

طرح ایجاد سهام طبقه «ب»  
با ظرفیت‌های کنونی قوانین ایران



تأمین سرمایه نوین  
بورس اوراق بهادار تهران  
دی‌ماه ۱۳۹۵

بورس اوراق بهادار تهران

مدیریت تحقیق و توسعه

شناسنامه سند

عنوان: طرح ایجاد سهام طبقه «ب» با ظرفیت‌های کنونی قوانین ایران

تهیه کننده: تأمین سرمایه نوین، بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ تهیه: دی‌ماه ۱۳۹۵

شماره ویراست: اول

## خلاصه مدیریتی

در برخی کشورها به شرکت‌ها اجازه داده می‌شود انواع سهام با ویژگی‌های متفاوت را منتشر کنند. برخی از سهام دارای حق رأی و برخی دیگر فاقد حق رأی است. در قانون تجارت ایران دو نوع سهام عادی و ممتاز پیش‌بینی شده است. سهام ممتاز طبق قانون تجارت ایران سهامی است که یک یا چند امتیاز بیشتر از سهام عادی داشته باشد؛ بنابراین بر اساس قانون تجارت ایران، امکان انتشار سهام بدون حق رأی وجود ندارد.

سهام نوع «ب» معمولاً سهامی است که دارای حق رأی نیست. انتشار چنین سهامی با استقبال شرکت‌های مادر (هلدینگ) مواجه خواهد شد، چراکه آن‌ها بدون از دست دادن کنترل خود بر شرکت زیرمجموعه، می‌توانند با صدور سهام جدید شرکت از نوع «ب» موافقت کنند. انتشار این نوع سهام به‌صورت عمومی می‌تواند به افزایش سهام شناور آزاد شرکت نیز کمک کند.

در این گزارش طرح ایجاد سهام نوع «ب» یعنی سهام بدون حق رأی با سه گزینه شامل: (۱) گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط، (۲) گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - با حضور نهاد واسط و (۳) صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم ارائه و کارکردهای هر کدام بررسی شده است.

در هر یک از سه گزینه فوق، قسمتی از سهام شرکت زیرمجموعه یک سهامدار عمده نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه مسدود شده و به ازای آن‌ها اوراق جدیدی منتشر و به سرمایه‌گذاران واگذار می‌شود. این اوراق جدید در دو گزینه اول تحت عنوان گواهی سپرده سهام و در گزینه آخر واحدهای سرمایه‌گذاری یک صندوق سرمایه‌گذاری است که برای این منظور تشکیل می‌شود. هر گواهی سپرده سهام یا واحد سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر یک سهم از شرکت زیرمجموعه است درحالی‌که حق رأی این سهام در اختیار سهامدار عمده باقی می‌ماند.

اوراق گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط، نخستین گزینه‌ای است که در این گزارش طرح شده است. طبق این گزینه، سهامدار عمده با انتشار اوراق گواهی سپرده طبقه «ب» سهام، وجوه موردنیاز برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های زیرمجموعه، در قالب شرکت در افزایش سرمایه و یا سرمایه‌گذاری جدید را فراهم می‌آورد. سهام جدید صادره از شرکت زیرمجموعه، در مالکیت سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران در این اوراق، به نسبت اوراقی که خریداری می‌کنند در منافع حاصل از سهام شرکت زیرمجموعه، شریک هستند، لکن حق رأی سهام مذکور همچنان در اختیار سهامدار عمده خواهد بود. در این گزینه به جای سهام جدید شرکت زیرمجموعه که قصد افزایش سرمایه را دارد، سهامدار عمده می‌تواند بر روی سهام یکی دیگر از شرکت‌های تحت مالکیت خود، اوراق گواهی سپرده طبقه «ب» سهام منتشر کرده و وجوه حاصل را صرف افزایش سرمایه در شرکت موردنظر نماید.

گزینه دوم اوراق گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - با حضور نهاد واسط است در این گزینه، نهاد واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، بخشی از سهام شرکت زیرمجموعه را از سهامدار عمده خریداری کرده و به این واسطه سرمایه موردنیاز وی را تأمین می‌کند. این انتقال سهام از سهامدار عمده به نهاد واسط بدون انتقال حق رأی سهام

صورت می‌پذیرد، بنابراین سهامدار عمده می‌تواند حق حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه و اعمال رأی را پس از انتقال سهام به نهاد واسط برای خود حفظ کند.

سومین گزینه که برای این منظور پیشنهاد شده، تشکیل صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم می‌باشد. در این مدل صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم در قالب فروش واحدهای سرمایه‌گذاری، وجوه موردنیاز را جمع‌آوری کرده و با تخصیص آن به خرید سهام تحت مالکیت سهامدار عمده، منابع موردنیاز آن را تأمین می‌کند. در این مکانیزم شرکت سرمایه‌پذیر حق رأی و حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه را برای خود حفظ می‌کند.

در هر یک از سه گزینه فوق، می‌توان با تعریف اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران در پایان عمر اوراق، نسبت به کسب حداقل بازدهی برای آن‌ها اطمینان حاصل کرد. همچنین می‌توان با تعریف اختیار خرید برای سهامدار عمده، هزینه‌های انتشار این اوراق را برای وی محدود ساخت.

محدودیت‌های معاملاتی گواهی سپرده سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق تک‌سهم که به شرح این طرح منتشر می‌شوند، - اعم از توقف نماد معاملاتی، دامنه نوسان قیمت و گره معاملاتی - مشابه محدودیت‌های معاملاتی سهام مربوطه خواهند بود. همچنین برای تشویق شرکت‌ها به استفاده از این طرح، مناسب است که سهام فروخته‌شده بر اساس این طرح به شرط آن‌که مطابق با مقررات مربوط به سهام شناور آزاد باشد، نیز جزو سهام شناور آزاد شرکت محسوب گردد.

## فهرست

۱	مقدمه.....
۳	گزینه اول.....
۳	گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط.....
۴	۱- معرفی گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط.....
۷	۲- فرآیند تقسیم و توزیع سود سهام مرتبط با گواهی سپرده سهام.....
۷	۳- فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام.....
۸	۴- مزایا و معایب اعطای اختیار فروش تبعی و اختیار خرید در فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام.....
۹	۵- شرایط سهام قابل واگذاری.....
۹	۶- شرایط سهامدار عمده.....
۱۰	۷- ارکان گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط.....
۱۲	۸- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه پس از انتشار اوراق گواهی سپرده سهام.....
۱۳	۹- بررسی ریسک‌های مرتبط با گواهی سپرده سهام.....
۱۵	گزینه دوم.....
۱۵	گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - با حضور نهاد واسط.....
۱۶	۱- معرفی گواهی سپرده سهام - با حضور نهاد واسط.....
۱۸	۲- فرآیند تقسیم و توزیع سود سهام مرتبط با گواهی سپرده سهام.....
۱۸	۳- فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام.....
۱۹	۴- فرآیند تعیین قیمت اعمال اختیار فروش و اختیار خرید.....
۲۰	۵- شرایط سهام قابل واگذاری.....
۲۰	۶- شرایط شرکت سهامدار عمده.....
۲۰	۷- ارکان گواهی سپرده سهام طبقه «ب» با حضور نهاد واسط.....
۲۱	۸- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه پس از انتشار اوراق گواهی سپرده سهام.....
۲۲	۹- بررسی ریسک‌های مرتبط با اوراق گواهی سپرده سهام با وجود نهاد واسط.....
۲۵	گزینه سوم.....
۲۵	صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی.....
۲۶	۱- معرفی صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی.....
۲۹	۲- مکانیزم تأمین مالی از طریق راه‌اندازی صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی:.....
۳۲	۳- ارکان صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم.....
۳۴	۴- شرایط سهام قابل انتقال به صندوق و سهامدار عمده.....
۳۴	۵- در نظر گرفتن اختیار خرید و اختیار فروش.....
۳۵	۶- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه تحت مالکیت صندوق.....
۳۵	۷- بررسی ریسک‌های مرتبط با صندوق.....
۳۸	بررسی امکان استفاده از اوراق بهادار موجود به جای اوراق گواهی سپرده سهام و مطالعات تطبیقی.....
۳۹	۱- بررسی امکان استفاده از اوراق بهادار موجود به جای اوراق گواهی سپرده سهام.....
۳۹	اوراق مشارکت.....
۳۹	اوراق مرابحه.....
۴۰	۲- مطالعات تطبیقی صورت گرفته.....

