت برای سرمایه‌گذاری در راه‌اندازی رسید سپرده

پذیرش سهام از طریق HDR منوط به انطباق با "مقررات پذیرش بازار اصلی"^۵ است. فصل ۸ "مقررات پذیرش بازار اصلی" شرایط پذیرش ناشر را براساس معیارهایی نظیر سودآوری، ارزش بازاری، درآمد، جریان نقدی و... توضیح می‌دهد. فصل ۱۹ این مقررات نیز بطور خاص به HDR می‌پردازد. براین اساس مقررات کشور مبدأ (کشوری که شرکت در آن واقع شده است) بایستی با معیارهای صلاحیت ناشر و کسب رضایت (برای انتشار رسید سپرده در هنگ کنگ) مطابقت داشته باشد. به عبارتی صلاحیت ناشر از سوی مقامات ناظر آن در کشور مبدأ مورد تأیید قرار گیرد و پذیرش رسید سپرده آن شرکت در بورس هنگ کنگ با رضایت مقامات کشور مبدأ همراه باشد.

۳-۳-۳ الزامات پذیرش و دادوستد HDR

در بورس هنگ کنگ، مقررات پذیرش، درج، فرآیند پذیرش و تعهدات مربوطه در HDR دقیقاً مشابه مقررات سهام است. بورس هنگ کنگ به ناشر خارجی این اختیار را می‌دهد که با احراز یکی از سه معیار ارزیابی برای صلاحیت (اعم از، ارزیابی ارزش بازاری/درآمد، ارزیابی سودآوری و ارزیابی جریان نقدی/درآمد/ ارزش بازاری) اقدام به انتشار رسید سپرده در بورس هنگ کنگ کند. درواقع ناشر می‌تواند به اختیار خود با تأمین یکی از معیارهای سه‌گانه فوق، اقدام به انتشار HDR در بورس هنگ کنگ کند. در ادامه به تشریح هر یک از این الزامات پرداخته می‌شود:

1. The Joint Policy Statement Concerning the Listing of Overseas Companies

2. Securities & Futures Commission

3. The Stock Exchange of Hong Kong Limited

4. Clearing House

5. Main Board Listing Rules

(۱) معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد

- ثبت حداقل ۳ سال مالی سابقه معامله^۱
- تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر
- تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر
- ارزش بازاری حداقل ۴۰۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ (HK\$) در زمان پذیرش
- و حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده

(۲) معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد/ جریان نقدی

- ثبت حداقل ۳ سال مالی سابقه معامله^۲
- تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر
- تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر
- ارزش بازاری حداقل ۲۰۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ (HK\$) در زمان پذیرش
- حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده
- برخورداری از جریان نقدی مثبت حداقل ۱۰۰ میلیون دلار هنگ کنگ از فعالیت‌های عملیاتی طی سه سال مالی اخیر

(۳) معیار ارزیابی سودآوری

- ثبت حداقل ۳ سال سابقه معامله^۳
- برخورداری از حداقل ۲۰ میلیون دلار هنگ کنگ به عنوان سود قابل پرداخت به سهامداران در آخرین سال مالی
- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ کنگ به عنوان سود قابل پرداخت به سهامداران در دو سال مالی پایانی
- تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر
- تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر

در ادامه به مهم‌ترین الزامات رسید سپرده در بورس هنگ کنگ براساس قوانین و مقررات آن پرداخته می‌شود:

اصول اولیه

- بر اساس ماده (19B.03)، نهاد سپرده‌گذار نباید یکی از موارد زیر باشد:
 - شریک یا یک نهاد وابسته به ناشر
 - سهامدار کنترلی
 - سهامدار بنیادی

1. trading record
2. trading record
3. trading record



— عدم صلاحیت فعالیت براساس قانون مجازات کشور.

• براساس ماده (19B.04) نهاد سپرده‌گذاری که اقدام به انتشار رسید سپرده می‌کند به‌عنوان "عامل ناشر" شناخته می‌شود. نهاد سپرده‌گذاری، سهام پایه رسید سپرده را با هدف منتفع نمودن دارندگان رسید از عایدی سهام نگهداری می‌کند. ناشر بایستی اطمینان کاملی از عملکرد نهاد سپرده‌گذاری براساس تعهدات مندرج در توافقنامه سپرده‌گذاری و قوانین پذیرش بورس در قبال حقوق دارندگان رسید سپرده داشته باشد.

• براساس ماده (19B.06) رسید سپرده ممکن است براساس سهام جدید منتشر شود و یا براساس سهامی که از سوی سهامداران موجود سپرده شده باشد و از ناشر خواسته شود تا به پشتوانه آن، اقدام به انتشار رسید سپرده کند. همچنین سهامی که به پشتوانه آن، رسید سپرده منتشر می‌شود، نمی‌توان براساس آن مجدداً رسید سپرده دیگری منتشر کرد.

• براساس ماده (19B.08) محدودتی در خصوص تبدیل سهام پایه به رسید سپرده وجود ندارد. براساس این ماده الزامات شناوری که برای کلیه طبقه‌های سهام وجود دارد، مشمول رسید سپرده‌ها (به پشتوانه سهام سپرده شده) نیز است^۱. به‌عنوان مثال فرض نمایید الزامات شناوری سهام ۲۵ درصد باشد. حال اگر شرکتی به تعداد ۲۰۰ سهام از ۱۰۰۰ سهام به عموم عرضه کرده باشد و همچنین ۵۰ رسید سپرده (به پشتوانه ۵۰ سهام سپرده شده) نیز منتشر کرده باشد میزان شناوری آن برابر است با:

$$\frac{200 + 50}{1000} = \%25$$

رسید سپرده

• براساس ماده (19B.09) شرایط زیر جهت پذیرش رسید سپرده ضروری است:

الف) رسید سپرده بایستی آزادانه قابل انتقال باشد.

ب) سهامی که به پشتوانه آن، رسید سپرده منتشر می‌شود بایستی عاری از هرگونه تصرف باشد^۲ و محدودیتی بر روی حق انتقال به نهاد سپرده‌گذاری وجود نداشته باشد.

• بر اساس ماده (19B.10) قوانین و مقررات کشوری که شرکت ناشر در آن ثبت شده است، نباید تضادی با قوانین هنگ‌کنگ و قوانین پذیرش بورس اوراق بهادار در خصوص حقوق سهامداران یا دارندگان رسید سپرده داشته باشد.

1. Public float requirement applies to whole class of shares represented by HDRs provided fungible with HDRs.

2 Free from all liens



ناشر

- بر اساس ماده (19B.11) ناشر بایستی متعهد به کلیه قوانین کشور محل استقرار بنگاه اقتصادی یا قوانین که بر اساس اساسنامه شرکت در نظر گرفته شده باشد.
- بر اساس ماده (19B.12) ناشر باید رضایت مقامات محل استقرار شرکت را برای پذیرش رسید سپرده کسب کند.
- بر اساس ماده (19B.13) ناشر نیازی به معرفی مسئول ثبت رسید سپرده در هنگ کنگ برای سهام پایه نگهداری شده ندارد. باین حال ناشر باید اطمینان حاصل کند که نهاد سپرده گذاری از طریق مسئول ثبت سهام (مورد تأیید بورس هنگ کنگ) اقدامات مربوط به ثبت رسید سپرده و انتقال رسید سپرده را بر عهده داشته باشد. در هنگ کنگ، فقط رسید سپرده ثبت شده امکان معامله در بورس را دارد.

نهاد سپرده گذاری

- بر اساس ماده (19B.15) نهاد سپرده گذاری بایستی یک موسسه مالی منضبط و مورد تأیید بورس باشد. در ارزیابی نهاد سپرده گذاری، بورس هنگ کنگ بایستی سابقه نهاد سپرده گذاری را در انتشار و مدیریت برنامه های رسید سپرده در هنگ کنگ و خارج از هنگ کنگ مورد بررسی قرار دهد.

توافقنامه سپرده گذاری

- بر اساس ماده (19B.16) توافقنامه سپرده گذاری بایستی بر اساس فرم مورد تأیید بورس هنگ کنگ باشد. مفاد این توافقنامه بایستی توسط ناشر و نهاد سپرده گذاری اجرا شود. بر اساس توافقنامه، نهاد سپرده گذاری به عنوان وکیل نگه دارندگان رسید سپرده، به دنبال حفظ منافع آنها (از کلیه حقوق و عایدی ناشی از سهام پایه) با دریافت یک هزینه (کارمزد) منصفانه تلقی می شود. در این توافق نامه، نهاد سپرده گذاری بایستی بدون محدودیت موارد زیر را تأمین کند:

الف) انتصاب نهاد سپرده گذاری از سوی ناشر به عنوان نماینده وی مطابق با توافقنامه سپرده گذاری.
 ب) رسیدگی به وضعیت رسیده های سپرده به عنوان ابزاری که معرف مالکیت بر سهامی که از سوی ناشر نزد سپرده گذار، سپرده شده است.

ج) رسیدگی به وضعیت نگه دارندگان رسید سپرده به عنوان مالکان حقوقی سهام پایه بدون تعصب نسبت به حقوق ناشر

د) برعهده گرفتن نقش سپرده گذاری برای انتشار رسید سپرده به عنوان عامل ناشر و ایجاد ترتیبی برای سپرده سهامی که به واسطه آن، رسید سپرده منتشر می شود.

ه) انجام وظایف سپرده گذاری اعم از حفظ ارتباط با مسئول ثبت دارندگان رسید سپرده برای انتقال رسید سپرده، ابطال رسید سپرده، برداشت از سهام پایه (در زمان ابطال رسید سپرده)

ح) انتصاب امین (سپرده گذار محلی) جهت سپرده گذاری سهام پایه



خ) انتشار و ثبت رسید سپرده پس از سپرده‌گذاری سهام از سوی ناشر

ج) ابطال رسیدهای تحویل داده‌شده از سوی صاحبان رسید سپرده و تبدیل آن به سهام پس از کسر هزینه‌های مربوط به مالیات و کارمزد.

خ) تعیین دقیق حقوق و فرآیندهای اجرایی توزیع وجوه نقدی، توزیع سود سهام، مسائل مربوط به حقوق قانونی صاحبان رسید سپرده و هرگونه توزیع وجوه مرتبط با سهام که در توافقنامه سپرده‌گذاری قید شده است.

ز) تبدیل سود پرداختی به نرخ‌های خارجی بر اساس نرخ بازاری.

ر) اطلاع‌رسانی به صاحبان رسید سپرده در خصوص جلسات مجامع و انتقال حق رأی صاحبان رسید سپرده در خصوص موارد نیاز به رأی سهامداران.

م) متناسب‌سازی تعداد رسید سپرده به سهام پایه در صورت تقسیم سهام، تقویت سهام یا هرگونه طبقه‌بندی جدید سهام از سوی ناشر.

ن) اعمال رویه‌هایی که نهاد سپرده‌گذاری در ارتباط مستقیم با ناشر برای صاحبان رسید سپرده انجام می‌دهد نظیر اطلاع‌رسانی، انتشار گزارش‌های، توزیع برگه‌های رای دهی و هر وسیله ارتباطی ارسالی توسط ناشر به سهامداران و...

ل) پیگیری فرآیند انتشار رسید سپرده جدید در صورتی که گواهی‌های رسید سپرده مفقود، سرقت، نابود و... باشند.

