

بہ نام خدا



سازمان بورس و اوراق بهادار
SECURITIES & EXCHANGE ORGANIZATION

مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

کواہی سپردہ سهام: جذب غیر مستقیم سرمایہ خارجی

تہیہ کنندہ: محمد توحیدی، میثم حامدی و میثم دعائی

کد گزارش: ۹۲-۳۷-۲۰۱۳

تاریخ: دی ۹۲

گواهی سپرده سهام: جذب غیرمستقیم سرمایه خارجی

نویسندگان: محمد توحیدی، میثم حامدی و میثم دعائی

چکیده

ظهور محصولات مالی جدید سازگار با شریعت در بازارهای سرمایه کشورهای مختلف در حال افزایش است. این در حالی است که داد و ستدهای فرا مرزی این ابزارها کمتر در بین کشورهای اسلامی صورت می‌پذیرد که این عدم رونق ناشی از عوامل گوناگونی از جمله محدودیت‌های حساب سرمایه، سیاست‌های مالکیت مبتنی بر تابعیت، ریسک‌های سیاسی و اقتصادی و هزینه‌های بالای چنین معاملاتی می‌باشد. به منظور توسعه بازارهای سرمایه اسلامی در سطح جهانی ابزارهای مالی اسلامی مختلفی توسط اندیشمندان اسلامی طراحی و پیشنهاد گردیده است. با این وجود پذیرش سهام در بورس کشوری دیگر مشکلات و هزینه‌های خاص خود را دارد. از جمله ابزارهایی که در بازارهای سرمایه متعارف جهت معامله سهام یک کشور در بازار سرمایه کشور دیگر مورد استفاده قرار می‌گیرد، گواهی سپرده سهام می‌باشد. گواهی سپرده سهام، گواهی سپرده سهام شرکتی در بانک کشور مبدأ، انتشار اوراق گواهی سپرده در کشور مقصد و معامله ثانویه آن در بورس کشور مقصد می‌باشد. به عنوان نمونه در بازارهای سرمایه متعارف می‌توان به گواهی‌های سپرده جهانی، و گواهی‌های سپرده اروپایی و آمریکایی اشاره نمود. در این گزارش ضمن معرفی انواع گواهی سپرده سهام، ساختار اجرایی مدل اسلامی گواهی سپرده سهام را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

کلمات کلیدی: گواهی سپرده سهام، مدل اسلامی گواهی سپرده سهام، مدل آمریکایی گواهی سپرده سهام، بانک توسعه اسلامی

مقدمه

شرکت‌ها تلاش زیادی برای تأمین مالی فعالیت‌های خود می‌کنند. یکی از عمده روش‌هایی که شرکت‌های بزرگ برای تأمین مالی خود از آن بهره می‌جویند، جذب سرمایه‌های خارجی است. سرمایه خارجی از دو طریق قابل جذب می‌باشد (منظور روش‌های سرمایه‌گذاری خارجی نیست): ۱- حضور سرمایه‌گذاران خارجی در کشور مبدأ و ۲- حضور شرکت در بازار سرمایه کشور مقصد. هر دو روش مذکور، هزینه‌ها و مشکلاتی اساسی دارد که امر جذب سرمایه‌های خارجی را برای کشورهایی نظیر جمهوری اسلامی ایران دشوار می‌سازد. در این گزارش به معرفی ابزاری پرداخته‌ایم که امکان جذب سرمایه‌های خارجی را به صورت غیر مستقیم و بدون حضور سرمایه‌گذاران خارجی در کشور یا حضور شرکت‌های سهامی در بازار سرمایه کشور مقصد امکان‌پذیر می‌سازد. در جامعه بین‌الملل، این ابزار به گواهی سپرده سهام^۱ (DRS) شهرت یافته و به صورت گسترده مورد بهره‌برداری قرار گرفته است. در زیر به انواع این گواهی‌ها، کاربردهای آن، امکان بهره‌برداری جمهوری اسلامی ایران از ظرفیت‌های اینگونه اوراق برای جذب سرمایه‌های خارجی و کمک نهادهای بین‌المللی برای انتشار آن پرداخته‌ایم.