۴۱	رسید سپرده ملی
۴۲	رسید سپرده فراملی
۵۱	مقایسه مزایا و معایب ابزارهای مورد بررسی برای ایجاد سهام طبقه «ب» و نتیجه‌گیری
۵۲	مقدمه
۵۲	معیارهای مقایسه و ارزیابی گزینه‌ها
۵۲	۱- عدم نیاز به مجوز معامله خارج از ساعت
۵۲	۲- مزیت مالیاتی
۵۳	۳- هزینه‌های اجرایی و معاملاتی
۵۴	۴- سرعت اجرا
۵۴	۵- امکان تغییر ارکان
۵۴	۶- و شش ریسک
۵۶	۷- مکان تمدید طرح
۵۶	۸- امکان ترکیب چند سهامدار عمده
۵۷	۹- شفافیت
۵۷	۱۰- اطمینان از حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در افزایش سرمایه
۵۸	جمع‌بندی
۶۱	نتیجه‌گیری

## مقدمه

بر اساس قانون تجارت سهام شرکت‌های سهامی در دو قالب سهام ممتاز و سهام عادی تعریف شده است. بر اساس این قانون سهام ممتاز سهامی است که حداقل یک مزیت بیشتر نسبت به سهام عادی شرکت داشته باشد؛ بنابراین از آنجایی که هر سهم عادی شرکت سهامی، دارای یک حق رأی در مجامع شرکت می‌باشد، نمی‌توان سهام ممتاز را برای این شرکت‌ها بدون حق رأی تعریف کرد. از آنجاکه طبقات<sup>۱</sup> مختلف دیگری برای سهام در قوانین ایران تعریف نشده، شرکت‌های سهامی نمی‌توانند سهام خود را بدون حق رأی به سهامداران عرضه کنند. از طرف دیگر درصد زیادی از سرمایه‌گذاران خرد بازار سرمایه، توجهی به حق رأی سهام تحت مالکیت خود نداشته و اغلب در طول مدت سرمایه‌گذاری خود از آن استفاده نمی‌کنند. لذا سرمایه‌گذاری در سهام عادی شرکت و سرمایه‌گذاری در سهام بدون حق رأی شرکت، برای آن‌ها تقریباً مطلوبیت یکسانی دارد.

در بازارهای جهانی، طبقات مختلفی برای سهام شرکت‌ها تعریف شده که از نظر حق رأی باهم تفاوت دارند. به‌طور مثال سهام طبقه (B) سهامی است که نسبت به سهام طبقه (A) از حق رأی کمتری برخوردار یا کاملاً بدون حق رأی است. با توجه به اینکه این نوع از سهام در قوانین ایران (قانون تجارت) تعریف نشده است، در این گزارش درصدد آن هستیم تا با استفاده از ظرفیت‌های قانونی فعلی کشور، این نوع سهام را ایجاد کنیم.

در شرایط فعلی یکی از مشکلاتی که شرکت‌های مادر (هلدینگ‌ها) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری با آن مواجه هستند، کمبود منابع مالی نقد به‌منظور انجام امور سرمایه‌گذاری در شرکت‌های زیرمجموعه برای توسعه فعالیت‌های تجاری خود می‌باشد. از سوی دیگر عدم توانایی شرکت‌های مادر، در تأمین مالی شرکت‌های تولیدی و خدماتی زیرمجموعه، موجب می‌شود که این شرکت‌ها به‌ناچار به روش‌های تأمین مالی دیگر از جمله انتشار صکوک یا دریافت تسهیلات از نظام بانکی روی آورند. لذا در سررسید فشار زیادی بر جریان نقدی شرکت وارد می‌شود و هزینه‌های ثابت مالی افزایش یافته و به‌تبع آن ریسک اعتباری شرکت افزایش خواهد یافت.

از طرف دیگر، از آنجاکه بر اساس مقررات بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اعطای تسهیلات به شرکت‌های مادر که موضوع فعالیت آن‌ها مدیریت شرکت‌های زیرمجموعه می‌باشد، ممنوع است؛<sup>۲</sup> لذا استفاده این شرکت‌ها از منابع بانکی به‌طور کلی ناممکن می‌نماید. در این شرایط ارائه راهکاری مناسب در بازار سرمایه جهت تأمین مالی این گروه از فعالان اقتصادی ضروری است.

قابل توجه است که سهامداران عمده، عموماً تمایلی ندارند که توان کنترل خود بر شرکت‌های تحت مدیریت خود را از دست بدهند. از طرف دیگر این شرکت‌ها به‌منظور توسعه و گسترش فعالیت‌های عملیاتی در شرکت‌های زیرمجموعه خود، به منابع مالی نیاز دارند. چنانچه شرکت‌های زیرمجموعه بتوانند سهام بدون حق رأی منتشر کنند،

1. Class

۲. بخشنامه شماره ۹۲/۲۶۰۱۴۰ بانک مرکزی مورخ ۱۳۹۲/۰۹/۰۴



امکان تأمین منابع موردنیاز شرکت‌های مادر، بدون از دست دادن توان مدیریت و کنترل شرکت‌های زیرمجموعه فراهم می‌آید.

بنابراین در صورتی که شرکت‌ها بتوانند، سهام بدون حق رأی منتشر کنند یا در صورتی که شرکت‌های مادر بتوانند سهام شرکت‌های زیرمجموعه خود را بدون حق رأی به سرمایه‌گذاران خرد منتقل نمایند، از یک طرف راه جدیدی برای تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه آن‌ها فراهم شده و از طرف دیگر سهام شناور آزاد این شرکت‌های زیرمجموعه افزایش یافته که خود منجر به افزایش عمق بازار ثانویه و در نتیجه افزایش کارایی بازار سرمایه خواهد شد.

برای دستیابی به اهداف فوق فروش سهام شرکت‌ها بدون انتقال حق رأی در این گزارش پیش‌بینی شده که برای اجرایی کردن آن سه گزینه زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. گواهی سپرده سهام طبقه «ب» (بدون حضور نهاد واسط)
۲. گواهی سپرده سهام طبقه «ب» (با حضور نهاد واسط)
۳. صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی

هریک از گزینه‌های فوق دارای مزایا و محدودیت‌هایی نسبت به هم هستند که در ادامه به تشریح هر گزینه و در انتها به مقایسه آن‌ها با یکدیگر می‌پردازیم.



## گزینه اول

گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط

**۱- معرفی گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط**

گواهی سپرده طبقه «ب» سهام (به اختصار گواهی سپرده سهام) ابزاری است که به منظور تأمین نیازهای شرکت‌های مادر و در راستای توسعه فعالیت‌ها و افزایش کارایی بازار سهام منتشر می‌گردد. در انتشار این گواهی سهامدار عمده به‌عنوان ناشر اوراق، وجوه حاصل از انتشار را به وکالت از طرف دارندگان گواهی سپرده سهام، صرف خرید سهام شرکت‌های زیرمجموعه از خودش می‌کند؛ با این شرط که حق رأی سهام فروخته شده، در اختیار سهامدار عمده باقی بماند. بر این اساس وجوه جمع‌آوری شده در مقابل فروش بخشی از سهام تحت تملک سهامدار عمده به سرمایه‌گذاران بدون انتقال حق رأی، در اختیار وی قرار گرفته و در راستای انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت شرکت‌های دیگر بکار گرفته می‌شود. در این رویکرد هر گواهی سپرده سهام نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر یک سهام شرکت زیرمجموعه خواهد بود؛ بنابراین اوراق خریداری شده توسط سرمایه‌گذاران به‌مثابه سهام شرکت زیرمجموعه بوده، با این تفاوت که دارندگان این اوراق حق حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه و اعمال رأی را ندارند. انتشار این اوراق در دو رویکرد زیر قابل تعریف است:

- انتشار اوراق گواهی سپرده سهام به‌منظور خرید سهام موجود تحت تملک سهامدار عمده با هدف تأمین نیازهای نقدی سهامدار عمده.

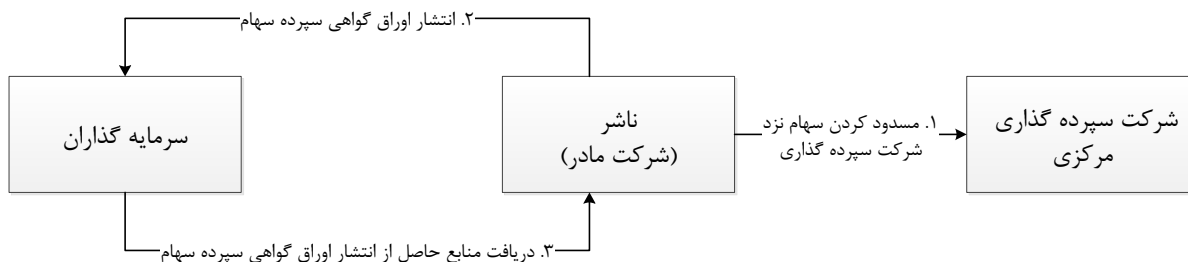
- انتشار اوراق گواهی سپرده سهام به‌منظور شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه از طریق خرید سهام جدید آن؛

در ادامه هر یک از رویکردهای فوق تشریح می‌شود.

**۱-۱- انتشار گواهی سپرده سهام به‌منظور فروش سهام موجود توسط سهامدار عمده بدون****انتقال حق رأی**

در این رویکرد سهامدار عمده، به‌منظور انجام امور سرمایه‌گذاری با کمبود وجوه نقد مواجه است و از طرفی تمایل به از دست دادن کنترل و حق رأی خود در شرکت‌های زیرمجموعه را ندارد. لذا برای تأمین منابع مالی موردنیاز، بخشی از سهام یکی از شرکت‌های زیرمجموعه تحت مالکیت خود را مبنای انتشار گواهی سپرده سهام قرار داده و منابع حاصل را به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران صرف خرید سهام مذکور، از خود می‌کند. در این معامله، حق رأی سهام واگذار شده نزد سهامدار عمده باقی می‌ماند؛ به‌عبارت‌دیگر سهام بدون حق رأی به دارندگان گواهی سپرده سهام فروخته می‌شود. هر گواهی سپرده سهام نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن در یک سهم بدون حق رأی شرکت زیرمجموعه است. سهامدار عمده وجوه جمع‌آوری شده را صرف امور سرمایه‌گذاری و ایجاد شرکت‌های جدید و توسعه فعالیت‌های عملیاتی خود خواهد کرد. نمودار ۱ فرایند انتشار گواهی سپرده سهام به‌منظور فروش سهام موجود توسط سهامدار عمده را نشان می‌دهد.