س) تعهد به دارندگان رسید سپرده در خصوص پرداخت هزینه‌هایی نظیر مالیات و سایر عوارض مربوطه. تعهد به ناشر، یا هر مقام ناظر در خصوص شفاف‌سازی مالکیت رسید سپرده

ش) شفاف‌سازی اقلام مربوط به کارمزدها و مخارج پرداختی که بایستی از سوی صاحبان رسید سپرده به سپرده‌گذار و امین محلی پرداخت شود.

ص) تعیین فرآیندهایی که بر اساس آن نهاد سپرده‌گذاری یا سپرده‌گذاری محلی با رضایت ناشر، جایگزین یا حذف می‌شوند. جایگزین یا حذف نهاد سپرده‌گذاری یا امین محلی بایستی قبل از اعمال با اطلاع‌رسانی دقیق به صاحبان رسید سپرده صورت پذیرد.

ی) اعمال رویه‌های اصلاح توافق‌نامه که نیاز به موافقت صاحبان رسید سپرده دارد و این امر موجب حفظ حقوق آن‌ها می‌شود.

ک) انطباق قوانین حاکم بر توافقنامه سپرده‌گذاری با قوانین هنگ‌کنگ یا حوزه قضایی نزدیک به آن. در واقع توافقنامه سپرده‌گذاری نباید حاوی مفادی باشد که مانع از انتقال طرفین به دادگاه هنگ‌کنگ جهت حل دعاوی باشد.

سایر تعهدات

- بر اساس ماده (19B.17) ناشر مسئول عملکرد مناسب نهاد سپرده‌گذاری است. ناشر تضمین می‌کند که پیش از تغییر نهاد سپرده‌گذاری، اطلاعیه آن را به دارندگان رسید سپرده رسانده باشد. و همچنین باید رضایت دارندگان رسید سپرده برای تغییر بندهای توافق‌نامه سپرده‌گذاری (شامل تغییر در حقوق و تعهدات دارندگان رسید و کارمزد و هزینه‌های پرداختی به سپرده‌گذار) را بگیرد.

- بر اساس ماده (19B.18) ناشر بایستی قبل از تغییر امین محلی، اقدام به صدور اطلاعیه‌ای در این زمینه کند.

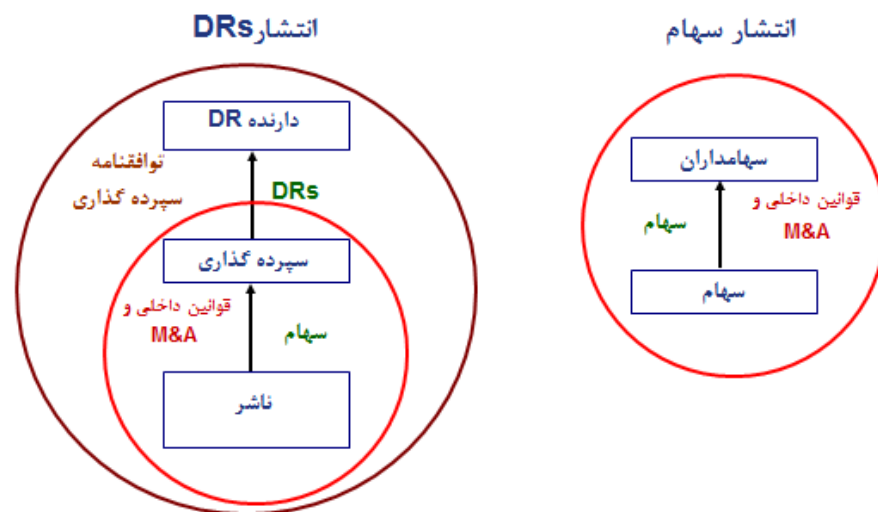
معامله و تسویه

- بر اساس ماده (19B.19) ناشر باید تضمین کند که شرایط نهاد سپرده‌گذاری (به نمایندگی از وی) با قوانین "معامله و تسویه" فصل ۱۳ قوانین پذیرش بورس^۱ بدون پرداخت هزینه اضافی به سپرده‌گذاری مطابقت دارد.
- بر اساس ماده (19B.21) اگر رسید سپرده توسط ناشر خریداری شود، ناشر باید این اوراق را به سپرده‌گذاری تحویل بدهد. سپرده‌گذاری ضمن ابطال این اوراق ترتیباتی را می‌دهد که سهام پایه این اوراق به ناشر برگردد و این سهام باید از سوی ناشر ابطال گردد.

۳-۳-۴ فرآیند انتشار HDR

در ادامه برخی چارچوب‌های انتشار، معامله، اعمال حق رأی و... برای بورس هنگ‌کنگ ارائه می‌شود. شکل (۷) تفاوت انتشار رسید سپرده و سهام در چارچوب قوانین و مقررات بورس هنگ‌کنگ را نشان می‌دهد.

شکل (۷): تفاوت انتشار سهام با رسید سپرده در بورس هنگ‌کنگ



انتشار سهام بر اساس قوانین داخلی و ادغام و تملک (M&A) است. اما انتشار رسید سپرده علاوه بر قوانین مذکور بر اساس توافق‌نامه سپرده‌گذاری است.

انتشار رسید سپرده علاوه بر سهام می‌تواند به پشتوانه اوراق با درآمد ثابت و ETF نیز باشد. البته در بورس هنگ‌کنگ، این اوراق صرفاً به پشتوانه سهام منتشر می‌شوند. فرآیند معامله، تسویه و پایایی HDR، کارمزدها و

1. Chapter 13 of the Exchange Listing Rules



کارمزد تمبر مالیاتی دقیقاً مشابه سهام است. همچنین رژیم پذیرش و انتشار رسید سپرده مانند انتشار سهام خارجی است.

عرضه اولیه رسید سپرده به پشتوانه موارد زیر است:

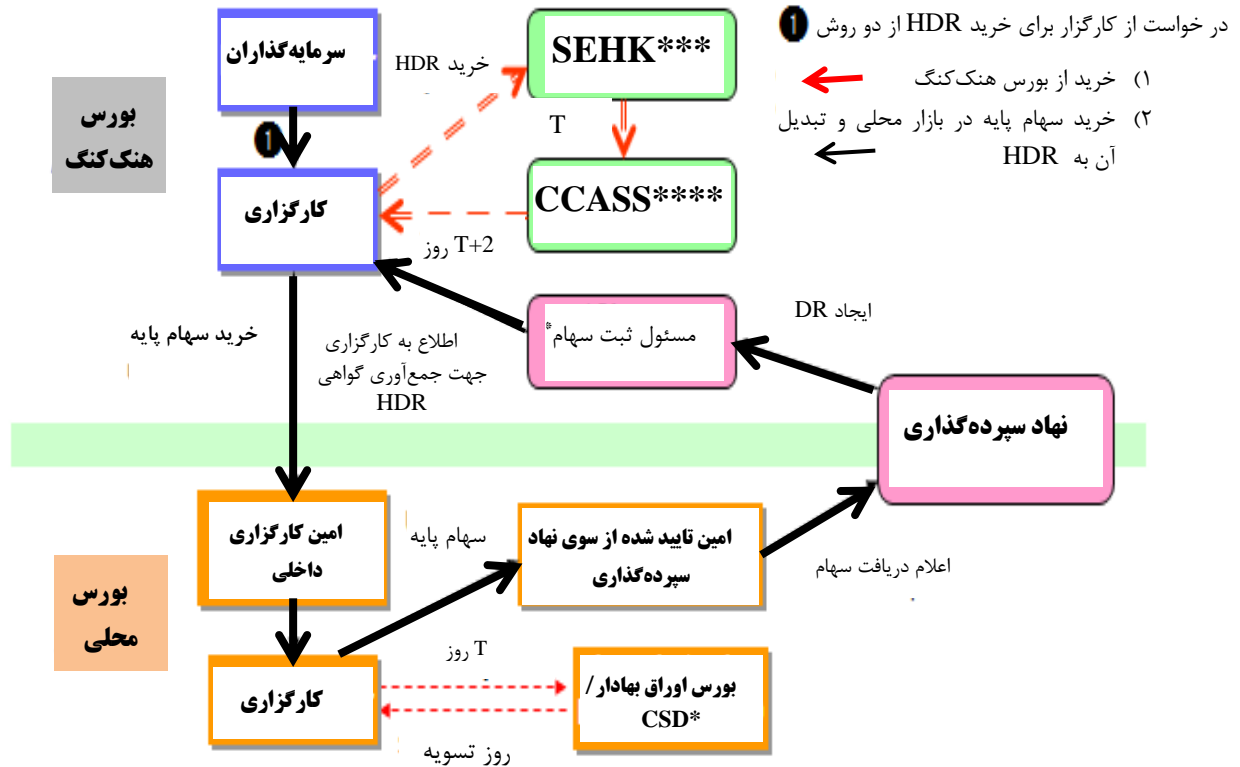
۱. انتشار رسید سپرده به پشتوانه انتشار سهام جدید

۲. انتشار رسید سپرده به پشتوانه سهام موجود

با توجه به موارد بیان شده می‌توان به این نتیجه رسید که الزامات انتشار HDR و سهام خارجی در بورس هنگ کنگ مشابه یکدیگر می‌باشند.

فرآیند ایجاد و انتشار رسید سپرده هنگ کنگ به صورت شکل (۸) می‌باشد:

شکل (۸): فرآیند ایجاد و انتشار رسید سپرده هنگ کنگ



منبع: HONG KONG Stock Exchange

*سپرده‌گذاری مرکزی^۱

*مسئول ثبت سهام^۲، مسئولیت ثبت و امین HDRها را دارد.

***شرکت بورس اوراق بهادار هنگ کنگ^۱

1. Central Securities Depository (CSD)
2. Share Registrar

**** سامانه تسویه و پایاپایی^۲

همان‌گونه که از نمودار فوق مشاهده می‌گردد، آربیتراژ بین رسید سپرده هنگ‌کنگ با سهام در بازار محلی محدودتی ندارد. علاوه بر این سرمایه‌گذاران می‌توانند از دو طریق اقدام به خرید HDR کنند:

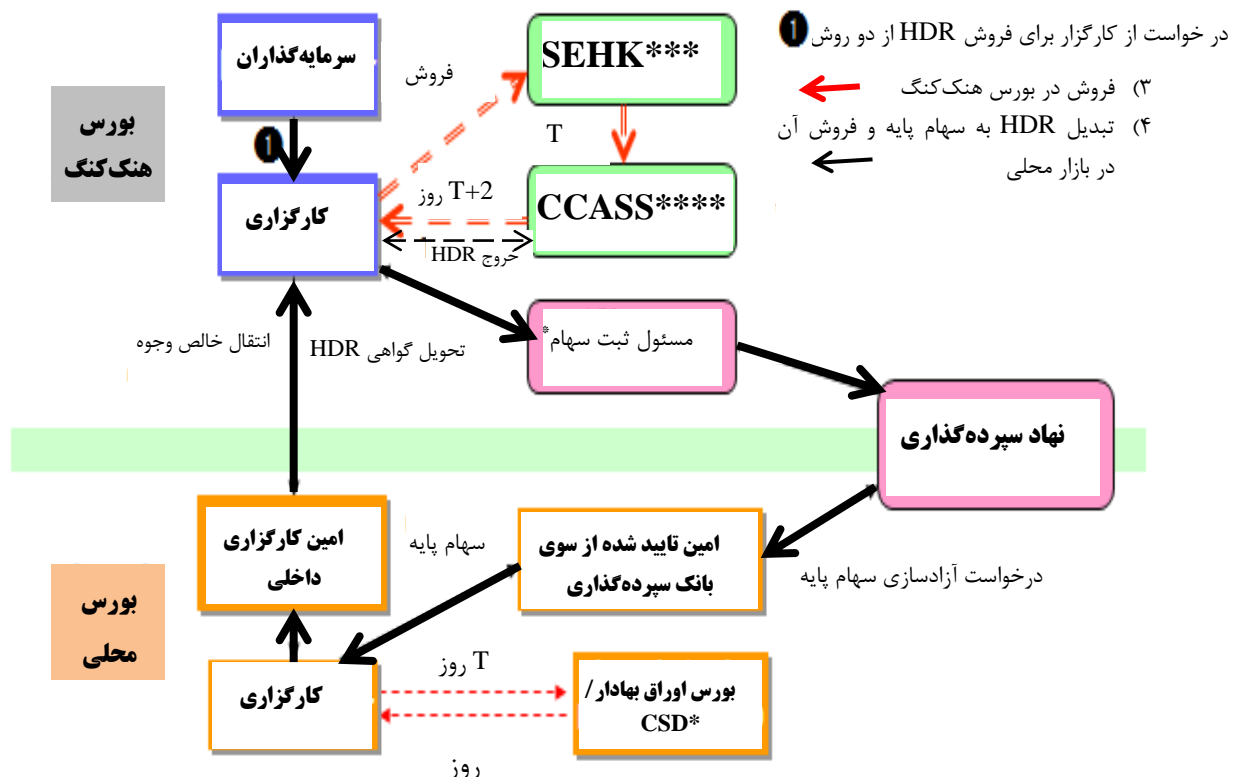
- خرید HDR در بورس هنگ‌کنگ

- خرید سهام پایه در بورس خارجی و تبدیل آن به HDR از طریق نهاد سرمایه‌گذاری و سایر نهادهای مربوطه.

۳-۳-۵ فرآیند ابطال HDR

شکل (۹) فرآیند ابطال رسید سپرده هنگ‌کنگ را نشان می‌دهد:

شکل (۹): فرآیند ابطال رسید سپرده هنگ‌کنگ



منبع: HONG KONG Stock Exchange

1. The Stock Exchange of Hong Kong Limited (SEHK)
2. Central Clearing and Settlement System (CCASS)



همانند بخش انتشار و خرید، سرمایه‌گذاران می‌توانند از دو طریق اقدام به فروش HDR کنند:

- (۱) فروش HDR در بورس هنگ‌کنگ
 - (۲) تبدیل HDR به سهام پایه و فروش آن در بازار محلی و انتقال وجوه از طریق کارگزاری
- مجموع کارمزدهایی که نهاد سپرده‌گذاری در قبال ارائه خدمات دریافت می‌کند شامل موارد زیر است:
- کارمزد انتشار
 - کارمزد ابطال
 - کارمزد توزیع نقدینگی
 - کارمزد توزیع سهام/ کارمزد اعمال حقوق
 - کارمزد سایر توزیع‌ها
 - کارمزد سالانه ارایه خدمات

۳-۳-۵ فرآیند انتقال حق رأی

فرآیند انتقال حق رأی دارندگان رسید سپرده (در صورت برخورداری از حق رأی مندرج در توافقنامه سپرده‌گذاری) به صورت زیر است:

(الف) قبل از برگزاری جلسه مجمع عمومی، اطلاعات مربوطه از طریق مسئول ثبت سهام به دارندگان HDR اعلام می‌گردد.

(ب) سپس مالک واقعی (ناشر) دستورالعمل‌های مربوطه را از طریق شرکت تسویه و پایاپایی محلی به شرکت پایاپایی هنگ‌کنگ (HKSCC¹) برای اعمال رأی از طرف آن‌ها یا حضور و رأی‌دهی در جلسه مجمع ارسال می‌کند.

(ج) شرکت تسویه و پایاپایی هنگ‌کنگ با دریافت دستورالعمل‌های مربوطه، آن‌ها را به نهاد سپرده‌گذاری ارایه می‌دهد.

(د) نهاد سپرده‌گذاری نیز موارد فوق را برای اقدامات بعدی به مسئول ثبت ارایه می‌دهد.

۳-۳-۶ عملکرد HDR

به اعتقاد بسیاری از کارشناسان بازارهای مالی شرق آسیا، بورس هنگ‌کنگ از محدودیت‌های سرمایه‌گذاری تحمیل‌شده در سرزمین اصلی چین (از تایوان تا چین) بهره‌برداری می‌کند. در این راستا بسیاری از شرکت‌های تایوانی برای مقابله با محدودیت‌های تحمیل‌شده در تایوان، در بورس هنگ‌کنگ پذیرش می‌شوند. با بررسی تعداد شرکت‌های خارجی پذیرش شده در بورس هنگ‌کنگ مشاهده می‌شود که بازار HDRها در بورس هنگ‌کنگ در سال‌های اخیر به موفقیت نسبی نائل شدند. بورس هنگ‌کنگ در می ۲۰۰۸ "مقررات پذیرش بازار اصلی" را ابلاغ و به شرکت‌ها اجازه پذیرش در بازار اصلی را داد. اولین HDR در سال ۲۰۱۰ از سوی یک شرکت برزیلی فعال در صنعت معدن (شرکت Vale of Brazil) منتشر شد که توانست با کمک جی.پی مورگان اولین HDR را راه‌اندازی

1. Hong Kong Securities Clearing Company Limited (HKSCC)



کند. پس از آن شرکت‌هایی از آمریکا (Coach DRS RS)، ژاپن (SBI Holdings-DRS) و برزیل (Vale Pref DRS) و (Vale Common DRS COMMON-DRS) در این بازار حضور یافتند.

در مجموع می‌توان گفت، بورس هنگ‌کنگ طی سال‌های گذشته مسیر رو به رشدی در انتشار رسید سپرده‌ها داشت. در این بورس الزامات انتشار رسید سپرده مشابه الزامات انتشار سهام است. در بورس هنگ‌کنگ محدودیتی در خصوص درصد مشارکت سرمایه‌گذاران وجود ندارد. برای انتشار رسید سپرده، فقط نیاز به ثبت یک سهام عادی خارجی است. این ویژگی فقط در این کشور وجود دارد و در سایر کشورهای موردبررسی وجود ندارد. بورس هنگ‌کنگ تنها کشور است که اجازه معاوضه "دو طرفه" رسید سپرده با سهام (و سهام با رسید) را می‌دهد. بورس هنگ‌کنگ به ناشر خارجی یک اختیاری برای انتخاب یکی از سه گزینه ارزیابی صلاحیت اعم از، ارزیابی ارزش بازاری/درآمد، ارزیابی سودآوری و ارزیابی جریان نقدی/درآمد/ ارزش بازاری می‌دهد.

۳-۴ بورس تایوان

رسید سپرده شرکت‌های خارجی که در بورس اوراق بهادار تایوان پذیرش می‌شوند، تحت عنوان رسید سپرده تایوان (TDR^۱) نامیده می‌شوند. در سال‌های اخیر، تایوان به یکی از محبوب‌ترین مقاصد ناشران خارجی در منطقه آسیا تبدیل شده است. آزادسازی بازار سرمایه تایوان و تغییر در قوانین حاکم بر پذیرش شرکت‌های خارجی در سال ۲۰۰۸ این اجازه را به شرکت‌های خارجی غیرتایوانی داد تا بتوانند در بازار سهام تایوان اقدام به پذیرش TDR کنند. در این دوره از دیگر عواملی که موجب جذابیت این بازار شد می‌توان به حضور خوشه‌های صنعتی با فناوری بالا^۲، نسبت‌های P/E مناسب شرکت‌های پذیرش شده و سطح نقدشوندگی بالای در این بازار اشاره داشت. به هر جهت پذیرش TDR به ناشران خارجی اجازه ورود به بازار سرمایه تایوان و دسترسی به این بازار پررونق مالی را می‌دهد.

۳-۴-۱ چارچوب حقوقی TDR

در بورس تایوان ۸ قانون حاکم بر رسید سپرده به شرح زیر وجود دارد:

- قوانین شرکتی بورس اوراق بهادار حاکم بر بازنگری پذیرش اوراق بهادار^۳
- مقررات تکمیلی قوانین شرکتی بورس اوراق بهادار برای بازنگری پذیرش اوراق بهادار^۴
- قوانین مربوط به آیین دادرسی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای تأیید و افشای اطلاعات نهانی شرکت‌های پذیرفته شده^۵.
- قوانین مربوط به آیین دادرسی عملیاتی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای بازنگری پذیرش رسید سپرده تایوان^۶

1. Taiwan Depository Receipts

2. developed high-tech cluster

3. Taiwan Stock Exchange Corporation Rules Governing Review of Securities Listings

4. Supplementary Provisions to the Taiwan Stock Exchange Corporation Rules for Review of Securities Listings

5. Taiwan Stock Exchange Corporation Procedures for Verification and Disclosure of Material Information of Listed Companies

6. Taiwan Stock Exchange Corporation Operational Procedures for Review of Taiwan Depository Receipt Listings



- بازنگری عملیاتی بورس اوراق بهادار تایوان (TWSE¹) برای پذیرش اوراق بهادار منتشرشده توسط ناشر خارجی که بایستی مطابق با آیین نامه دادرسی عملیاتی آنها باشد.
- قوانین شرکتی TWSE حاکم بر قرارداد پذیرش رسید سپرده گذاری تایوان². این قوانین بر قراردادهای حاکم بین ناشر خارجی و نهاد سپرده گذاری برای پذیرش و انتشار TDR حکایت دارد.
- قوانین مربوط به آیین دادرسی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای بازنگری پذیرش اوراق بهادار³
- آیین نامه دادرسی عملیاتی برای بازنگری اوراق بهادار خارجی برای پذیرش از سوی شرکت بورس اوراق بهادار تایوان⁴

۳-۴-۲ الزامات انتشار TDR

کمیسیون بورس و اوراق بهادار، به عنوان مقام ناظر بورس اوراق بهادار تایوان، در سال ۱۹۹۲ قوانین حاکم بر انتشار رسید سپرده تایوان (TDR) را منتشر کرد. بر اساس ماده (۱۷) آئین نامه مذکور، TDR پذیرش شده در بورس تایوان براساس دلار جدید تایوان (TWD) تعیین می شود. در ادامه به برخی از مهم ترین الزامات مالی و افشاگری مربوط به قوانین انتشار TDR اشاره می گردد:

- شرکت متقاضی باید حداقل ۲۰ میلیون سهام منتشره داشته باشد یا ارزش بازار سهام آن حداقل ۳۰۰ میلیون TWD (معادل ۱۰ میلیون دلار آمریکا) باشد.
- در آخرین گزارش مالی شرکت، حقوق صاحبان سهام شرکت باید حداقل ۶۰۰ میلیون TWD (معادل ۲۰ میلیون دلار آمریکا) باشد.
- سود قبل از مالیات شرکت حداقل ۶ درصد حقوق صاحبان سهام در آخرین سال و حداقل ۳ درصد حقوق صاحبان سهام در دو سال مالی پایانی باشد.
- سود قبل از مالیات شرکت باید حداقل ۲۵۰ میلیون TWD (معادل ۸,۵ میلیون دلار آمریکا) در دو سال پایانی باشد.
- در زمان ارائه درخواست پذیرش، تعداد دارندگان TDR در تایوان نباید کمتر از ۱۰۰۰ دارنده باشد و سهامداران (بجز سهامداران بنیادی شرکت و هر سهامدار شرکتی که بیش از ۵۰ درصد مالکیت آن متعلق به این سهامداران بنیادی است) باید مالک حداقل ۲۰ درصد سهام (یا حداقل ۱۰ میلیون سهم) باشند.
- برای انتشار TDR، سهام ناشر خارجی باید بانام باشد و در بورس خارجی پذیرفته شده باشد یا در بازار اوراق بهادار توسط یک مرجع صلاحیت دار^۵ تأیید شده باشد.
- سهام پایه TDR می تواند یا قبلاً منتشر شده باشد یا سهام جدید باشد؛ با این وجود محدودیت حداکثری در خصوص مقدار منتشر شده وجود ندارد.