معرفی گواهی سپرده سهام

گواهی سپرده سهام نوعی ورقه بهادار قابل انتقال است که به پشتوانه خریداری سهام یک شرکت در کشور مبدأ از سوی شعبه بانک کشور مقصد (یا بانک همکار با کشور مقصد) منتشر شده، در بورس سهام کشور مقصد پذیرفته شده و توسط معامله‌گران، کارگزاران و سرمایه‌گذاران مورد معامله قرار می‌گیرد. دارنده این اوراق، مالک تعداد مشخصی سهام از یک شرکت خارجی می‌باشد. این روش نوعی تأمین مالی برای شرکت‌ها از طریق بازار سرمایه کشورهای خارجی بدون فعالیت

¹ Depository Receipts

شرکت در آن کشور (کشور مقصد) می‌باشد. گواهی سپرده‌هایی که در آمریکا منتشر می‌شوند، مدل آمریکایی گواهی‌های سپرده سهام خوانده می‌شوند.

مدل آمریکایی گواهی سپرده سهام از دهه ۱۹۲۰ ارائه شده و قابل معامله در بورس‌های سهامی ایالات متحده آمریکا می‌باشد. این نوع گواهی‌ها به مرور در کشورهای دیگر نیز ارائه شد. به عنوان مثال مدل جهانی گواهی سپرده سهام^۱، مدل اروپایی گواهی سپرده سهام^۲ و مدل اسلامی گواهی سپرده سهام^۳ از انواع دیگر این گواهی‌ها هستند. این نوع گواهی‌ها معمولاً بر اساس دلار و یورو معامله می‌شوند. در حال حاضر، گواهی سپرده سهام حدود ۵۰۰ شرکت در بورس‌های آمریکا وجود دارد که حدود ۱۶ درصد از کل بازار سرمایه آمریکا را در برمی‌گیرد. گواهی‌های سپرده هم در بورس و هم در خارج از بورس قابل معامله هستند. دارندگان این اوراق همانند سهام آن شرکت دارای حق رأی بوده و مستحق دریافت سود آن شرکت می‌باشند.

در انتشار این نوع گواهی‌ها چهار رکن دخیل هستند.

رکن اول شرکت سهامی بزرگی است که می‌خواهد بخشی از سهام خود را بصورت گواهی سپرده سهام واگذار کند.

بانک کشور مقصد به عنوان رکن دوم شناخته می‌شود که به عنوان نماینده شرکت مورد نظر، سهام خریداری شده را در بانک ذخیره کرده و بر اساس آن، گواهی سپرده سهام را در بورس منتشر می‌کند. همچنین ضمانت می‌کند که اصل سهام نیز نزد بانک موجود می‌باشد.

بورس سومین رکن معاملات گواهی‌های سپرده سهام می‌باشد که به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا گواهی سپرده سهام را همانند سهام مورد معامله قرار دهند.

چهارمین رکن در معامله این اوراق، نهاد ناظر بر بازار سرمایه (به عنوان مثال کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC)) می‌باشد که نقش مستقیم در انتشار و معامله این نوع اوراق ندارد. نهاد ناظر نقش نظارت و تنظیم انتشار گواهی سپرده سهام، صدور مجوز انتشار و همچنین نظارت بر عدم تقلب و سوء استفاده از این معاملات (در جهت حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران) را برعهده دارد.

برای روشن شدن هرچه بهتر کارکرد این نوع اوراق مثالی را در زیر ذکر نموده‌ایم:

فرض کنید یک شرکت بزرگ روسی قصد دارد تا از مزایای بورس سهام نیویورک بهره‌جسته و تأمین مالی خارجی انجام دهد. هزینه حضور شرکت روسی در بازار سهام نیویورک هنگفت بوده و شرکت تمایلی به حضور در نیویورک ندارد. برای حل این مشکل، شرکت روسی به شعبه یکی از بانک‌های آمریکایی مستقر در روسیه (فرض کنید مورگان استنلی) پیشنهاد فروش سهام خود را ارائه می‌دهد. شعبه بانک مورگان استنلی درخواست ارسال شده را به دفتر مرکزی در نیویورک ارسال کرده و دفتر مرکزی نیز تطابق فعالیت‌های شرکت با قوانین کشوری و همچنین قوانین کمیسیون بورس و اوراق بهادار را