نمودار ۱ فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام طبقه «ب» بدون نهاد واسط به منظور فروش سهام شرکت  
زیرمجموعه بدون حق رأی



در این طرح گواهی سپرده سهام، دارای سررسید است، لکن می توان در صورت موفقیت این طرح، در آینده گواهی سپرده سهام را بدون سررسید نیز منتشر کرد. به استثنای شرایطی خاصی که در بند ۶-۴ این بخش توضیح داده شده، سهامدار عمده باید در طی عمر اوراق، علاوه بر آن بخش از سهام شرکت زیرمجموعه که در فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام به دارندگان این گواهی‌ها فروخته است، همواره نسبتی از سهام شرکت زیرمجموعه را در مالکیت خود (یا اشخاص وابسته به خود) نگه دارد. این نسبت متناسب با میزان گواهی سپرده سهام منتشرشده بوده و سقفی نیز برای آن در نظر گرفته شده است. این بخش از سهام نزد شرکت سپرده گذاری مسدود می شود. این شرط برای آن است که اطمینان معقولی حاصل شود که تصمیمات سهامدار عمده ناشی از اعمال حق رأی خود در شرکت زیرمجموعه، به واسطه تملک بخشی از سهام، متوجه خود سهامدار عمده نیز باشد. به عبارت دیگر منافع سهامدار عمده و دارندگان گواهی سپرده سهام تا حدودی هم جهت گردد. این بخش از سهام باید به همراه سهام موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی مسدود شود تا از عدم انتقال آن به غیر اطمینان حاصل شود. سهامدار عمده می‌تواند برای اطمینان بیشتر سرمایه‌گذاران، بیش از حداقل تعیین شده از سهام تحت تملک خود را به شرح فوق مسدود نماید و اطلاعات مربوطه را از طریق بیانیه ثبت یا اعلامیه پذیرهنویسی به اطلاع سرمایه‌گذاران برساند.

در زمان عرضه گواهی سپرده سهام، ناشر می‌تواند به خریداران گواهی سپرده سهام اختیار دهد تا در سررسید معین و به قیمت معین گواهی‌های سپرده سهام را به ناشر بفروشند. این اختیار فروش تبعی خواهد بود و به‌طور جداگانه از سپرده سهام قابل معامله نیست. همچنین ناشر می‌تواند اختیار خرید گواهی سپرده سهام در سررسید و به قیمت مشخص را نزد خود محفوظ دارد. بدیهی است قیمت اعمال اختیار خرید ناشر بیش از قیمت اعمال اختیار فروش دارندگان اوراق خواهد بود.

در طی عمر اوراق گواهی سپرده سهام، سهامدار عمده می‌تواند تمام یا بخشی از اوراق گواهی مذکور را از بازار خریداری کند و نزد خود نگه دارد تا در موقع مناسب مجدداً بفروشد. همچنین سهامدار عمده می‌تواند آن بخش از گواهی سپرده سهام را که خریداری کرده است را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی تحویل داده تا سهام متناظر آن آزاد شود.

## ۱-۲- انتشار گواهی سپرده سهام به منظور شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه از

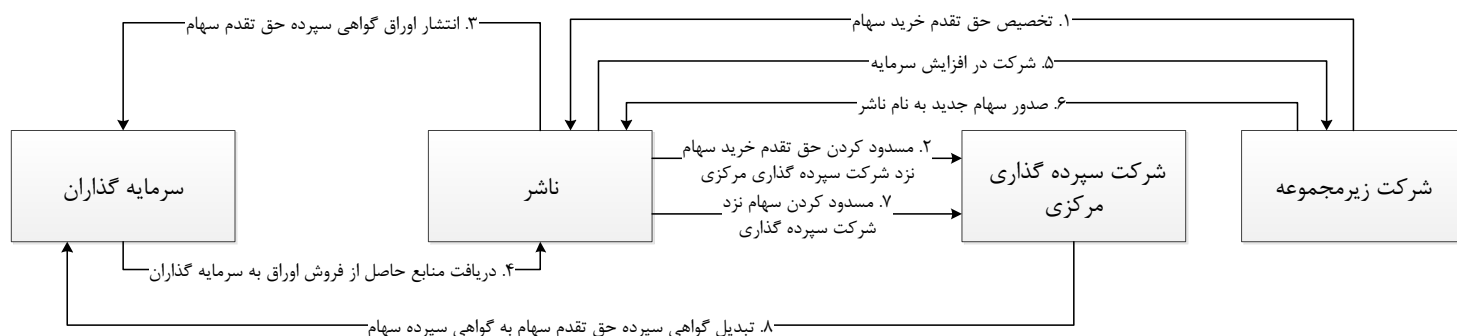
### طریق خرید سهام جدید آن:

در این رویکرد، شرکت زیرمجموعه با هدف اجرای طرح‌های توسعه‌ای در راستای فعالیت‌های عملیاتی خود، نیاز به جذب منابع مالی داشته و تأمین این نیاز را از طریق سازوکار افزایش سرمایه ممکن می‌داند. این در حالی است که سهامدار عمده شرکت مذکور، وجوه نقد کافی برای تزریق به شرکت زیرمجموعه و شرکت در افزایش سرمایه آن را در اختیار ندارد و از طرفی تمایلی به از دست دادن کنترل شرکت زیرمجموعه را ندارد. سهامدار عمده برای دستیابی به مجموعه این اهداف، فروش سهام جدید شرکت زیرمجموعه، بدون انتقال حق رأی آن‌ها را در دستور کار قرار می‌دهد.

برای این کار شرکت زیرمجموعه مجوز افزایش سرمایه را دریافت کرده و حق تقدم‌های خرید سهام جدید را به سهامداران خود از جمله سهامدار عمده تخصیص می‌دهد. سهامدار عمده به‌عنوان ناشر اقدام به انتشار اوراق گواهی سپرده سهام طبقه «ب» می‌کند. هر گواهی سپرده سهام دارای ارزشی برابر با ارزش یک حق تقدم خرید سهام به‌علاوه قیمت پذیره‌نویسی سهام جدید است که این ارزش در فرایند کشف قیمت (در عرضه عمومی اوراق گواهی سپرده سهام) مشخص می‌شود. لذا از قیمت فروش به‌دست‌آمده در فرایند پذیره‌نویسی اوراق، قیمت پذیره‌نویسی سهام جدید کسر و مابقی آن به‌عنوان ارزش حق تقدم‌های ناشر (سهامدار عمده)، به وی تعلق می‌گیرد. سهامدار عمده به وکالت از طرف دارندگان اوراق، حق تقدم‌های تعلق گرفته را اعمال می‌کند و سهام جدید شرکت زیرمجموعه به نام سهامدار عمده صادر می‌شود، این بخش از سهام نزد شرکت سپرده‌گذاری مسدود می‌شود، به‌این ترتیب دارندگان اوراق بهادار، مالک سهام جدید شرکت زیرمجموعه محسوب می‌شوند؛ لکن سهامدار عمده حق حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه و اعمال رأی بابت سهام جدید را در اختیار دارد. هر گواهی سپرده سهام نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن در یک سهم جدید و بدون حق رأی شرکت زیرمجموعه می‌باشد. نمودار ۲ فرایند انتشار گواهی سپرده سهام را نشان می‌دهد.

### نمودار ۲ فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام طبقه «ب» بدون نهاد واسطه به منظور شرکت در افزایش سرمایه

#### شرکت زیرمجموعه

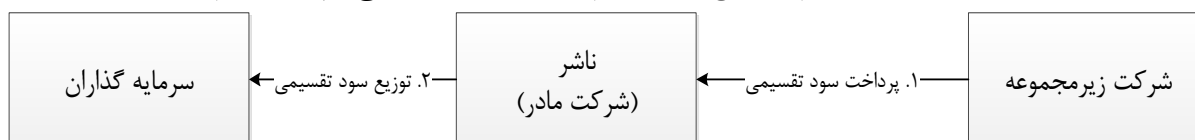


همانطور که در نمودار ۲ مشخص است سهامدار عمده موظف است پس از انتشار گواهی سپرده سهام و صدور سهام جدید شرکت زیرمجموعه به نام وی، این سهام را نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه مسدود کند. در سررسید، گواهی‌های سپرده سهام به سهام شرکت تبدیل می‌شوند. برای این منظور دارنده گواهی سپرده سهام باید گواهی خود را از طریق شرکت‌های کارگزاری به شرکت سپرده‌گذاری تسلیم کند. شرکت سپرده‌گذاری معادل گواهی‌های تسلیم شده، از سهام مسدود شده شرکت موضوع انتشار گواهی‌های سپرده سهام آزاد نموده و به نام دارندگان گواهی ثبت می‌کند.

## ۲- فرآیند تقسیم و توزیع سود سهام مرتبط با گواهی سپرده سهام

سودهای تقسیمی شرکت زیرمجموعه در دوره سرمایه‌گذاری، بابت سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام، به وکالت از طرف دارندگان این گواهی‌ها توسط سهامدار عمده دریافت شده و بر اساس تعداد گواهی‌های تحت مالکیت سرمایه‌گذاران، بین آن‌ها توزیع می‌شود. نمودار ۳ فرآیند دریافت و توزیع سود بین دارندگان گواهی‌های سپرده سهام را نمایش می‌دهد.