1. Taiwan Stock Exchange (TWSE)

2. Taiwan Stock Exchange Corporation Rules Governing Contracts for the Listing of Taiwan Depository Receipts

3. Taiwan Stock Exchange Corporation Procedures for Review of Securities Listings

4. The Operational Procedures for the Review of Foreign Securities for Listing by the Taiwan Stock Exchange Corporation

۵. مرجع صلاحیت دار لزوماً بورس داخلی ناشر نیست.



- دارنده TDR می‌تواند از نهاد سپرده‌گذاری درخواست بازخرید TDR و دریافت سهام را داشته باشد.
 - نهاد سپرده‌گذاری به درخواست دارنده TDR می‌تواند اقدام به بازخرید TDR و ارایه سهام کند یا می‌تواند TDR را در بازاری که این گواهی پذیرش شده بفروشد.
 - تبدیل سهام به TDR و فروش TDR در تایوان مجاز نیست.
 - نهاد سپرده‌گذار می‌تواند در زمان بازخرید رسید سپرده یا در صورت افزایش سرمایه (از سوی ناشر)، می‌تواند اقدام به انتشار TDR جدید کند.
 - بیانیه‌های مالی و اطلاعات مربوط به مدیران و سرپرستان تعیین‌شده بوسیله سهامداران نهادی و سهامداری که بیش از ۱۰ درصد سهام را نگه می‌دارند بایستی به‌صورت دوره‌ای افشا گردد.
- مقررات حاکم بر افشای اطلاعات براساس "قوانین مربوط به آیین‌نامه دادرسی شرکتی بورس اوراق بهادار تایوان برای تأیید و افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده" تعیین می‌شود. این مقررات، ناشر خارجی را ملزم به افشای اطلاعات نهانی بر اساس قوانین کشور محل حضور ناشر یا کشوری که رسید سپرده در آن پذیرش شده می‌کند.

۳-۴-۳ عملکرد TDR

در تایوان قوانین TDR در سال ۱۹۹۲ ابلاغ شد، اما اولین TDR در سال ۱۹۹۹ منتشر شد. در سال‌های اولیه از آنجایی که فقط شرکت‌های خارجی که سهم آن‌ها در بورس‌های معتبر پذیرش شده بود، مجاز به انتشار TDR بودند، روند انتشار تعداد رسید سپرده رونق چندانی نداشت. در این دوره شرکت‌هایی مجاز به انتشار TDR بودند که سهم آن‌ها در ۱۶ بورس معتبر زیر پذیرفته‌شده بود:

(۱) بورس نیورک (NYSE) (۲) بورس آمریکا (AMEX)، (۳) بورس NAZDAQ (۴) بورس لندن، (۵) دوپچه Borse AG (آلمان)، (۶) بورس ایتالیا، (۷) بورس تورنتو (۸) بورس استرالیا (۹) بورس توکیو (۱۰) بورس اوزاکا، (۱۱) بورس سنگاپور (۱۲) بورس مالزی (۱۳) بورس تایلند، (۱۴) بورس ژوهانسبورگ (۱۵) بورس هنگ‌کنگ و (۱۶) بورس کره. علاوه بر این الزامات سرمایه‌ای و سودآوری شرکت‌ها نیز تا حدود سخت‌گیرانه بود^۱.

اما به‌منظور جذاب کردن بازار رسید سپرده، دولت تایوان اقدام به اصلاح گام‌به‌گام قوانین و الزامات پذیرش TDR کرد. این اقدامات شامل حذف محدودیت حجم جابجایی پول از تایوان یا سرزمین اصلی چین (شامل کشورهای تایلند، ماکائو، هنگ‌کنگ، چین) (جولای ۲۰۰۸)، حذف این محدودیت که شرکت‌ها باید در بورس‌های مورد تأیید آن‌ها پذیرش شده باشند (سپتامبر ۲۰۰۸) و باز شدن درهای بورس اوراق بهادار تایوان بر روی سرمایه‌گذاران سرزمین اصلی چین (می ۲۰۰۹).

در سال ۲۰۰۹ کمیسیون نظارت مالی، آستانه اولین پذیرش شرکت‌های با فناوری بالا در بورس تایلند و بازار خارج از بورس (OTC) این کشور را کاهش داد که این امر انگیزه شرکت‌های های-تک (با فناوری بالا) خارجی برای حضور در بازار سرمایه تایلند را افزایش داد. علاوه بر این شرایط پذیرش مستقیم (انتشار سهام) شرکت‌های خارجی در بورس

۱. به عنوان نمونه حقوق صاحبان سرمایه بایستی بیش از ۲ میلیارد واحد پول داخلی (۶۸ میلیون دلار) باشد و سود قبل از کسر مالیات در ۲ سال پایانی بایستی مثبت و نباید کمتر از ۸ درصد حقوق صاحبان سهام برای این دوره باشد.



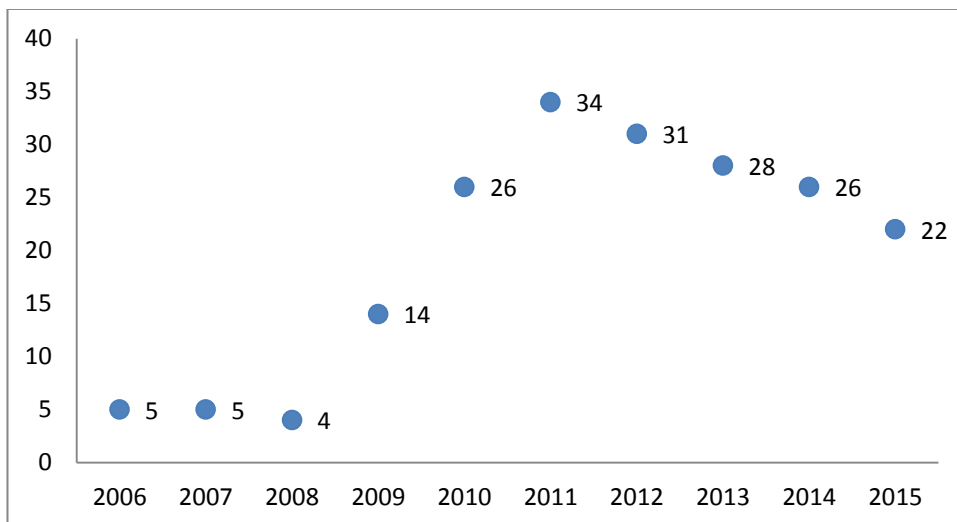
تایوان نیز فراهم شد. همچنین فاکتور دیگری که بر موفقیت TDRها تأثیر معنی‌داری داشت، امضای توافق‌نامه چارچوب همکاری اقتصادی متقابل (ECFA¹) با سرزمین اصلی چین در ژوئن ۲۰۱۰ بود. این اقدام منجر به تسریع دسترسی این کشور به منطقه آسیا-پاسیفیک شد. با این تغییرات، شرکت‌های مختلفی از چین، سنگاپور و هنگ‌کنگ اقدام به انتشار TDR در بازار سرمایه تایوان کردند. نکته قابل توجه دیگر، انتشار قابل توجه TDRها از سوی فعالان کسب‌وکار تایوانی حاضر در سرزمین اصلی چین بود. اقدام دولت تایوان به انتشار TDR موجب مهاجرت معکوس سرمایه به تایوان شد.

عامل دیگری که به‌طور قابل توجه بر محبوبیت TDRها بعد از سال ۲۰۰۶ تأثیر داشت، صدور مجوز معاملات اعتباری برای TDRها از سال ۲۰۰۶ بود. صدور این مجوز تأثیر مثبتی بر بازار TDRها داشت.

اما آنچه باید مورد توجه قرار داد اینکه اگرچه در ابتدا استقبال چندانی از TDRها از سوی شرکت‌های خارجی نشد اما دولت برای این منظور مجبور به کاهش الزامات پذیرش شد. کاهش الزامات پذیرش و تسهیل فرایند انتشار این رسیده‌ها نسبت به عرضه اولیه سهام، موجب رونق مطلوب بازار TDRها شد. شایان ذکر است که در بورس تایوان دامنه نوسانات قیمت TDRها همانند سهام در بازه ۱۰ درصد است. علاوه بر این فرآیند دادوستد، کارمزدها، تسویه و پایاپایی این رسیده‌ها مشابه سهام است.

با مروری بر روند پذیرش شرکت‌ها، اگرچه طرح TDR در سال ۱۹۹۲ معرفی شد، اما اولین TDR در سال ۱۹۹۹ منتشر شد و تا سال ۲۰۰۸ به ۴ مورد رسید. اما اعمال اصلاحات فوق‌الذکر از سوی نهادهای بازار و دولت تایوان موجب شد تا در سال ۲۰۰۹ تعداد TDR پذیرفته‌شده با رشد ۲۵۰ درصدی به ۱۴ مورد و در سال‌های ۲۰۱۰ و ۲۰۱۱ به ترتیب به ۲۶ و ۳۴ مورد افزایش یافت.

نمودار (۱): تعداد TDR پذیرش شده طی سال‌های ۲۰۰۶-۲۰۱۵



منبع: Taiwan Stock Exchange fact book 2011, 2016

1. Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement



جدول (۱۰): عملکرد TDR طی سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۱۵

سال	TDR تعداد	تعداد واحد پذیرش شده (میلیون)	ارزش بازاری (میلیون دلار جدید تایوان)
۲۰۱۱	۳۴	۳۶۱۳	۲۶۲۹۶
۲۰۱۲	۳۱	۳۲۸۸	۱۸۷۱۹
۲۰۱۳	۲۸	۲۷۳۸	۱۴۳۷۲
۲۰۱۴	۲۶	۲۷۵۷	۱۲۰۴۶
۲۰۱۵	۲۲	۲۴۸۹	۹۳۸۰

منبع: Taiwan Stock Exchange fact book 2011, 2016

در مجموع می‌توان گفت، کارمزدهای پذیرش پایین در بورس تایوان، بازار سرمایه این کشور را برای ناشران خارجی جذاب کرده است. قوانین مالیاتی تایوان برای رسید سپرده مشابه سهام است. تایوان یک پیشرو جهانی در حوزه فناوری اطلاعات است و بستر مناسبی برای جذب شرکت‌های این حوزه بشمار می‌آید. فرآیند پذیرش رسید سپرده در بورس تایوان سریع و ارزان است. البته با توجه به الزامات مربوط به سودآوری ناشر، می‌توان رسید سپرده تایوان را در گروه الزامات سخت‌گیرانه دسته‌بندی کرد.