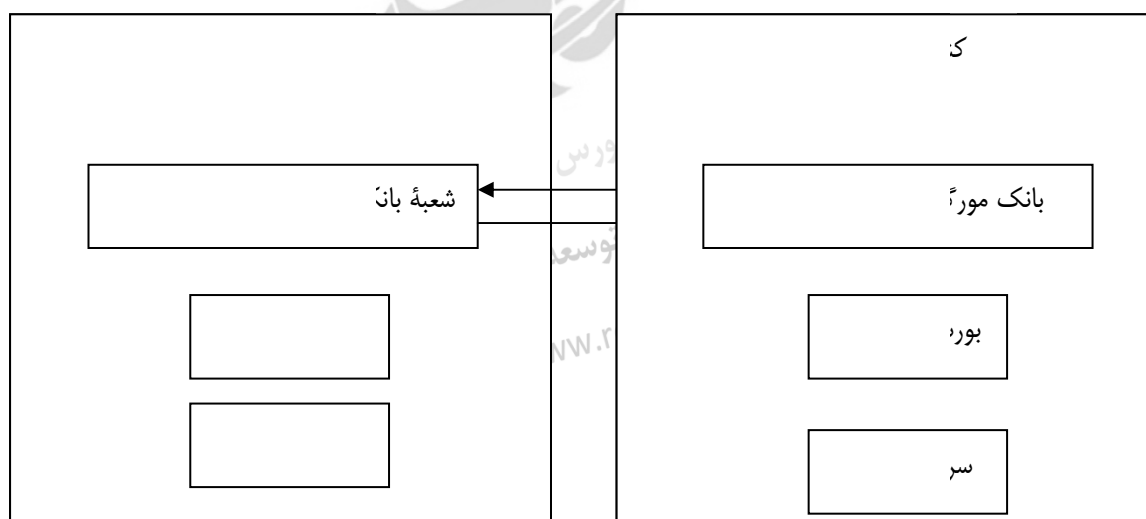
¹ Global Depositary Receipts (GDRs)

² European Depositary Receipts (EDRs)

³ International Depositary Receipts (IDRs)

بررسی کرده و در صورت توافق، برای خریداری سهام شرکت روسی اعلام آمادگی می‌کند (دفتر مرکزی بانک با رایزنی با کارگزاران از استقبال یا عدم استقبال از سهام شرکت روسی در آمریکا نیز اطمینان حاصل می‌کند). در نتیجه این توافق، یک کارگزار روسی از طرف شعبه بانک مورگان استنلی در روسیه برای خریداری بلوکی یا بخشی از سهام شرکت روسی مأمور می‌شود و مالکیت سهام در اختیار شعبه بانک قرار می‌گیرد. با در اختیار گرفتن مالکیت سهام، شعبه بانک به دفتر مرکزی اعلام می‌کند که سهام مورد نظر در شعبه سپرده‌گذاری شده و دفتر مرکزی برای انتشار اوراق گواهی سپرده سهام شرکت روسی اقدام لازم را صورت خواهد داد. پس از انتشار، این اوراق در اختیار کارگزاران آمریکایی گذارده می‌شود تا پذیرش این گواهی‌ها را در بورس نیویورک اخذ کنند. پس از پذیرش، تمام سرمایه‌گذاران حاضر در بورس نیویورک قادرند تا بر روی این اوراق معامله انجام دهند. بانک مورگان استنلی نیز از سوی سرمایه‌گذاران وکیل است تا سود سهام شرکت روسی را دریافت داشته و به دارندگان گواهی سپرده سهام اختصاص دهد.