نمودار ۳ فرآیند تقسیم و توزیع سود سهام مرتبط با اوراق گواهی سپرده سهام



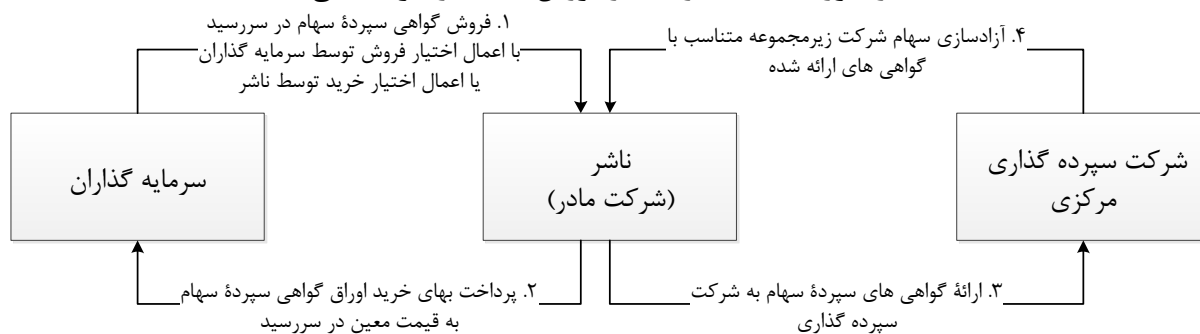
## ۳- فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام

در سررسید گواهی سپرده سهام در صورتی که اختیار فروش توسط سرمایه‌گذاران یا اختیار خرید توسط ناشر اعمال شود، مالکیت گواهی سپرده سهام در سررسید به ناشر منتقل شود، آنگاه ناشر با ارائه گواهی‌های سپرده سهام به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و ابطال آن، سهام مسدود شده را به نام خود آزاد می‌کند.

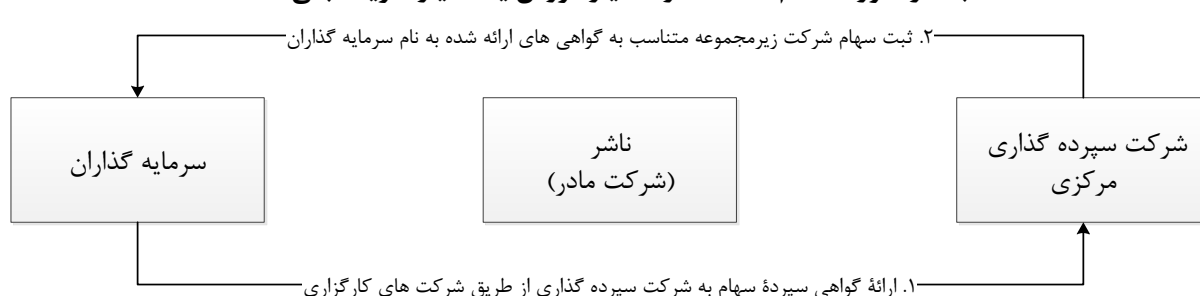
در صورتی که اختیار فروش توسط سرمایه‌گذاران و اختیار خرید توسط ناشر اعمال نگردد، سرمایه‌گذاران گواهی‌های سپرده سهام تحت مالکیت خود را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ارائه و ابطال می‌کنند. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی سهام مسدود شده را به نام سرمایه‌گذاران ثبت و از حالت مسدودی خارج می‌کند. نمودار ۴ فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام در سررسید را در حالت‌های مختلف نمایش می‌دهد.

### نمودار ۴ فرآیند تصفیة گواهی سپرده سهام در سررسید

#### الف) در صورت استفاده از اختیار فروش یا اختیار خرید تبعی



#### ب) در صورت عدم استفاده از اختیار فروش یا اختیار خرید تبعی



در صورت عدم اعمال اختیار فروش و اختیار خرید گواهی های سپرده سهام و ارائه آن به شرکت سپرده گذاری مرکزی توسط سرمایه گذاران، شرکت سپرده گذاری مرکزی در مقابل ابطال این گواهی ها، متناسباً مالکیت سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام را به نام سرمایه گذاران تغییر می دهد. مالیات این انتقال مالکیت بر عهده ناشر اوراق بوده و از محل سهام مازاد وثیقه شده توسط وی پرداخت می گردد.

### ۴- مزایا و معایب اعطای اختیار فروش تبعی و اختیار خرید در فرایند انتشار گواهی سپرده سهام

در صورتی که ناشر تصمیم به اعطای اختیار فروش تبعی به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام بگیرد، ملزم خواهد بود که برای اطمینان از ایفای تعهد خود مبنی بر خرید گواهی سپرده سهام به قیمت معین در سررسید این اوراق، وثیقه یا ضامن معرفی نماید. بدیهی است که معرفی وثیقه یا ضامن، هزینه تأمین مالی ناشر را افزایش می دهد. باین حال اعطای اختیار فروش تبعی به سرمایه گذاران، بر جذابیت گواهی سپرده سهام می افزاید.

علاوه بر این وجود اختیار خرید برای ناشر به وی کمک خواهد کرد تا چنانچه در سررسید تمایل داشته باشد که همچنان حق رأی سهام مربوطه را در اختیار داشته باشد، از اختیار خرید خود استفاده کرده و گواهی های سپرده سهام را خریداری کند و با ارائه آن ها به شرکت سپرده گذاری مرکزی، سهام شرکت زیرمجموعه را آزاد نماید. در صورتی که ناشر برای خود اختیار خرید در نظر نگرفته باشد، ممکن است در سررسید قیمت گواهی سپرده سهام در بازار بیشتر از قیمت اعمال اختیار فروش دارندگان این گواهی ها شده و آن ها از فروش گواهی ها به ناشر اجتناب کرده و با منقضی شدن سررسید اوراق، سهام مربوطه و به تبع آن حق رأی به دارندگان گواهی سپرده سهام منتقل شود.

البته در این شرایط، ناشر می‌تواند گواهی‌های سپرده سهام را از بازار خریداری کند و به این ترتیب حق رأی خود را حفظ نماید. بدیهی است که در نظر گرفتن اختیار خرید برای ناشر می‌تواند از جذابیت گواهی سپرده سهام برای سرمایه‌گذاران بکاهد.

وجود اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران و اختیار خرید برای ناشر، ریسک دستکاری قیمت گواهی‌های سپرده سهام توسط ناشر (سهامدار عمده) را در سررسید (و یا در مواعد مجاز برای اعمال اختیارها) افزایش خواهد داد. به این ترتیب اگر در سررسید قیمت سهام عادی کمتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد و ناشر تمایل به نگهداری حق رأی سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام را نداشته باشد، سعی خواهد کرد که قیمت سهام عادی را در سررسید به سمت بالا دستکاری کرده تا از قیمت اعمال اختیار فروش بیشتر شود تا دارندگان گواهی سپرده سهام تمایل به استفاده از اختیار فروش خود نداشته باشند و بعد از سررسید، گواهی‌های سپرده به سهم عادی شرکت تبدیل شوند. از طرف دیگر چنانچه در سررسید قیمت سهام عادی در بازار بیشتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد، ناشر (سهامدار عمده) سعی خواهد کرد که با دستکاری قیمت به سمت پایین آن را به زیر قیمت اعمال کاهش دهد تا دارندگان گواهی سپرده سهم، از اختیار خود استفاده کرده و گواهی‌های خود را به ناشر (سهامدار عمده) بفروشند.

## ۵- شرایط سهام قابل واگذاری

سهام یا حق تقدم خرید سهام تحت مالکیت شرکت ناشر اوراق گواهی سهام، باید دارای شرایط زیر باشند تا دارای صلاحیت به منظور انتشار اوراق گواهی سپرده سهام تشخیص داده شوند:

- پذیرفته شده در بورس یا بازار اول یا دوم فرابورس باشد؛
- در موقع عرضه گواهی سپرده سهام، معاملات سهام شرکت متوقف نباشد.
- شرکت در آخرین دوره مالی حسابرسی شده قبل از صدور مجوز انتشار گواهی سپرده سهام، زیان‌ده نبوده و همچنین طبق بودجه پیش‌بینی شده حسابرسی شده یک سال آتی نیز زیان‌ده نباشد.
- ارزش بازار سهامی که قرار است از طریق گواهی سپرده سهام فروخته شود از ۵۰۰ میلیارد ریال کمتر نباشد.