۳-۵ بورس برزیل

مقامات بازار سرمایه برزیل، در سال‌های گذشته به تدریج بستر حضور بازارهای خارجی برای سرمایه‌گذاران داخلی را فراهم نموده و طی این سال‌ها تلاش کردند تا بستر حضور بازارهای سرمایه بین‌المللی را به برزیل باز کنند. رسید سپرده برزیل (BDR^۱) گواهی است که به نمایندگی از اوراق بهادار پذیرش شده شرکت‌های خارجی به وسیله یک نهاد سپرده‌گذاری در برزیل منتشر می‌شود. این اوراق در سال ۱۹۹۲ به منظور جذاب کردن بورس اوراق بهادار سائوپائولو برای سرمایه‌گذاران داخلی و شرکت‌های خارجی معرفی شد. در سال ۱۹۹۶، شورای ملی پول (CMN^۲) مقررات BDR را تصویب کرد و کمیسیون بورس اوراق بهادار برزیل (CVM^۳) و بانک مرکزی برزیل (Bacen) مقررات و سازوکار اجرایی انتشار BDR را ابلاغ کردند. شایان ذکر است که تنظیم مقررات و نظارت در بازارهای سرمایه برزیل از سوی سه ارگان شورای ملی پول، بانک مرکزی و کمیسیون بورس اوراق بهادار صورت می‌پذیرد. در سال ۲۰۰۰ مقررات BDR باهدف ترکیب بهترین استانداردهای بین‌المللی در چارچوب مقررات شرکت‌های بین‌المللی، فرمول‌بندی شد.

1. Brazilian Depository Receipts
2. National Monetary Council
3. Brazilian Securities and Exchange Commission



۳-۵-۱ انواع BDR

بر اساس قوانین و مقررات بازار سرمایه برزیل، BDR همانند ADR در دو گروه تضمینی و غیر تضمینی قرار می‌گیرد. در گروه تضمینی BDR در سه سطح و در گروه غیر تضمینی صرفاً در یک سطح امکان انتشار در بازار سرمایه برزیل را دارد.

جدول (۱۱): انواع BDR در بازار سرمایه برزیل

نوع BDR	تضمینی	غیر تضمینی
توضیحات	سطح یک: دسترسی به سرمایه گذران واجد شرایط بدون ثبت در بورس	سطح یک: دسترسی به سرمایه گذران واجد شرایط بدون ثبت در بورس
	سطح دو: الزام به ثبت و دسترسی به سرمایه گذران واجد شرایط	
	سطح سه: الزام به ثبت و عرضه عمومی	

منبع: BREZIL Stock Exchange

"BDR غیر تضمینی سطح یک" در بازار خارج از بورس^۱ (OTC) پذیرش و در سامانه معاملات الکترونیکی اوراق بهادار (تحت عنوان^۲ Mega Bolsa) در بورس معامله می‌شود. از سوی دیگر BDR تضمینی سطح دو و سه در بورس اوراق بهادار سائوپائولو (BM&FBOVESPA^۳) تحت همان سامانه معامله می‌شود. در چارچوب انتشار BDRهای تضمینی، نهاد سپرده‌گذاری از طریق عقد یک قرارداد با ناشر درازای دریافت هزینه رایج خدمات مربوط به BDR، اقدام به انتشار و انجام امور مربوطه می‌کند. برنامه BDR در سه سطح یک، دو و سه طبقه‌بندی می‌شود. نهاد سپرده‌گذاری مسئول سازمان‌دهی آغاز برنامه BDR در بازار سرمایه برزیل اعم از پذیرش این رسید در بورس اوراق بهادار/ بازار خارج از بورس و سامانه معاملات الکترونیکی (در موارد لازم) است. همچنین هماهنگ‌کننده توزیع عایدی‌های مربوط به سهام پایه (سود سهام، پاداش و سایر پرداختی‌ها) در بورس برزیل و همچنین انتشار اطلاعات برنامه و انتشار اطلاعات مربوط به ناشر که به پشتوانه سهام آن، BDR منتشر خواهد شد. در ادامه به تشریح هر یک از انواع BDRها پرداخته می‌شود.

۱. BM&FBOVESPA's OTC

۲. Mega Bolsa یک سامانه معاملاتی الکترونیکی با عملکرد بالا است که ۹۹/۵ درصد سفارشات در کمتر از ۱ ثانیه به سیستم ارسال می‌کند.

۳. BM&FBOVESPA به عنوان بورس اوراق بهادار سائوپائولو نامیده می‌شود و به عنوان مهمترین نهاد واسطه‌ای برزیلی برای معاملات بازار سهام، اوراق بهادار، کالایی و معاملات آتی در برزیل بشمار می‌آید. در این سامانه علاوه بر BDRها، سهام، صندوق‌های قابل معامله (ETF) نیز معامله می‌شوند.



۳-۵-۱-۱ برنامه BDR سطح یک

ساده‌ترین روش حضور شرکت‌های خارجی در بازار سرمایه برزیل انتشار BDR سطح یک می‌باشد. معاملات BDR سطح یک در بازار غیرمتشکل^۱ OTC صورت می‌گیرد و فقط سرمایه‌گذاران واجد شرایط^۲ مجاز به خرید و دادوستد آنها هستند. شرکت‌هایی که BDR سطح یک را انتخاب می‌کنند از موارد زیر معاف هستند:

الف) ثبت نزد مقام ناظر بازار اوراق بهادار

ب) ارائه اطلاعات درباره شرکت خود و هرآن چه بوسیله قانون در آن کشور الزامی است.

۳-۵-۱-۲ برنامه BDR سطح دو

شرکت‌هایی که از طریق BDR سطح دو اقدام به پذیرش چندگانه در بورس برزیل می‌کنند، ملزم به ثبت نزد مقام ناظر بازار اوراق بهادار برزیل هستند و گواهی آنها می‌تواند در بورس اوراق بهادار، بازارهای OTC متشکل^۳ یا سیستم‌های معاملات الکترونیکی معامله شود.

۳-۵-۱-۳ برنامه BDR سطح سه

شرکت‌هایی که برای این سطح درخواست می‌دهند ملزم به ثبت نزد مقام ناظر بازار اوراق بهادار برزیل برای درج معاملات در بازار بورس اوراق بهادار، بازارهای OTC متشکل یا سیستم‌های معاملات الکترونیکی معامله هستند. در برنامه سطح سوم امکان عرضه عمومی رسید سپرده به کلیه سرمایه‌گذاران وجود دارد.

۳-۵-۲ چارچوب قانونی BDR

نهادهای ناظر بر تنظیم مقررات مربوط به BDR عبارتند از:

- شورای ملی پول (CMN)
- بانک مرکزی برزیل
- کمیسیون بورس و اوراق بهادار برزیل (CVM)

قوانین حاکم بر BDR از سوی کمیسیون بورس اوراق بهادار برزیل شامل دو دستورالعمل زیر است:

- دستورالعمل CVM شماره ۳۳۱
- دستورالعمل CVM شماره ۳۳۲

۱. در بازارهای غیرمتشکل OTC معاملات تحت نظارت نهادهای مدیریت بازار نیست و بوسیله یک نهاد مالی که در چارچوب بازار اوراق بهادار برای توزیع و عرضه اوراق بهادار مشارکت می‌کند، صورت می‌پذیرد.

۲. سرمایه‌گذاران واجد شرایط، موسسات مالی مجاز از سوی بانک مرکزی برزیل، شرکت‌های حامی (sponsoring company) و توابع آنها، شرکت‌های کارگزاری بیمه، شرکت‌های پسانداز سرمایه و سازمان‌هایی که خالص ثروت آنها بیش از ۲/۸۱۶۹ میلیون دلار آمریکا یا سبد اوراق بهادار آنها بیش از ۲۸۰۴۲۶ دلار می‌باشد.

۳. در بازارهای متشکل OTC معاملات تحت نظارت نهادهای مدیریت بازار است همچون بورس اوراق بهادار که فعالیت آن تحت نظارت کمیسیون بورس و اوراق بهادار برزیل است.



دستورالعمل CVM شماره ۳۳۲ مربوط به BDRهای سطح دو و سه می‌باشد. ماده ۳ این دستورالعمل تصریح می‌کند که برای ثبت، شرکت‌ها نیاز به تعیین یک نماینده حقوقی مستقر در برزیل هستند. وظیفه نماینده حقوقی شامل ارسال اطلاعات ذکرشده در ماده ۵ به CVM، به‌روزرسانی اطلاعات مربوط به ثبت و افشاسازی اطلاعات مربوطه (مطابق با اساسنامه، سودآوری، مخارج و...) به کلیه بازارهایی که در آن مشارکت دارد. ماده ۱۲ نماینده حقوقی را ملزم به ارائه صورت‌های مالی تلفیقی افشاء شده در سایر کشورها یا بازارها، سوابق سالانه، صورت‌جلسه مجمع عمومی سالانه و غیره می‌کند. پیش‌نیاز دیگر برای هر شرکتی که تمایل به مشارکت در برنامه BDR دارد این است که سازمان تنظیم مقررات کشور محلی بایستی وارد یک تفاهم‌نامه با کمیسیون بورس و اوراق بهادار برزیل شود.

۳-۵-۳ عملکرد BDR

معمولاً BDR در میان شرکت‌های بین‌المللی که ارتباط قوی با برزیل دارند، محبوب است. طی چند دهه گذشته تغییرات مطلوب در سیاست‌های اقتصادی دولت برزیل، تأثیرات مثبتی در رشد بازار سرمایه این کشور داشته است. این رشد اقتصادی در سال‌های اخیر تسریع شده است. با نگاهی بر آمار شرکت‌های خارجی که اقدام به انتشار BDR در بازار سرمایه برزیل کرده‌اند مشاهده می‌گردد که قبل از سال ۲۰۱۰ در حدود ۱۰ شرکت (اعم از کوکاکولا، نایک و ۸ شرکت خارجی دیگر) اقدام به انتشار BDR غیر تضمینی سطح یک کردند. به دنبال اصلاح مقررات بورس اوراق بهادار سائوپائولو در ۵ اکتبر ۲۰۱۰، علاوه بر ۱۰ شرکت موجود، ۱۰ شرکت دیگر تا ۲۹ نوامبر ۲۰۱۰ اقدام به انتشار BDR کردند. روند مثبت انتشار BDR شرکت‌های خارجی در بورس برزیل به حدی بود که تا سال ۲۰۱۴ در حدود ۷۰ نوع BDR غیر تضمینی سطح یک در بازار سرمایه برزیل منتشر شد که برخی از این BDRها متعلق به شرکت‌های معتبر چندملیتی نظیر ای‌بی (eBay)، فورد، گوگل، جانسون و جانسون، نایک، مک‌دونالد هستند. در سال‌های اخیر علاوه بر انتشار BDR سطح یک، چهار شرکت معتبر^۱ اقدام به انتشار BDR سطح دو و ۷ شرکت نیز اقدام به انتشار BDR سطح سه کرده‌اند.

در مجموع می‌توان گفت، برزیل تجربه موفق‌تری در انتشار رسید سپرده داشت. این کشور با معرفی سه نوع رسید سپرده، بازار رسید سپرده را برای سرمایه‌گذاران داخلی و ناشران خارجی جذاب و منعطف کرده است. در سطح یک، ناشر خارجی با کمترین الزامات سخت‌گیرانه مواجه می‌شوند که بیشتر آن الزامات افشاگری است. در این رابطه الزامات "شایستگی ناشر"^۲ بسیار کم می‌باشد. عدم لزوم ثبت این اوراق نزد نهاد قانون‌گذار موجب جذاب شدن این اوراق برای ناشر خارجی شده است. در این سطح هیچ معیار محدودکننده‌ای در خصوص میزان سرمایه، فروش یا گردش مالی ناشر BDR وجود ندارد. بنابراین این موقعیت برای کلیه ناشران خارجی جهت ورود به این بازار وجود دارد.