ساختار انتشار گواهی سپرده سهام به صورت معکوس نیز امکان‌پذیر است. به طوری که کارگزاران کشور مقصد از بانک مورگان استنلی درخواست کنند تا با خریداری سهام شرکت روسی و انتشار گواهی سپرده سهام، امکان دسترسی سرمایه‌گذاران آمریکایی به بازار روسیه را فراهم سازد. مابقی فرایند مانند آنچه در بالا ذکر شد می‌باشد. در زیر به صورت شماتیک نحوه انتشار گواهی سپرده سهام را نشان داده‌ایم:



در مثال بالا نکته دیگری نیز وجود دارد و آن اینکه کارگزار همواره نیم نگاهی به بازار سهام روسیه و قیمت سهام شرکت روسی دارد. در صورتی که قیمت سهام این شرکت در بورس روسیه به عنوان مثال ۱۱ دلار مورد معامله قرار گیرد (بر اساس نرخ تبدیل دلار به روبل روسیه) و در آمریکا ۱۲ دلار معامله شود، کارگزار تمایل دارد تا سهام بیشتری از شرکت مذکور بخرد تا بتواند گواهی سپرده بیشتری منتشر کند؛ لذا این عمل باعث افزایش قیمت سهام آن شرکت در بازار روسیه شده، و قیمت سهام و قیمت گواهی سپرده به تعادل خواهند رسید.

همچنین کارگزار آمریکایی می‌تواند گواهی سپرده را به کارگزار روسی بفروشد که به این عمل معامله برون مرزی^۱ گفته می‌شود. با این کار گواهی سپرده ملغی خواهد شد و کارگزار روسی معادل دلار آن را بر اساس نرخ تبادل ارزها پرداخت خواهد کرد.

مزایای گواهی سپرده سهام

این اوراق برای شرکت و سرمایه‌گذار مزایایی دارد که از جمله آن می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

مزایایی برای شرکت

- تأمین مالی غیرمستقیم شرکت از طریق بازار سرمایه کشورهای دیگر.
- ایجاد وجهه برای شرکت‌هایی که توانسته‌اند از این طریق به بازارهای خارجی راه یابند و جلب اطمینان بیشتر سهامداران؛
- معمولاً در کشورهای در حال توسعه، موانع سرمایه‌گذاری مستقیم در شرکت‌های آن کشور بسیار سخت و با قوانین و مقررات پیچیده‌ای همراه است. در صورتی که این اوراق ب راحتی در کشور خارجی بدون لحاظ کردن این قوانین دست و پا گیر معامله می‌شوند؛
- چنانچه شرکت مبدأ، گردش مالی و حجم معاملات بیشتری در بازار کشور خارجی داشته باشد، در این صورت ممکن است تأمین مالی از بازارهای کشورهای دیگر برای شرکت منتشر کننده اوراق ارزاتر باشد.
- شرکت برای اینکه سرمایه‌گذاران خارجی را از دست ندهد، تلاش می‌کند تا ظرفیت خود را در چارچوب‌های بین‌المللی ارتقا دهد و رعایت استانداردهای بین‌المللی را الزامی سازد؛
- چنانچه بازار کشور مبدأ منابع کافی برای تأمین مالی شرکت‌ها نداشته باشد، شرکت می‌تواند سرمایه‌گذاران خود را توسعه داده و از بازارهای کشورهای دیگر نیز تأمین مالی نماید.

مزایایی برای سرمایه‌گذاران

- حذف هزینه نقل و انتقال سهام و تبادل ارز در بازارهای بین‌المللی؛
- متنوع نمودن سبد دارایی سرمایه‌گذاران با خرید سهام شرکت‌های خارجی؛
- حذف ریسک مربوط به قوانین و مقررات تجاری کشور مبدأ با عدم سرمایه‌گذاری مستقیم سهامداران؛
- امکان انجام معامله با استفاده از سیستم و قوانین معاملاتی کشور مقصد و آشنایی بیشتر سرمایه‌گذاران با این سیستم؛
- کاهش هزینه‌های معاملات برون مرزی برای سرمایه‌گذاران.