## ۶- شرایط سهامدار عمده

هریک از شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا هلدینگ باید دارای شرایط زیر باشند تا دارای صلاحیت لازم به منظور انتشار اوراق گواهی سپرده سهام تشخیص داده شوند:

- شخصیت حقوقی تأسیس شده مطابق قوانین کشور ایران داشته و مرکز اصلی فعالیت آن نیز در ایران باشد؛
- حسابرس شرکت در دو سال اخیر از بین مؤسسات حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی بوده و در هنگام بررسی تقاضا از مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار باشد؛



- اظهار نظر بازرس و حسابر س شرکت در خصوص صورت‌های مالی دو سال مالی اخیر آن مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.
- سهامدار عمده باید میزانی از سهام موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام را به شرح زیر تا سر رسید اوراق در مالکیت خود نگه دارد. این میزان از سهام باید به همراه میزان سهامی که از طریق انتشار گواهی سپرده سهام واگذار می‌شود، نزد شرکت سپرده‌گذاری مسدود شود:
  - در صورتی که سر رسید اوراق کمتر از شش ماه باشد یا در صورتی که گواهی سپرده سهام با اعطای اختیار فروش به دارنده آن منتشر شده باشد به گونه ای که قیمت اعمال اختیار فروش معادل لاقل یک به علاوه سود سپرده بانکی به علاوه ۳ درصد ضرب در قیمت پایانی سهام در بازار نقد در روز کاری پیش از عرضه گواهی سپرده سهام باشد؛ به میزان ۲۰ درصد از سهام شرکت زیرمجموعه یا ۸۰ درصد سهامی که قرار است از طریق انتشار گواهی سپرده سهام به فروش رود، هر کدام کمتر باشد.
  - در غیر از حالت قبل، به میزان لاقل ۲۰ درصد یا یک و نیم برابر سهامی که مقرر است از طریق گواهی سپرده سهام منتشر کند، هر کدام کمتر باشد.
- تبصره - در صورتی که سهامدار عمده میزان سهام مندرج در این بند را مالک نباشد، می تواند از محل سهام شرکت های تحت کنترل، کنترل کننده یا تحت کنترل مشترک، سهام مورد نیاز را تأمین کند؛ مشروط بر اینکه میزانی از سهام خود در شرکت تحت کنترل یا میزانی از سهام شرکت کنترل کننده در شرکت سهامدار عمده یا میزانی از سهام شخص ثالث در شرکت سهامدار عمده و شخص تحت کنترل مشترک با وی که باعث به وجود آمدن کنترل های مذکور شده است نیز نزد شرکت سپرده گذاری مرکزی مسدود گردد.
- در صورتی که در نظر باشد اختیار فروش تبعی به دارندگان گواهی سپرده سهام اعطا شود، آنگاه برای اطمینان از اینکه سهامدار عمده در سر رسید به تعهد خود مبنی بر خرید گواهی های سپرده سهام به قیمت اعمال این اختیار، عمل خواهد کرد، باید یکی از شرایط زیر برقرار باشد:
  - ضامن معتبر تعهدات سهامدار عمده را در خصوص اختیار فروش تبعی، تضمین کند.
  - مطابق مقررات وثیقه کافی نزد شرکت سپرده گذاری تودیع شود.
  - رتبه اعتباری سهامدار عمده از حد معینی بیشتر باشد.
  - سهامدار عمده بر اساس معیارهایی که در مقررات پیش بینی می‌شود، جزو شرکت های برتر از نظر توانایی مالی باشد.

## ۷- ارکان گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط

ارکان انتشار گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط به شرح ذیل می‌باشند:  
ناشر: شخصیت حقوقی واجد شرایط مندرج در بند ۶ است.



امین: مؤسسه حسابرسی و یا هر شخصیت حقوقی مورد تأیید سازمان بورس است که از طرف ناشر انتخاب می‌شود و بر حفظ منافع دارندگان گواهی سپرده سهام نظارت می‌نماید. وظایف و مسئولیت‌های امین به شرح ذیل است:

- معاملات شرکت زیرمجموعه موضوع انتشار گواهی سپرده سهام با اشخاص وابسته (از جمله معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت) قبل از نهایی شدن باید به اطلاع امین برسد. امین باید این معاملات را بررسی کرده و چنانچه خارج از عرف تجاری باشد، موضوع را به شرکت زیرمجموعه اطلاع دهد. در این صورت این معاملات نباید نهایی و منعقد شوند. همچنین در مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت زیرمجموعه، هنگام رأی‌گیری راجع به معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت، ناشر (سهامدار عمده) در خصوص سهام شرکت زیرمجموعه که از طریق گواهی سپرده سهام به سرمایه‌گذاران واگذار شده، حق رأی نخواهند داشت و امین به نیابت از سرمایه‌گذاران در این زمینه رأی می‌دهد.
- امین باید به پرداخت سود به دارندگان گواهی سپرده سهام از محل سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه موضوع انتشار گواهی سپرده سهام که باید توسط ناشر (سهامدار عمده) انجام شود نظارت کند و مطمئن شود این پرداخت‌ها به‌موقع و کامل است.
- در صورتی که گواهی سپرده سهام با اعطای حق اختیار فروش تبعی به سرمایه‌گذاران عرضه شود، امین باید بر ایفای تعهد ناشر (سهامدار عمده) در این زمینه نظارت کند و در صورت وقوع تخلف، موضوع را پیگیری یا وثایق ناشر در این زمینه را به مرحله اجرا گذارد.
- در صورتی که گواهی سپرده سهام با اعطای حق اختیار فروش تبعی عرضه شود، امین باید در سررسید اختیارات فوق بر عملکرد ناشر در بازار سهام شرکت زیرمجموعه نظارت کند و در صورت ظن به دستکاری قیمت سهام مذکور، موضوع را در مراجع رسیدگی طرح و پیگیری نماید.

**عامل فروش:** شخصیت حقوقی که از طرف ناشر تعیین می‌شود تا نسبت به عرضه اولیه اوراق گواهی سپرده سهام از طریق بورس یا فرابورس و سایر امور اجرایی مرتبط با انتشار، اقدام کند.

**عامل پرداخت:** شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه است که نسبت به پرداخت‌های مرتبط با اوراق گواهی سپرده سهام به سرمایه‌گذاران اقدام می‌نماید. این پرداخت‌ها شامل پرداخت سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه به دارندگان گواهی سپرده سهام است.

**بازارگردان:** شخص حقوقی است که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه نوسان قیمت و افزایش نقدشوندگی گواهی سپرده سهام در معاملات دست‌دوم اقدام به خرید و فروش اوراق مذکور می‌نماید. روش بازارگردانی این اوراق بر مبنای حراج می‌باشد. در صورتی که وجود بازارگردان منجر به تحمیل هزینه به ناشر گردد، نباید وجود این رکن الزامی باشد. در صورتی که بازارگردان بتواند از محل تفاوت بین قیمت خرید و فروش خود درآمد کافی حاصل کند و بنابراین هزینه اضافی به ناشر تحمیل نکند، الزامی کردن وجود بازارگردان مطلوب است و منجر به افزایش استقبال از گواهی سپرده سهام خواهد شد.

متعهد پذیرهنویس: شخص حقوقی است که متعهد به خرید اوراق فروش نرفته در عرضه اولیه می‌باشد. حضور متعهد پذیرهنویس در فرآیند انتشار اوراق گواهی سپرده سهام اختیاری و وابسته به نظر ناشر گواهی سپرده سهام است؛ بنابراین در صورت عدم حضور متعهد پذیرهنویس، فرآیند انتشار اوراق گواهی سپرده سهام وقتی تکمیل شده تلقی می‌شود که درصد قابل قبولی (برای مثال بیش از ۶۰ درصد) از گواهی‌های عرضه شده به فروش روند. در صورتی که عرضه گواهی سپرده سهام برای شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه باشد و شرکت زیرمجموعه جزو شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یا فرابورس باشد، آنگاه طبق مقررات موجود، خودبه‌خود متعهد پذیرهنویس برای تعهد پذیرهنویسی سهام جدید حضور دارد. در شرایطی که قیمت سهام شرکت زیرمجموعه در بازار به اندازه قابل توجهی بیش از قیمت پذیرهنویسی سهام جدید باشد، آنگاه می‌توان تمام یا بخشی از منابع لازم را برای پذیرهنویسی سهام جدید را از محل تفاوت بین قیمت پذیرهنویسی گواهی سپرده سهام و قیمت پذیرهنویسی سهام جدید تأمین کرد، بنابراین در این شرایط تعهد متعهد پذیرهنویس کمتر خواهد بود و در نتیجه کارمزد وی نیز می‌تواند کاهش یابد.

#### ۸- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه پس از انتشار اوراق گواهی سپرده سهام

در صورتی که پس از فروش قسمتی از سهام شرکت زیرمجموعه از طریق انتشار اوراق گواهی سپرده سهام، شرکت زیرمجموعه برنامه انجام افزایش سرمایه از محل آورده نقد داشته باشد، حق تقدم خرید سهام جدید شرکت متناسب با درصد افزایش سرمایه به نام سهامدار عمده صادر و بلافاصله نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه مسدود خواهد شد. سهامدار عمده بر اساس این حق تقدم‌ها اقدام به صدور حق تقدم خرید گواهی سپرده سهام کرده و به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام تخصیص می‌دهد. دارندگان گواهی سپرده سهام در مهلت تعیین شده که کمتر از عمر حق تقدم خرید سهام است، فرصت دارند تا ارزش اسمی حق تقدم‌های خود را به حساب مشخص شده واریز و آن را به گواهی سپرده سهام جدید تبدیل کنند. سهامدار عمده وجوه جمع‌آوری شده را صرف شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه کرده و سهام جدید متناسب با آن به نام وی صادر و بلافاصله نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه مسدود خواهد شد.

در صورتی که بخشی از سرمایه‌گذاران حق تقدم‌های خرید گواهی سپرده سهام خود را در مهلت مقرر اعمال نکنند، سهامدار عمده حق تقدم‌های خرید سهام متناسب با آن را به فروش رسانده و وجوه حاصل را پس از کسر هزینه‌های متحمل شده به حساب آن‌ها واریز خواهد کرد.