1. Lan Airline S.A., Pacific Ruviales Energy Corp., Solvay Indupa S.A.I.C, and TGLT S.A
2 Eligibility of issuers



۳-۶ بورس هند

با آغاز قرن ۲۱، رسید سپرده هند (IDR^۱) باهدف جذب سرمایه‌گذاران هندی، برای شرکت‌های خارجی که تمایل به حضور در بازار سرمایه هند داشتند، معرفی شد. در این بازار، قیمت‌گذاری IDR به صورت آزادانه صورت می‌گیرد. باین وجود براساس امیدنامه IDR، قیمت انتشار این اوراق بر اساس قیمت سهام پایه در بازار سرمایه محلی تعیین می‌شود. ساختار این رسید سپرده نیز مانند سایر رسیده‌ها سپرده در بورس‌های دیگر است که براساس آن به پشتوانه سهام پایه نگهداری شده توسط امین، رسید در یک بازار خارجی منتشر می‌شود. این اوراق می‌توانند به طور معمول با سهام پایه مبادله شوند و امکان فروش سهام پایه در بازار محلی نیز وجود دارد. اما به طور خودکار امکان تعویض نمی‌باشد. یعنی نهاد سپرده‌گذاری در صورت بازخرید رسید باید این اوراق را ابطال نماید و در عوض سهام متناسب پایه را به دارنده رسید سپرده بدهد و امکان تعویض در این شرایط وجود ندارد.

۳-۶-۱ چارچوب قانونی IDR

از سال ۲۰۰۰، دولت هند گام‌های مهمی برای آزادسازی قوانین اوراق بهادار و قوانین شرکتی برداشت و به شرکت‌های خارجی اجازه افزایش سرمایه در هند را داد. تدارک پیاده‌سازی "انتشار IDR" برای اولین بار در قانون شرکت‌ها (۱۹۵۶) معرفی شد. این مقررات به دولت هند اجازه قانون‌گذاری برای عرضه IDR و موارد مرتبط را می‌داد. براین اساس، کلیه قانون‌گذاران بخش شرکتی هند اعم از وزارت امور شرکتی (MCA^۲) کمیته بورس و اوراق بهادار هند (SEBI^۳) و بانک مرکزی هند (RBI^۴)، قوانین و مقررات مربوط به IDR را تنظیم و تدوین می‌کنند. از فوریه ۲۰۰۴، دولت هند قوانین شرکتی مربوط به انتشار رسید سپرده را به تصویب رساند که پس‌از آن تحت عنوان قوانین IDR به عنوان اصلاحیه قانون منتشرشده سال ۲۰۰۰ درآمد. براساس این قوانین به شرکت‌های خارجی اجازه فروش اوراق بهادار به سرمایه‌گذاران هندی داده شد. پس‌از آن کمیته بورس اوراق بهادار هند دستورالعمل پذیرش IDR در بورس اوراق بهادار هند را منتشر کرد که بعدها در سال ۲۰۰۹ الزامات انتشار سرمایه‌ای و افشاگری (ICDR^۵) جایگزین آن شد.

علاوه براین کمیته بورس اوراق بهادار هند، بخشنامه مورخ ۳۰ آوریل ۲۰۰۶ را منتشر کرد. این بخشنامه "مدل توافق‌نامه پذیرش"^۶ برای پذیرش IDR را مشخص می‌کرد. متعاقباً این کمیته در بخشنامه مورخ ۱۶ ژوئن ۲۰۰۹، این مدل را ساده‌تر کرد. در سال ۲۰۰۹، بانک مرکزی هند بخشنامه‌ای را منتشر کرد که برخی توضیحات را برای شرکت‌های خارجی که تمایل به پذیرش IDR در هند را داشتند، روشن کرد. براساس این بخشنامه، چارچوب قوانین مربوط به بانک مرکزی در خصوص IDR، با اقدامات اخیری که توسط وزارت امور شرکتی و کمیته بورس اوراق

1. Indian Depository Receipt
2. Ministry of Corporate Affairs
3. The Securities and Exchange Board of India
4. Reserve Bank of India
5. Issue of Capital and Disclosure Requirements
6. Model Listing Agreement



بهادار (از طریق اصلاحیه‌های مربوط به "مدیریت نرخ ارز"^۱)، در حوزه "اقدامات پیشگیرانه"^۲ صورت گرفته، هم‌تراز است.

بنابراین در این گواهی‌ها، مقامات تنظیم مقررات شامل:

- کمیته بورس و اوراق بهادار هند
- وزارت امور شرکتی
- بانک مرکزی
- و قوانین حاکم بر IDR نیز شامل:
- فصل 605A قانون شرکت‌ها، ۱۹۵۶
- قانون شرکت‌ها در خصوص انتشار رسید سپرده هند، ۲۰۰۴
- قوانین کمیته بورس اوراق بهادار هند در خصوص الزامات سرمایه و افشاگری، ۲۰۰۹

۳-۶-۲ الزامات پذیرش IDR

عمده‌ترین الزامات مربوط به پذیرش IDR به ترتیب زیر است:

- برخورداری از حداقل ۵۰ میلیون دلار سرمایه پرداخته‌شده^۳ (Paid-up capital)
- برخورداری از حداقل ۱۰۰ میلیون دلار ارزش بازاری سرمایه (در طول سه سال پایانی) در بازار محلی
- حضور در بورس اوراق بهادار به‌صورت مداوم حداقل به مدت ۳ سال.
- سابقه توزیع سود حداقل در سه سال در طول ۵ سال پایانی
- حداقل ۵۰ درصد رسید منتشره بایستی به خریداران نهادی واجدالشرایط (QIB^۴) اختصاص داده شود. همچنین ۳۰ درصد رسید منتشره بایستی به سرمایه‌گذاران حقیقی خرده عرضه شود. ۲۰ درصد باقیمانده نیز بایستی به صلاحدید شرکت ناشر بین سرمایه‌گذاران غیر نهادی (NII) و کارکنان تقسیم شود.

براساس قوانین مصوب کمیته بورس و اوراق بهادار هند، خریداران نهادی واجدالشرایط شامل موارد زیر است:

- صندوق‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مخاطره پذیر یا سرمایه‌گذاران خارجی خطرپذیر که نزد کمیته ثبت شده‌اند.
- سرمایه‌گذاران نهادی خارجی یا اشخاص و شرکت‌های خارجی که نزد کمیته بورس و اوراق بهادار هند ثبت شده‌اند.
- نهادهای مالی عمومی

۱. اصلاحیه‌های مربوط به قوانین مدیریت نرخ ارز ۲۰۰۰ (انتقال و انتشار اوراق بهادار از سوی یک فرد ساکن در خارج از هند) و قوانین مدیریت نرخ ارز ۲۰۰۴ (انتقال و انتشار هر اوراق بهادار خارجی).

2. proactive measures

۳. سرمایه پرداخت شده، سرمایه‌ای است که شرکت با انتشار سهام در بازار بورس و دریافت وجه بدست می‌آورد.

4. qualified institutional buyers



- بانک‌های تجاری
 - نهادهای مالی توسعه‌ای دومنظوره یا چندمنظوره
 - شرکت‌های توسعه صنعتی ایالتی
 - شرکت‌های بیمه‌ای ثبت‌شده نزد سازمان تنظیم مقررات و توسعه بیمه
 - صندوق‌های بازنشستگی
 - صندوق حمایت^۱
 - صندوق سرمایه‌گذاری ملی
 - صندوق‌های بیمه
 - کسری تقاضا برای رسید سپرده از سوی گروهی از خریداران نهادی واجد شرایط می‌تواند با مازاد تقاضا از سوی گروهی دیگر، تعدیل شود.
 - رسید سپرده زمانی می‌تواند به سهام پایه تبدیل شود که حداقل بیش از یک سال از زمان انتشار آن گذشته باشد و منطبق با مفاد "قانون نرخ ارز خارجی" و الزامات ابلاغ‌شده از سوی بانک مرکزی هند باشد.
- در واقع طی این یک سال صاحبان رسید سپرده فقط می‌توانند، اوراق را به سپرده‌گذار استرداد کنند و معادل ارزش روز سهام پایه، وجه دریافت کنند.

۳-۶-۳ عملکرد رسید سپرده IDR

- رسید سپرده هند اگرچه در سال ۲۰۰۰ معرفی شد، اما اولین رسید سپرده (شرکت استاندارد چارترد پی^۲ از کشور انگلیس) در این کشور در سال ۲۰۱۰ نزد بورس اوراق بهادار ملی و بورس بمبئی پذیرش شد. با بررسی دلایل عدم موفقیت این IDR در بورس هند می‌توان موارد زیر را به عنوان مهم‌ترین موانع پیاده‌سازی این اوراق برشمرد:
- محدودیت معاوضه‌پذیری؛ امکان معاوضه رسید با سهام پایه تا یک سال پس از تاریخ انتشار رسیده‌ها وجود ندارد؛
 - قوانین و الزامات سخت‌گیرانه پذیرش؛
 - عدم شفافیت در مورد مسئله مالیات؛
 - تبلیغات ضعیف؛
 - نگرانی از شرط تخصیص ۵۰ درصدی IDR به سرمایه‌گذاران خرد. از آنجایی که سرمایه‌گذاران خرد نمی‌توانند شرکت‌های خارجی را در بورس‌های خارجی تحت کنترل داشته باشند، این یک محدودیت

1. provident fund

صندوق حمایت، صندوقی است که می‌بایستی را از کارکنان دریافت و در هنگام ضرورت از آنان حمایت مالی می‌کند. برای نمونه، کارکنان مبلغی را به صندوق می‌پردازند تا اگر به‌علت بیماری‌های طولانی نتوانستند بر سر کار حاضر شوند، از آن صندوق کمک بگیرند.

2. Standard Chartered Plc



برای سرمایه‌گذاری در این رسیده‌ها بشمار می‌آید. زیرا خریداران نهادی واجد شرایط قدرت بالاتری برای کنترل این شرکت‌ها دارند.

در مجموع می‌توان گفت، در بین بورس‌های کشورهای نوظهور مورد مطالعه، کلیه ویژگی‌های که در خصوص سه بورس برزیل، تایوان و هنگ‌کنگ بیان شد، در بورس هند وجود ندارد و این بورس دارای قوانین و الزامات سخت‌گیرانه‌ای در پذیرش رسیده سپرده سهام است. یک نکته دیگر اینکه قوانین امنیت ملی خاص کشوری¹ نیز به بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه این کشور لطمه وارد کرده است.