¹ Cross-Border Trading

مدل اسلامی گواهی‌های سپرده سهام

جهت توسعه معاملات بین بازار سرمایه کشورهای اسلامی نیز گواهی‌های سپرده اسلامی طراحی و معرفی گردیده است که می‌تواند ابزاری برای ارتباط و توسعه بازارهای سرمایه کشورهای اسلامی و افزایش نقدینگی این بازارها و کاهش هزینه‌های تأمین مالی باشد (آیسکو، ۲۰۰۴، ص ۶۷). از طریق این گواهی‌ها می‌توان سهام‌های سازگار با شریعت و دیگر ابزارهای مالی اسلامی را در بازار کشورهای دیگر مورد معامله قرار داد.

مزیت‌های گوناگونی برای گواهی‌های سپرده اسلامی در جهت توسعه بازارهای سرمایه اسلامی متصور است. با توجه به اینکه امکان داد و ستدهای برون مرزی تنها بین تعداد معدودی از کشورهای اسلامی رایج است، مدل اسلامی گواهی‌های سپرده سهام می‌تواند جایگزین خوبی برای شروع معاملات برون مرزی بین کشورهای اسلامی باشند.

با توجه به استفاده گسترده از پذیرش دوگانه در بین بازارهای نوظهور و توسعه یافته، یکی از پیامدهای این سازوکار انتقال نقدینگی از بازارهای کمتر توسعه یافته به بازارهای توسعه یافته می‌باشد. البته مسئله انتقال نقدینگی زمانی شدت می‌گیرد که فعالیت‌های تجاری در بازارهای کمتر توسعه یافته تنها بر تعداد معدودی از شرکت‌ها صورت پذیرد. همچنین شرکت‌هایی می‌توانند پذیرش دوگانه داشته باشند که عملکرد خوبی داشته و شرایط لازم برای پذیرش دوگانه را احراز کرده باشند. اگر پذیرش دوگانه سبب گردد که نقدینگی از کشور خارج شود، این مسئله می‌تواند باعث عدم توسعه بازارهای نوظهور گردد.

از جمله پیامدهای گواهی‌های سپرده اسلامی این خواهد بود که سیستم‌های قانونی دارای قوانین بهتر حمایت از سرمایه‌گذار، بورس‌های دارای عملکرد بهتر و شهرت بیشتر در جهت سازگاری با موازین شریعت، سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب خواهند نمود. یک جنبه مهم گواهی‌های سپرده سهام این خواهد بود که این ابزار می‌تواند منجر به رقابت قانونی بیشتر میان سیستم‌های قانونی کشورهای مختلف گردد و هر سیستم قانونی که تلاش بیشتری جهت حمایت از سرمایه‌گذاران و سازگاری با شریعت انجام دهد، موفق‌تر خواهد بود. در بلند مدت چنین رقابتی منجر به تصویب قوانین، عملیات و استانداردهای یکسان بین کشورها نخواهد شد، بلکه هر سیستم قانونی و نظارتی، متخصص در انواع خاصی از محصولات و قوانین مرتبط با آن خواهد گردید. در مدل اسلامی گواهی سپرده سهام، می‌توان به جای سهام از انواع ابزارهای دیگر نیز بهره جست. به عنوان مثال می‌توان گواهی سپرده صکوک نیز منتشر کرد به طوری که شرکت صکوک خود را به بانک فروخته و بانک خارجی براساس ضبط صکوک منتشر شده، خود در کشور اسلامی مقصد به انتشار صکوک معادل می‌پردازد.

ظرفیت‌های زیادی برای ارتباط کشورهای اسلامی در این حوزه وجود دارد. نهادهای بین‌المللی همچون بانک توسعه اسلامی^۱ (IDB) می‌توانند با ورود به این عرصه یاری رسان کشورهای عضو باشند. ضمن یادآوری این نکته که در حال حاضر کشورهای اسلامی همچون مالزی و عربستان گواهی سپرده سهام منتشر نموده‌اند، در زیر به ظرفیت‌های موجود در جمهوری اسلامی ایران و همچنین ظرفیت بانک توسعه اسلامی اشاره خواهیم نمود.