قابل توجه است که در صورت وجود اختیار خرید و فروش برای گواهی سپرده سهام و افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه، با توجه به تغییر قیمت سهام شرکت زیرمجموعه پس از انجام افزایش سرمایه، لازم است قیمت اعمال اختیار فروش و اختیار خرید تعریف شده نیز متناسباً تغییر یابد. این تغییر قیمت با توجه به درصد تغییر قیمت سهام پس از انجام افزایش سرمایه صورت خواهد گرفت.

در صورتی که افزایش سرمایه از محل مطالبات و یا سود انباشته انجام شود، صدور گواهی سپرده جدید متناسباً صورت خواهد گرفت و بین دارندگان گواهی سپرده سهام توزیع خواهد شد. سهام متناظر با پاره گواهی سپرده سهام

نیز توسط ناشر در بازار به فروش رسیده و مبالغ حاصل پس از کسر هزینه‌های مرتبط در وجه مالکان آن‌ها واریز خواهد شد.

## ۹- بررسی ریسک‌های مرتبط با گواهی سپرده سهام

از آنجایی که گواهی سپرده سهام نقش و کارکرد سهام عادی شرکت‌ها را به خود می‌گیرد، تمام ریسک‌های مرتبط بر سهام عادی، بر این اوراق نیز اثرگذار است، علاوه بر این ریسک‌های زیر قابل توجه می‌باشند:

۹-۱- ریسک نقدشوندگی: در صورت وجود بازار گردان، ریسک نقدشوندگی گواهی سپرده سهام کمتر از ریسک نقدشوندگی سهام عادی شرکت زیرمجموعه خواهد بود. در صورت وجود اختیار فروش تبعی، نقدشوندگی گواهی سپرده سهام در سررسید بیشتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، چراکه دارندگان این گواهی می‌توانند در صورت لزوم از اختیار خود برای فروش گواهی به ناشر استفاده کنند.

۹-۲- ریسک دستکاری قیمت: فروش این اوراق موجب می‌شود بخشی از سهام تحت مالکیت سهامدار عمده به صورت سهام بدون حق رأی به سرمایه‌گذاران خرد عرضه شده و در واقع سهام شناور آزاد شرکت مربوطه را افزایش دهد. این امر هم‌زمان موجب افزایش عمق بازار ثانویه و کاهش ریسک دستکاری قیمت سهام عادی شرکت و اوراق گواهی سپرده سهام خواهد شد. در صورت وجود اختیار خرید و فروش تبعی، ریسک نوسان قیمت گواهی سپرده سهام کمتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، لکن ریسک دستکاری قیمت سهام عادی شرکت توسط ناشر (سهامدار عمده) در سررسید افزایش می‌یابد؛ به این ترتیب که اگر در سررسید قیمت سهام عادی کمتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد و ناشر تمایل به نگهداری حق رأی سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام را نداشته باشد، سعی خواهد کرد که قیمت سهام عادی را در سررسید به سمت بالا دستکاری کرده تا از قیمت اعمال اختیار فروش بیشتر شود تا دارندگان گواهی سپرده سهام تمایل به استفاده از اختیار فروش خود نداشته باشند و بعد از سررسید گواهی‌های سپرده آن‌ها به سهام عادی شرکت تبدیل شود. پس از این تبدیل، ناشر (سهامدار عمده) اجازه خواهد داد تا قیمت سهام عادی به سمت پایین تعدیل شود. از طرف دیگر چنانچه ناشر تمایل داشته باشد که بعد از سررسید اوراق گواهی سپرده سهام، حق رأی سهام فروخته شده از این طریق نزد وی محفوظ بماند، آنگاه اگر در سررسید قیمت سهام عادی در بازار بیشتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد، ناشر (سهامدار عمده) سعی خواهد کرد که با دستکاری قیمت به سمت پایین آن را به زیر قیمت اعمال کاهش دهد تا دارندگان گواهی سپرده سهام، از اختیار خود استفاده کرده و گواهی‌های خود را به ناشر (سهامدار عمده) بفروشند. پس از آن ناشر (سهامدار عمده) اجازه خواهد داد که قیمت سهام عادی شرکت به سطح اولیه خود صعود کند. برای مقابله با این ریسک، علاوه بر نظارت سازمان و بورس بر معاملات تمامی اوراق بهادار، امین موظف است با بررسی معاملات در صورت وجود ظن دستکاری برای حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران موارد را به سازمان بورس اطلاع داده و پیگیری نماید.

- ۳-۹- ریسک عدم ایفای تعهد خرید سهام به قیمت اعمال در سررسید: در صورت وجود اختیار فروش، ممکن است سهامدار عمده به تعهد خود مبنی بر خرید سهام در سررسید عمل نکند. لذا لازم است برای کاهش این ریسک از راهکارهای پیش‌بینی شده در این طرح (اعم از معرفی ضامن، تسلیم وثیقه، رتبه‌بندی گواهی سپرده سهام یا انتخاب ناشر از بین شرکت‌های برتر) استفاده شود.
- ۴-۹- ریسک فروش سهام قبل از سررسید: ممکن است سهامدار عمده، سهام شرکت زیرمجموعه را که به دارندگان گواهی سپرده سهام فروخته است، قبل از سررسید بفروشد. با سپرده کردن سهام موضوع انتشار اوراق تا سررسید نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، این ریسک پوشش داده می‌شود.
- ۵-۹- ریسک عدم توزیع سود تقسیمی: ممکن است سهامدار عمده سود سهام تقسیمی و یا سایر مبالغ پرداختی توسط شرکت زیرمجموعه را میان دارندگان اوراق توزیع نکند. امین بر این موضوع نظارت کرده و در صورت تخلف، در مراجع رسیدگی علیه ناشر طرح شکایت خواهد کرد. این مکانیزم این ریسک را تا حد زیادی کاهش خواهد داد.
- ۶-۹- ریسک معامله با اشخاص وابسته: ممکن است سهامدار عمده معاملات خارج از عرف تجاری بین خود با شرکت زیرمجموعه یا بین اشخاص وابسته و تحت کنترل خود با شرکت زیرمجموعه ترتیب دهد که نتیجه این معاملات به ضرر شرکت زیرمجموعه و درنهایت به ضرر دارندگان گواهی سپرده سهام باشد. حضور امین به‌عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق و نظارت مستمر وی بر معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند این ریسک را تا حدود زیادی پوشش دهد.
- ۷-۹- ریسک مدیریت ضعیف شرکت: ممکن است به دلیل انتخاب مدیران ضعیف توسط ناشر (سهامدار عمده) برای شرکت زیرمجموعه، قیمت سهام این شرکت مطابق پیش‌بینی‌های انجام گرفته رشد نکند. چنانچه اختیار فروش تبعی بر روی گواهی سپرده سهام تعریف شده باشد، این ریسک تا حدود زیادی پوشش داده خواهد شد. همچنین با الزام ناشر (سهامدار عمده)، به نگهداری میزان قابل توجهی از سهام موضوع انتشار اوراق تا سررسید، می‌توان نسبت به هم‌جهت بودن منافع دارندگان اوراق و ناشر (سهامدار عمده) تا حدی اطمینان یافت.
- ۸-۹- ریسک پذیرش پروژه‌های پر ریسک: با توجه به اینکه درصد سهام سهامدار عمده در شرکت زیرمجموعه کاهش می‌یابد، ممکن است تمایل سهامدار عمده به‌عنوان کنترل‌کننده شرکت زیرمجموعه برای پذیرش پروژه‌های پر ریسک در شرکت زیرمجموعه افزایش یابد. با الزام ناشر (سهامدار عمده) به داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت مربوطه، می‌توان تا حدی این ریسک را پوشش داد. همچنین می‌توان انتظار داشت با اعطای اختیار فروش به دارندگان گواهی سپرده سهام، این ریسک کاملاً پوشش داده شود.

## گزینه دوم

گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - با حضور نهاد واسط

## ۱- معرفی گواهی سپرده سهام - با حضور نهاد واسط

همانطور که ذکر شد در مکانیزم طراحی شده برای گواهی سپرده طبقه «ب» سهام - بدون حضور نهاد واسط، سرمایه‌گذاران به نسبت اوراقی که خریداری می‌کنند مالک سهام شرکت زیرمجموعه خواهند بود. در این شیوه سهام شرکت زیرمجموعه، به نام سهامدار عمده باقی می‌ماند و حق رأی و حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه نیز به این واسطه به وی تعلق می‌گیرد.

در مکانیزم جایگزین دیگری، گواهی سپرده طبقه «ب» سهام (به اختصار گواهی سپرده سهام) با حضور نهاد واسط به کار گرفته می‌شود. در این مدل، نهاد واسط به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران، سهام یا حق تقدم خرید سهام جدید موضوع انتشار گواهی سپرده سهام را از سهامدار عمده خریداری می‌کند. به این ترتیب سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام به نام نهاد واسط (ناشر گواهی سپرده سهام) خواهد بود ولی طبق قرارداد فروش سهام، حق رأی و حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه از سهامدار عمده به نهاد واسط واگذار نمی‌شود و نهاد واسط فقط در مورد تصویب معاملات موضوع ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت حق رأی خواهد داشت. همچنین نهاد واسط به وکالت از طرف دارندگان اوراق سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه را در طول مدت عمر اوراق دریافت کرده و میان آن‌ها توزیع می‌کند. انتشار این اوراق نیز مانند اوراق گواهی سپرده سهام - بدون حضور نهاد واسط حق رأی در دو رویکرد قابل تعریف است:

- انتشار گواهی سپرده سهام بر مبنای سهام موجود تحت تملک سهامدار عمده با هدف تأمین نیازهای نقدی سهامدار عمده.