1. Country-specific national security laws



۴- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در دو دهه اخیر، پیچیدگی و تنوع ابزارهای مالی گسترش چشمگیری در اروپا، آمریکا و کشورهای خاور دور داشته است، حتی پاره‌ای از این ابزارها در بازارهای مالی بین‌المللی مورد معامله قرار گرفته و در این راستا بازارهای سرمایه به توسعه قابل توجهی دست یافته‌اند و سهم این بازارها در تامین مالی اقتصاد بخش واقعی رشد قابل توجهی داشته است. در واقع بازارهای سرمایه توسعه‌یافته در رقابت با سایر بازارهای مالی با معرفی ابزارهای مالی متنوع طیف گسترده‌ای از سرمایه‌گذاران و نهادهای نیازمند تامین مالی را بسوی خود جذب کرده‌اند. در این بین یکی از معروف‌ترین ابزارهای تامین مالی که هم در سطح ملی و هم در سطح بین‌المللی نقش مهمی در جذب نقدینگی به بازارهای سرمایه داشته است، رسید سپرده می‌باشد. این اوراق که در دو نوع ملی و بین‌المللی مورد استقبال بسیاری از شرکت‌ها و بورس‌ها در سطح جهانی قرار گرفته، علاوه بر نقش تامین مالی برای ناشر، موجب حفظ کنترل مدیریتی برای ناشر و همچنین افزایش نقدشوندگی در بازار سرمایه می‌شود. تجربیات جهانی بورس‌های مختلف جهان نشان می‌دهد که این اوراق به نحو مناسبی نقش خود را ایفا نموده است. از این‌رو نظر به اینکه بازار سرمایه کشور از نقدشوندگی پایین رنج می‌برد و همچنین بسیاری از شرکت‌های بورسی که علی‌رغم نیاز شدید به تامین مالی به دلیل ترس از کاهش کنترل مدیریتی، حاضر به انتشار سهام جدید در بورس نیستند، پیاده‌سازی این اوراق در بازار سرمایه کشور می‌تواند کمک شایان توجهی به حل مشکلات این شرکت‌ها و همچنین حضور سرمایه‌گذاران خارجی بکند. از این‌رو نظر به قابلیت‌ها این ابزار جدید در افزایش نقدشوندگی بازار سهام در کنار تامین مالی سهامداران عمده با حفظ کنترل مدیریتی آنها، پیشنهاد می‌گردد ظرفیت‌های قانونی و مقرراتی انتشار این ابزار در بازار سرمایه کشور فراهم گردد.



۵- منابع و مآخذ

1. A. Abdallah, A.Mohsen Saad (2011), The effect of cross-listing on trading volume: Reducing segmentation versus signaling investor protection Journal of Financial Research, 34, pp. 589-616
2. B. Han, (2011). "The Integration of Mainland and Hong Kong Securities Market." <http://hub.hku.hk/bitstream/10722/144771/1/FullText.pdf?accept=1>
3. G. Boyle, and R. Meade (2008). Intra-country Regulation of Share Markets: Does one size fit all?, European Journal of Law and Economics, 25(2), 151-165.
4. G. A. Karolyi, (2003), The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets, Review of Economics and Statistics.
5. J. H. Chen, and J. J. T. Huang, (1993). "Taiwan's Evolving Stock Market: Policy and regulatory trends." UCLA Pacific Basin Law Journal.
6. How to launch a Brazilian Depository Receipts (BDRs) program • Guia
7. J.Wang, and H. Zhou, (2016) Competition of Trading Volume among Markets: Evidence from Stocks with Multiple Cross-Listing Destinations', Journal of Multinational Financial Management.
8. M.G. Noronha, A. Sarin, and S.M. Saudagaran, (1994), Testing for Micro-Structure Effects of International Dual Listings Using Intraday Data, Journal of Banking & Finance, 20, 965-83
9. M. Chang, R. Corbitt (2012), The effect of cross-listing on insider trading returns, Accounting & Finance, 52, 723-741
10. M. Saunders (1993), American Depository Receipts: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies, Fordham International Law Journal
11. N. Fernandes, M. Ferreira (2008), Does international cross-listing improve the information environment, Journal of Financial Economics, 88 (2008), pp. 216-244
12. O.H.Z Vázquez, J.G.M Jiménez (2016), The implicit impact of cross-listing on stock prices: A market microstructure perspective – The case of Latin American markets, Contaduría y Administración 61, 283–297.
13. R. D. Giorno, and D. Subelman, (2005). "DRs versus Local Stocks: The Cases of Chile, Brazil and Argentina,
14. S.h.batia, Assosicates (2014), AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS, A perspective for Indian corporates.
15. S. Padhi and H. Pallavi (2012), Depository Receipts: Comparison of Regulatory Frameworks in Taiwan, Brazil, Hong Kong, and India, the National Stock Exchange of India Ltd.
16. Statistics from Bank of New York Mellon (BoNY). (2008). "The Depository Receipt Markets 2008 Mid-Year Review."
17. Securities Exchange Act of 1934, Chapter 8, Equity securities, qualifications for listing. HKEx's Framwork for Depository Receipts .
18. T. Eaton, J.Nofsinger, D. Weaver (2007), Disclosure and the cost of equity in international cross-listing, Review of Quantitative Finance and Accounting, 29, 1-23
19. T. Lam Dang, F. Moshirian, C.K.G Wee, and B. Zhang, (2014), Cross-Listings and Liquidity Commonality around the World', Journal of Financial Markets.
20. Taiwan Stock Exchange fact book 2011, 2016
21. W. W. Wang, and C. C. Chao-hung, (2011), Liberalization of Taiwan's Securities Markets: The Case of Cross-Taiwan-Strait Listings, Banking & Finance Law Review, 26, 259-282.
22. Y. Kusnadi, (2015) Cross-Listings and Corporate Cash Savings: International Evidence', Journal of Corporate Finance
23. Taiwan Depository Receipts (TDRs), PricewaterhouseCoopers Taiwan
24. https://www.ctcbank.com/CTCBPortalWeb/appmanager/ebank/cb_en?_nfpb=true&_pageLabel=EN_CB_CM_corptrust_900017
25. http://www.supremecourtcases.com/index2.php?option=com_content&itemid=54&dpdf=1&id=2227
26. <http://barandbench.com/content/212/viewpoint-indian-depository-receipts>
27. http://www.finmin.nic.in/reports/Sahoo_Committee_Report.pdf
28. http://finmin.nic.in/the_ministry/dept_eco_affairs/ecb/ForConBondsScheme1993.pdf



29. http://www.finmin.nic.in/press_room/2014/Report_committee_framework_Capitalmarket.pdf
30. http://www.finmin.nic.in/the_ministry/dept_revenue/idr_report_20140609.pdf
31. https://www.pwc.in/assets/pdfs/Publications-2010/Indian_Depository_reciept.pdf
32. <http://www.manupatrafast.com/articles/PopOpenArticle.aspx?ID=4abecfc7-4af9-4788-bb24-9509ab6acdb4&txtsearch=Subject:%20Capital%20Market>
33. https://www.pwc.in/assets/pdfs/Publications-2010/Indian_Depository_reciept.pdf
34. <http://law.incometaxindia.gov.in/dittaxmann/incometaxacts/2005itact/section115AC.htm>
35. www.nyse.com
36. www.nasdaq.com
37. www.hkex.com.hk
38. www.set.or.th/en
39. www.twse.com.tw/en
40. www.bmfbovespa.com.br/en_us
41. <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml#III>
42. www.nseindia.com
43. www.nishithdesai.com
44. <https://www.jpmorgan.com>
45. <https://www.sec.gov/investor/a>
46. <http://www.adr.com>
47. <http://corporatelawreporter.com/2012/07/26/indian-depository-receipts/>
48. <http://www.slideshare.net/rksen/indian-depository-receiptidr>



پیوست

پیوست الف) لیست کامل کشورهایی که در سه بازار نیویورک، نزدک و خارج از بورس، اقدام به انتشار رسید سپرده کرده‌اند.

جدول (۱۰): لیست کشورهایی که اقدام به انتشار ADR در سه بازار نیویورک، نزدک و خارج از بورس کرده‌اند.

کشورهای آمریکای لاتین و کارائیب			کشورهای توسعه یافته آسیا و استرالیا			کشورهای توسعه یافته اروپایی		
نام پذیرش	کشور	ردیف	نام پذیرش	کشور	ردیف	نام پذیرش	کشور	ردیف
Argentina ADRs	Argentina	1	Australia ADRs	Australia	1	Austria ADRs	Austria	1
Bermuda ADRs	Bermuda	2	Hong Kong ADRs	Hong Kong	2	Belgium ADRs	Belgium	2
Bolivia ADRs	Bolivia	3	Japan ADRs	Japan	3	Cyprus ADRs	Cyprus	3
Brazil ADRs	Brazil	4	New Zealand ADRs	New Zealand	4	Denmark ADRs	Denmark	4
Chile ADRs	Chile	5	Singapore ADRs	Singapore	5	Finland ADRs	Finland	5
Colombia ADRs	Colombia	6	Korea ADRs	South Korea	6	France ADRs	France	6
Dominican Republic ADRs	Dominican Republic	7	Taiwan ADRs	Taiwan	7	Germany ADRs	Germany	7
Ecuador ADRs	Ecuador	8				Gibraltar ADRs	Gibraltar	8
Jamaica ADRs	Jamaica	9				Greece ADRs	Greece	9
Mexico ADRs	Mexico	10				Iceland ADRs	Iceland	10
Panama ADRs	Panama	11				Ireland ADRs	Ireland	11
Peru ADRs	Peru	12				Isle of Man ADRs	Isle of Man	12
Venezuela ADRs	Venezuela	13				Italy ADRs	Italy	13
						Jersey ADRs	Jersey	14
						Luxembourg ADRs	Luxembourg	15
						Malta ADRs	Malta	16
						Norway ADRs	Norway	17
						Portugal ADRs	Portugal	18
						Spain ADRs	Spain	19
						Sweden ADRs	Sweden	20
						Switzerland ADRs	Switzerland	21
						Dutch ADRs	The Netherlands	22
						British ADRs	UK	23



کشورهای خاورمیانه و آفریقا			کشورهای نوظهور اروپا			کشورهای نوظهور آسیا		
نام پذیرش	کشور	ردیف	نام پذیرش	کشور	ردیف	نام پذیرش	کشور	ردیف
Egypt ADRs	Egypt	1	Czech ADRs	Czech Republic	1	China ADRs	China	1
Israel ADRs	Israel	2	Hungary ADRs	Hungary	2	India ADRs	India	2
Jordan ADRs	Jordan	3	Kazakhstan ADRs	Kazakhstan	3	Indonesia ADRs	Indonesia	3
Namibia ADRs	Namibia	4	Poland ADRs	Poland	4	Malaysia ADRs	Malaysia	4
South Africa ADRs	South Africa	5	Romania ADRs	Romania	5	Pakistan ADRs	Pakistan	5
UAE ADRs	UAE	6	Russia ADRs	Russia	6	Phillipines ADRs	Phillipines	6
Zambia ADRs	Zambia	7	Turkey ADRs	Turkey	7	Thailand ADRs	Thailand	7
Zimbabwe ADRs	Zimbabwe	8	Ukraine ADRs	Ukraine	8			

منبع: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/international/foreign-private-issuers-overview.shtml#III>



پیوست ب): لیست تعداد شرکت‌های چینی که در بازار سرمایه آمریکا اقدام به انتشار رسید سپرده کرده‌اند.