¹ Islamic Development Bank

ظرفیت‌های موجود در جهت انتشار گواهی سپرده سهام

اگرچه شعب بانک‌های خارجی تاکنون مجوز فعالیت در جمهوری اسلامی ایران نداشته و در نگاه اول امکان انتشار گواهی سپرده سهام وجود ندارد اما می‌توان از ظرفیت کنونی بازار پول، بازار سرمایه و همچنین نهادهای بین‌المللی نظیر بانک توسعه اسلامی بهره جست. در حال حاضر ۷ شرکت تأمین سرمایه در بازار سرمایه فعال هستند که وظیفه اصلی آنها تأمین سرمایه برای شرکت‌ها می‌باشد. باتوجه به اینکه گواهی سپرده سهام یکی از روش‌های تأمین مالی خارجی است، امکان ورود این شرکت‌ها در این حوزه امکانپذیر است. به‌عنوان مثال، با گسترش روابط خارجی با کشورهای اسلامی، می‌توان با بازگشایی شعبه شرکت تأمین سرمایه در کشورهای مقصد و تحت نظارت نهاد نظارتی و تنظیمی آن کشور درآمدن، یا از طریق برقراری ارتباط با شرکت‌های تأمین سرمایه خارجی، امکان انتشار گواهی سپرده سهام را فراهم ساخت. از سوی دیگر، شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ایران نیز می‌تواند نقش وکیل از جانب بانک‌های خارجی را ایفا کند. باتوجه به امکان ارتباط شرکت‌های سپرده‌گذاری خارجی با شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ایران و وجود تفاهم‌نامه بین این شرکت و شرکت‌های خارجی، به‌نظر می‌رسد این نهاد نیز ظرفیت ایفای نقش به‌عنوان یکی از ارکان انتشار گواهی‌های سپرده سهام را داشته باشد.

بانک‌ها نیز به‌عنوان نهادهای حاضر در بازار پول قادرند با گسترش روابط خارجی یا از طریق شعب خارجی خود و هماهنگی با نهادهای ناظر کشورهای مقصد، با هماهنگی‌هایی که به عمل می‌آید به انتشار گواهی سپرده سهام مبادرت ورزند.

اما مهمترین نهادی که می‌توان از اعتبار و ظرفیت آن بهره جست، بانک توسعه اسلامی می‌باشد که ایران یکی از اعضای این بانک می‌باشد. از ظرفیت بانک توسعه اسلامی در سه حوزه می‌توان استفاده کرد: ۱- بانک توسعه اسلامی به انتشار گواهی سپرده سهام مبادرت ورزد؛ ۲- بانک توسعه اسلامی به‌عنوان ناظر (یا حتی ضامن) بر بانک‌ها یا شرکت‌های تأمین سرمایه‌ای عمل کند که به انتشار گواهی سپرده سهام مبادرت می‌ورزند؛ ۳- مشاوره و بهره‌گیری از تجربیات انتشار چنین گواهی سپرده سهام یا صکوک از سوی بانک توسعه اسلامی در کشورهای اسلامی دیگر.

در حال حاضر ایران با دراختیار داشتن ۸,۲۸ درصد از سهام بانک توسعه اسلامی، پس از عربستان و لیبی، بزرگترین سهامدار این بانک می‌باشد. این بانک در کشورهای اسلامی ذی‌نفع بوده و باتوجه به درصد بالای سهامداری ایران در این بانک، باید طرفی برای بهره‌برداری بیشتر از ظرفیت‌های این بانک برای توسعه جمهوری اسلامی ایران اندیشید.

منابع منتخب:

- 1- Reyes, Edwin, 2012; Deutsche Bank Depository Receipts, the Bank's 2012 overview.
- 2- SEC, 2013, American Depository Receipts, Investors' Bulletin, Office of Investors Education and Advocacy.
- 3- London Stock Exchange, 2009; Depository Receipts: Guide to Continuing Obligations.
- 4- J.P Morgan Reference Guide, 2008; Global Depository Receipts.
- 5- Michael Cole-Fontayn, 2009; the Depository Receipt Markets, Bank of New York Mellon.
- 6- Muhammad Ayub, 2007; Understanding Islamic Finance, Wiley Publication.