- انتشار گواهی سپرده سهام بر مبنای افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه و انتشار سهام جدید؛ در ادامه مکانیزم هر یک از موارد فوق مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

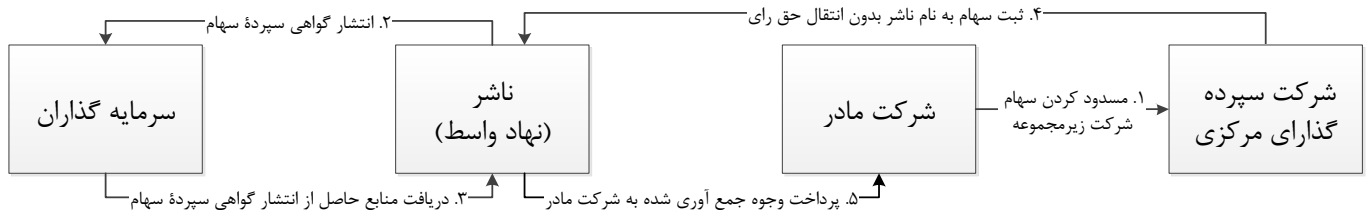
### ۱-۱- انتشار بر مبنای سهام موجود تحت تملک سهامدار عمده با هدف تأمین نیازهای نقدی سهامدار

#### عمده

در این مکانیزم سهامدار عمده، به منظور انجام امور سرمایه‌گذاری با کمبود وجوه نقد مواجه است و از طرفی تمایل ندارد که کنترل و حق رأی خود در شرکت‌های زیرمجموعه را از دست بدهد. لذا برای تأمین منابع مالی مورد نیاز، سهام یکی از شرکت‌های زیرمجموعه تحت مالکیت خود را مبنای انتشار گواهی سپرده سهام قرار می‌دهد. در این حالت ابتدا سهامدار عمده تعدادی از سهام شرکت زیرمجموعه تحت تملک خود را که قصد واگذاری آن‌ها را بدون حق رأی دارد نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه مسدود می‌کند. آنگاه نهاد واسط اقدام به انتشار گواهی سپرده سهام به تعداد سهام مبنای انتشار اوراق کرده و وجوه حاصل را به خرید این سهام از سهامدار عمده اختصاص می‌دهد. طبق قرارداد فروش، حق اعمال رأی سهامی که به این ترتیب فروخته می‌شود، از سهامدار عمده به نهاد واسط منتقل نمی‌شود. در این رویکرد نیز هر گواهی سپرده سهام نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر یک سهم شرکت زیرمجموعه می‌باشد؛ با این تفاوت که سهام مبنای انتشار گواهی سپرده سهام به نام نهاد واسط ثبت می‌شود. سهامدار عمده وجوه جمع‌آوری شده را صرف امور سرمایه‌گذاری و ایجاد شرکت‌های جدید و توسعه فعالیت‌های عملیاتی خود خواهد کرد. در طول مدت عمر اوراق چنانچه شرکت زیرمجموعه سود تقسیمی

میان سهامداران خود تقسیم کند، نهاد واسط به وکالت از طرف دارندگان اوراق، اقدام به دریافت سود تقسیمی کرده و متناسباً بین سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند.

#### نمودار ۵ فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط برای فروش سهام موجود شرکت زیرمجموعه

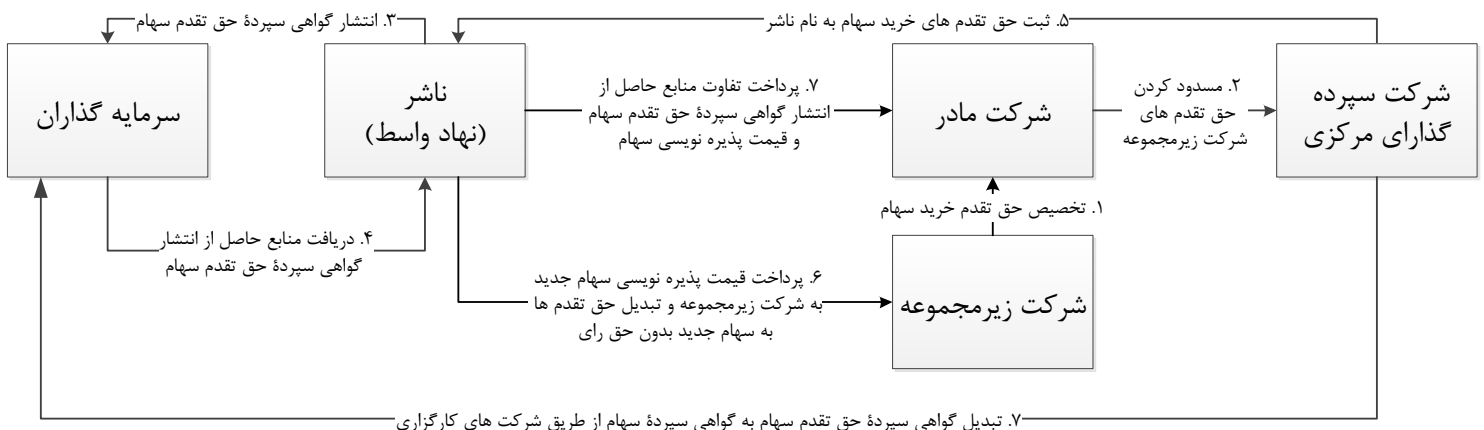


#### ۱-۲- انتشار اوراق گواهی سپرده سهام بر مبنای افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه و انتشار سهام

##### جدید

این مکانیزم همانند گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط، با هدف جذب منابع برای توسعه فعالیت‌های تجاری شرکت‌های مادر (هلدینگ) از طریق فروش سهام تحت مالکیت آن‌ها بدون انتقال حق رأی طراحی شده است. در این شرایط شرکت زیرمجموعه نیاز به جذب منابع مالی از طریق افزایش سرمایه دارد، درحالی‌که سهامدار عمده وی وجوه نقد کافی برای تأمین ارزش اسمی سهام جدید شرکت زیرمجموعه را در اختیار نداشته و با مشکل وجه نقد مواجه است. از سوی دیگر شرکت سهامدار مادر تمایلی به از دست دادن توان مدیریت و حق رأی خود در شرکت زیرمجموعه ندارد. برای رسیدن به مجموعه این اهداف سهامدار عمده، انتشار گواهی سپرده سهام (با حضور نهاد واسط) را در دستور کار قرار خواهد داد.

#### نمودار ۶ فرآیند انتشار گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط برای افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه



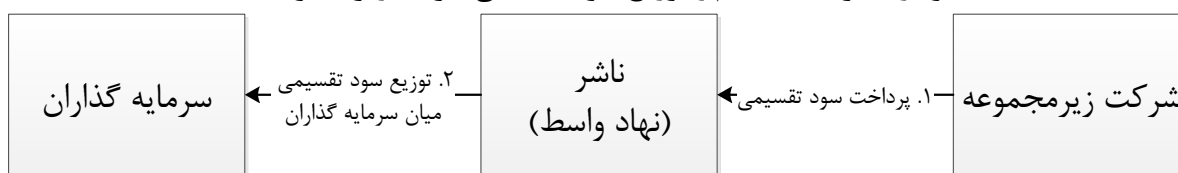
در این راستا پس از اخذ مجوزهای افزایش سرمایه توسط شرکت زیرمجموعه و تخصیص حق تقدم‌های خرید سهام جدید به سهامداران، سهامدار عمده بخشی از حق تقدم‌های خرید سهام جدید شرکت زیرمجموعه را که در

اختیار دارد، مبنای انتشار گواهی سپرده سهام قرار می‌دهد. برای این کار سهامدار عمده این حق تقدم‌ها را نزد شرکت سپرده‌گذاری مسدود می‌کند. سپس نهاد واسط تشکیل شده و گواهی سپرده سهام را منتشر می‌نماید. گواهی سپرده سهام به تعداد مسدود شده از حق تقدم‌های خرید سهام سهامدار عمده، منتشر شده و ارزش آن در فرایند کشف قیمت (در عرضه عمومی اوراق) مشخص خواهد شد. این ارزش برابر قیمت پذیرهنویسی سهام به علاوه ارزش حق تقدم خرید سهام می‌باشد. از مبلغ جمع‌آوری شده در فرایند عرضه عمومی اوراق، قیمت پذیرهنویسی سهام کسر و به منظور تبدیل حق تقدم‌ها به سهام جدید مصرف می‌شوند و باقی‌مانده وجوه جمع‌آوری شده به عنوان ارزش حق تقدم‌های خریداری شده به سهامدار عمده پرداخت می‌شود و سهامدار عمده این وجوه را در فعالیت‌های تجاری خود به کار خواهد برد. با اعمال حق تقدم‌ها، نهاد واسط به وکالت از طرف دارندگان گواهی سپرده سهام، مالک سهام جدید شرکت زیرمجموعه می‌شود. هر گواهی سپرده سهام نشان‌دهنده مالکیت دارنده آن بر یک سهم شرکت زیرمجموعه می‌باشد. حق رأی در مورد این سهام در اختیار سهامدار عمده باقی می‌ماند و نهاد واسط صرفاً در خصوص تصویب معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت حق رأی در مجمع عمومی شرکت زیرمجموعه را خواهد داشت.