جدول (۱۱) لیست ADRهای حاضر در بازار سرمایه آمریکا

خارج از بورس				بورس			
تضمینی	صنعت	شرکت	ردیف	صنعت	بورس	شرکت	ردیف
U	Electron.&El	AAC	1	Softwar	NAS	21Vi	1
U	Real Estate	Agile	2	Support	NAS	51job	2
U	Banks	Agricultu	3	Softwar	NYS	58.co	3
S	Travel &	Air China	4	Leisure	NYS	500.c	4
U	Support	Ajisen	5	General	NYS	Acor	5
S	Support	Ambow	6	Tech.H	NAS	Actio	6
S	Indust.Metal	Angang	7	Food	NYS	Agria	7
U	Construct.&	Anhui	8	Ecomm	NYS	Aliba	8
S	IndustrialTra	Anhui	9	Media	NAS	Airm	9
U	General	Anta	10	Indust.	NYS	Alum	10
U	OilEquip.,Se	Anton	11	General	NAS	ATA	11
U	Construct.&	Asia	12	Automo	NYS	Auto	12
U	Industrial	AviChina	13	Tech.H	NAS	Auto	13
U	Automobiles	BAIC	14	Softwar	NAS	Baidu	14
U	Banks	Bank of	15	Media	NYS	Bitau	15
U	Financial	Bank of	16	Media	NAS	Bona	16
U	Construct.&	BBMG	17	Leisure	NAS	Chan	17
S	Software&C	Beijing	18	Media	NAS	Char	18
U	Travel &	Beijing	19	Softwar	NYS	Cheet	19
U	Personal	Belle	20	Softwar	NAS	China	20
U	Food &	Biostime	21	Electro	NYS	China	21
U	General	Bosideng	22	General	NYS	China	22
U	Automobiles	Brilliance	23	Travel	NYS	China	23
U	Electron.&El	BYD	24	Softwar	NAS	China	24
U	Tech.Hardw	BYD	25	Life	NYS	China	25
U	General	C C Land	26	Travel	NAS	China	26
U	Electricity	CGN	27	Alternat	NYS	China	27
U	Food	Chaoda	28	Mobile	NYS	China	28
U	Food	China	29	Oil &	NYS	China	29



U	Chemicals	China	30	Food	NYS	China	30
U	Mining	China	31	Bevera	NYS	China	31
U	IndustrialTra	China	32	Educati	NYS	China	32
U	Banks	China	33	Oil &	NYS	China	33
U	IndustrialTra	China	34	Travel	NYS	China	34
U	General	China	35	Alternat	NAS	China	35
U	Financial	China	36	Tech.H	NAS	China	36
U	Banks	China	37	Fixed	NYS	China	37
U	Food	China	38	Mobile	NYS	China	38
U	Financial	China	39	Persona	NYS	China	39
U	IndustrialTra	China	40	Automo	NYS	China	40
U	Beverages	China	41	Nonlife	NAS	CNIn	41
U	Construct.&	China	42	Health	NYS	Conc	42
U	General	China	43	Travel	NYS	Coun	43
U	Alternative	China	44	Travel	NAS	CTrip	44
U	Food	China	45	Chemic	NYS	Daqo	45
U	Banks	China	46	Real	NYS	E-	46
U	IndustrialTra	China	47	Travel	NAS	eLon	47
U	Banks	China	48	Travel	NYS	Guan	48
U	Mining	China	49	Educati	NAS	Haili	49
U	Construct.&	China	50	Alternat	NAS	Hanw	50
U	Industrial	China	51	Electric	NYS	Huan	51
S	Oil & Gas	China	52	Media	NAS	iDrea	52
U	Construct.&	China	53	Financi	NYS	IFM	53
U	Life	China	54	Healthc	NAS	iKan	54
U	Alternative	China	55	Softwar	NYS	iSoft	55
U	Construct.&	China	56	Alternat	NAS	JA	56
U	Construct.&	China	57	General	NAS	JD.co	57
U	Real Estate	China	58	General	NAS	Jiayu	58
U	Mining	China	59	Alternat	NYS	Jinko	59
U	Industrial	China	60	General	NYS	Jumei	60
U	Construct.&	China	61	Softwar	NAS	Kingt	61
U	Mining	China	62	Mobile	NAS	Kong	62
U	Pharma. &	China	63	Mobile	NAS	Ku6	63
U	Support	China	64	Alternat	NYS	LDK	64



S	IndustrialTra	China	65	Food	NAS	Le	65
U	Construct.&	China	66	Real	NYS	Leju	66
U	Financial	China	67	General	NYS	Lentu	67
S	General	China	68	General	NYS	Light	68
U	Mining	China	69	General	NAS	Meco	69
U	Real Estate	China	70	Softwar	NAS	NetE	70
U	General	China	71	General	NYS	New	71
U	Automobiles	China	72	Financi	NYS	Noah	72
U	IndustrialTra	China	73	Softwar	NYS	NQ	73
U	Financial	Chongqin	74	Indust.	NAS	Osse	74
U	Mining	CITIC	75	Leisure	NAS	Perfe	75
U	Financial	CITIC	76	Oil &	NYS	Petro	76
S	Tech.Hardw	Coolpad	77	Media	NYS	Phoe	77
U	IndustrialTra	Cosco	78	Softwar	NYS	Qiho	78
U	Real Estate	Country	79	Travel	NAS	Quna	79
U	Real Estate	Dalian	80	Tech.H	NAS	Rda	80
U	General	Daphne	81	Alternat	NYS	Rene	81
S	Electricity	Datang	82	General	NYS	Renre	82
	Electricity	Dongfang	83	Leisure	NAS	Shan	83
U	Automobiles	Dongfeng	84	Chemic	NYS	Sinop	84
U	Chemicals	Dongyue	85	Softwar	NAS	Sky	85
S	Automobiles	Double	86	Media	NYS	SouF	86
S	Gas,H2O&M	Duoyuan	87	Alternat	NAS	SPI	87
U	Oil & Gas	ENN	88	Mobile	NAS	Sung	88
U	Real Estate	Evergran	89	General	NYS	TAL	89
S	Pharma. &	Far East	90	Leisure	NYS	Taom	90
U	Mobile	FIH	91	Leisure	NAS	The9	91
U	Construct.&	First	92	Alternat	NYS	Trina	92
U	Web Games	Forgame	93	Tech.H	NAS	Vimi	93
U	Pharma. &	Fosun	94	General	NYS	Vipsh	94
S	Food &Drug	Fufeng	95	Media	NAS	Visio	95
U	General	Golden	96	Softwar	NAS	Weib	96
U	HealthCareE	Golden	97	Oil &	NYS	WSP	97
U	General	GOME	98	Pharma	NYS	WuX	98
U	Automobiles	Great	99	Real	NYS	Xiny	99





U	Gas,H2O&M	Guangdo	100	General	NYS	Xued	100
U	Automobiles	Guangzho	101	Softwar	NAS	Xunl	101
S	Pharma. &	Guangzho	102	Mining	NYS	Yanz	102
U	Real Estate	Guangzho	103	Alternat	NYS	Yingl	103
S	Industrial	Guangzho	104	Financi	NAS	Yinte	104
S	Financial	Guotai	105	Media	NYS	Youk	105
U	HouseGoods	Haier	106	Media	NAS	YY	106
U	Financial	Haitong	107	Softwar	NYS	Zhao	107
U	Financial	Hengan	108	Persona	NYS	Zuoa	108
U	Mining	Hidili	109	E-	NAS	Wow	109
S	IndustrialTra	Hopewell	110				
U	Chemicals	Huabao	111				
U	Electricity	Huadian	112				
U	Banks	Industrial	113				
U	Coal	Inner	114				
U	General	Intime	115				
S	IndustrialTra	Jiangsu	116				
S	Indust.Metal	Jiangxi	117				
U	Oil & Gas	Jutal	118				
U	Real Estate	Kaisa	119				
U	Chemicals	Kingboar	120				
U	Software&C	Kingdee	121				
U	Oil & Gas	Kunlun	122				
S	Alternative	LDK	123				
U	Personal	Li Ning	124				
U	Food &Drug	Lianhua	125				
U	Real Estate	Longfor	126				
U	Industrial	Lonking	127				
U	General	Maoye	128				
U	Construct.&	Metallurg	129				
U	Automobiles	Minth	130				
U	Mobile	MNC	131				
U	Mining	Mongolia	132				
S	Support	NWS	133				
U	Tech.Hardw	O-Net	134				





U	General	Parkson	135
U	Personal	Peak	136
U	Nonlife	PICC	137
S	Life	Ping An	138
U	Mining	Sany	139
U	Chemicals	Sateri	140
U	Food &	Shandong	141
U	OilEquip.,Se	Shandong	142
S	Chemicals	Shanghai	143
U	Industrial	Shanghai	144
U	Leisure	Shanghai	145
S	Real Estate	Shanghai	146
U	Pharma. &	Shanghai	147
S	Real Estate	Shanghai	148
U	Industrials	Shanghai	149
U	Construct.&	Shenzhen	150
U	Financial	Shenzhen	151
U	Pharma. &	Sihuan	152
U	Real Estate	Sino-	153
U	Pharma. &	Sinophar	154
S	Alternative	Sinotech	155
U	IndustrialTra	Sinotrans	156
U	OilEquip.,Se	Sinotrans	157
U	General	Sinotruk	158
U	Support	Skyworth	159
U	Gas,H2O&M	Sound	160
U	Alternative	SPI	161
U	General	Springlan	162
U	Oil & Gas	SPT	163
U	General	Stella	164
U	Food &Drug	Sun Art	165
U	General	Sunny	166
U	Food	Synear	167
U	Software&C	Tencent	168
U	Nonlife	The	169





S	Gas,H2O&M	Tianjin	170
U	IndustrialTra	Tianjin	171
U	Software&C	Tian Ge	172
S	Food	Tingyi	173
S	Software&C	TravelSk	174
S	Beverages	Tsingtao	175
U	Food	Uni-	176
U	Financial	VODone	177
U	Food	Want	178
U	Industrial	Weichai	179
U	General	Weiqiao	180
U	General	Wumart	181
U	Media	Xinhua	182
U	Mining	Xinjiang	183
U	Gas,H2O&M	Yingde	184
S	Real Estate	Yuexiu	185
U	Indust.Metal	Zhaojin	186
S	IndustrialTra	Zhejiang	187
S	General	ZhongDe	188
U	Electron.&El	Zhuzhou	189
U	Mining	Zijin	190
U	Mobile	Z-Obee	191
U	Construct.&	Zoomlion	192
U	Tech.Hardw	ZTE	193
U	Dot come	Momo	194
U	Pharma. &	China	195
U	Pharma &	3SBIO	196

منبع: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/internatl/foreign-private-issuers-overview.shtml#III>



پیوست «پ»: ماده (۱۲۲) NYSE MKT Company Guide

Section 122 provides: Voting Rights of existing shareholders of publicly traded common stock registered under Section 12 of the Exchange Act cannot be disparately reduced or restricted through any corporate action or issuance.

Under the voting rights rules, an issuer cannot create a new class of security that votes at a higher rate than an existing class of securities or take any other action that has the effect of restricting or reducing the voting rights of the existing class of securities. The Voting rights rules are typically implicated when the holders of the Future Priced Security are entitled to representation on the Board of Directors. Staff will consider whether a voting rights violation exists by comparing the Future Priced Security holders' voting rights to their relative contribution to the company based on the company's overall book or market value at the time of the issuance of the Future Priced Security. The percentage of the overall cost attributable to the Future Priced Security holders and the Future Priced Security Holders' representation on the board of directors must not exceed their relative contribution to the company based on the company's overall book or market value at the time of the issuance of the Future Priced Security. If the voting power or the board percentage exceeds that percentage interest, a violation exists because a new class of securities has been created that votes at a higher rate than an already existing class. Future Priced Securities that vote on an as-converted basis also raise voting rights concerns because of the possibility that, due to a decline in the price of the underlying common stock, the Future Priced Security holder will have voting rights disproportionate to its investment in the Company. It is important to note that compliance with the shareholder approval rules prior to the issuance of a Future Priced Security does not affect whether the transaction is in violation of the voting rights rule. Furthermore, shareholders can not otherwise agree to permit a voting rights violation by the issuer. Because a violation of the voting rights requirement can result in delisting of the issuer's securities from the Exchange, careful attention must be given to this issue to prevent a violation of the rule.