## ۲- فرآیند تقسیم و توزیع سود سهام مرتبط با گواهی سپرده سهام

سودهای تقسیمی شرکت زیرمجموعه در دوره سرمایه‌گذاری، بابت سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام، به وکالت از طرف دارندگان این گواهی‌ها توسط ناشر (نهاد واسط) دریافت شده و بر اساس تعداد گواهی‌های تحت مالکیت سرمایه‌گذاران، بین آن‌ها توزیع می‌شود. نمودار ۷ فرایند دریافت و توزیع سود بین دارندگان گواهی‌های سپرده سهام را نمایش می‌دهد.

نمودار ۷ فرآیند تقسیم و توزیع سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه



## ۳- فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام

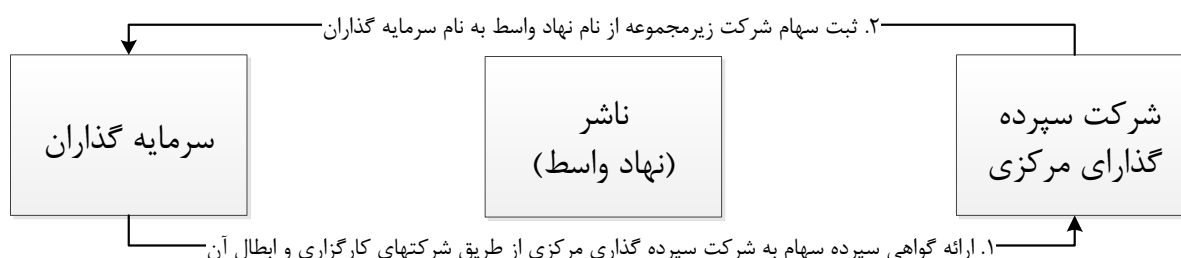
همانند گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط، در این فرآیند نیز می‌توان هم‌زمان با انتشار و عرضه گواهی سپرده سهام به عموم، اختیار فروش آن در سررسید اوراق به سهامدار عمده و با قیمت معین، به سرمایه‌گذاران اعطا گردد. بدیهی است اعطای اختیار فروش به دارندگان گواهی سپرده سهام منجر به افزایش جذابیت این گواهی‌ها برای سرمایه‌گذاران خواهد شد. همچنین می‌توان اختیار خرید گواهی سپرده سهام در سررسید و با قیمت معین و بالاتر از قیمت اعمال اختیار فروش را به سهامدار عمده اعطا کرد.



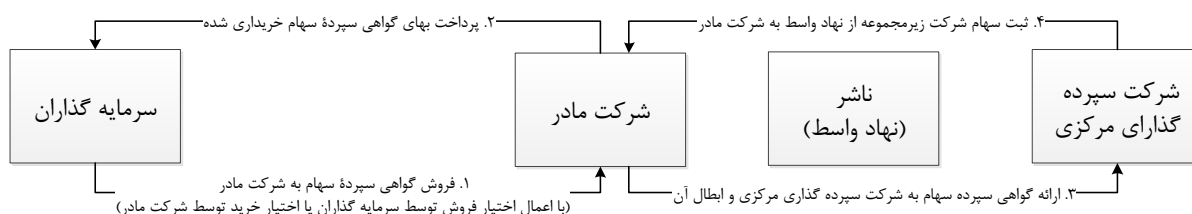
در سررسید گواهی سپرده سهام در صورتی که اختیار فروش توسط سرمایه‌گذاران یا اختیار خرید توسط سهامدار عمده اعمال شود، مالکیت گواهی سپرده سهام در سررسید به سهامدار عمده منتقل شود، آنگاه سهامدار عمده با ارائه گواهی‌های سپرده سهام به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و ابطال آن، سهام مسدود شده را به نام خود آزاد می‌کند.

در صورتی که اختیار فروش توسط سرمایه‌گذاران و اختیار خرید توسط سهامدار عمده اعمال نگردد، سرمایه‌گذاران گواهی‌های سپرده سهام تحت مالکیت خود را به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ارائه و ابطال می‌کنند. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی سهام مسدود شده را به نام سرمایه‌گذاران ثبت و از حالت مسدودی خارج می‌کند. نمودار ۸ فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام در سررسید را در حالت‌های مختلف نمایش می‌دهد.

#### نمودار ۸ فرآیند تصفیه گواهی سپرده سهام طبقه «ب» با حضور نهاد واسط الف) در صورت عدم اعمال اختیار فروش یا اختیار خرید



#### ب) در صورت اعمال اختیار فروش یا اختیار خرید



#### ۴- فرآیند تعیین قیمت اعمال اختیار فروش و اختیار خرید

در صورتی که به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام، اختیار فروش اوراق خود به قیمت معین به سهامدار عمده اعطا شود یا اینکه سهامدار عمده برای خود اختیار خرید اوراق مذکور را به قیمت معین در نظر بگیرد، آنگاه قیمت اعمال اختیار فروش و اختیار خرید مشابه آنچه در گزینه قبل (انتشار گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط) عنوان شد، تعیین می‌شود.

## ۵- شرایط سهام قابل واگذاری

در این گزینه، سهام شرکت زیرمجموعه که موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام قرار می‌گیرد، باید دارای همان شرایطی باشد که در گزینه قبل (گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط) بیان شد، باشد.

## ۶- شرایط شرکت سهامدار عمده

در این گزینه، سهامدار عمده نیز باید دارای شرایطی مشابه شرایط تعریف شده در گزینه قبل (گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط) باشد.

## ۷- ارکان گواهی سپرده سهام طبقه «ب» با حضور نهاد واسط

ارکان انتشار اوراق گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط بسیار شبیه گزینه قبل یعنی انتشار اوراق گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط است با این تفاوت که در اینجا ناشر نهاد واسط است که علاوه بر انتشار اوراق گواهی سپرده سهام، وظایف امین و عامل پرداخت را نیز به عهده دارد؛ بنابراین ارکان انتشار اوراق گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط و وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های آن‌ها عبارت‌اند از:

ناشر: نهاد واسط می‌باشد که اقدام به انتشار گواهی سپرده سهام کرده و وجوه آن را به‌منظور خرید سهام یا حق تقدم خرید سهام از بانی بکار خواهد گرفت. نهاد واسط نسبت به دریافت سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه و توزیع آن بین دارندگان گواهی سپرده سهام اقدام می‌کند. نهاد واسط به‌عنوان امین دارندگان اوراق عمل کرده و به‌منظور حفظ منافع دارندگان گواهی سپرده سهام مسئولیت‌های ذیل را که مشابه مسئولیت‌های امین در گزینه قبل است به عهده دارد:

- معاملات شرکت زیرمجموعه موضوع انتشار گواهی سپرده سهام با اشخاص وابسته (از جمله معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت) قبل از نهایی شدن باید به اطلاع ناشر برسد. ناشر باید این معاملات را بررسی کرده و چنانچه خارج از عرف تجاری باشد، موضوع را به شرکت زیرمجموعه اطلاع دهد. در این صورت این معاملات نباید نهایی و منعقد شوند. همچنین در مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت زیرمجموعه، هنگام رأی‌گیری راجع به معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت، سهامدار عمده در خصوص سهام شرکت زیرمجموعه که از طریق گواهی سپرده سهام به سرمایه‌گذاران واگذار شده، حق رأی نخواهند داشت و ناشر به نیابت از سرمایه‌گذاران در این زمینه رأی می‌دهد.
- ناشر باید مطمئن شود سود تقسیمی مربوط به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام، به‌موقع و به‌طور کامل از طرف شرکت زیرمجموعه پرداخت شده است.
- در صورتی که گواهی سپرده سهام با اعطای حق اختیار فروش تبعی به سرمایه‌گذاران عرضه شود، ناشر باید بر ایفای تعهد سهامدار عمده در این زمینه نظارت کند و در صورت وقوع تخلف، موضوع را پیگیری یا وثایق سهامدار عمده در این زمینه را به مرحله اجرا گذارد.

- در صورتی که گواهی سپرده سهام با اعطای حق اختیار فروش تبعی و در نظر گرفتن حق اختیار خرید تبعی عرضه شود، ناشر باید در سررسید اختیارات فوق بر عملکرد سهامدار عمده در بازار سهام شرکت زیرمجموعه نظارت کند و در صورت ظن به دستکاری قیمت سهام مذکور، موضوع را در مراجع رسیدگی طرح و پیگیری نماید.

بانی: همان سهامدار عمده است که واجد شرایط مندرج در بند ۴ است.

عامل فروش: شخصیت حقوقی که از طرف بانی تعیین می‌شود تا نسبت به عرضه اولیه اوراق گواهی سپرده سهام از طریق بورس یا فرابورس و سایر امور اجرایی مرتبط با انتشار، اقدام کند.

بازارگردان: شخص حقوقی است که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه نوسان قیمت و افزایش نقدشوندگی گواهی سپرده سهام در معاملات دست‌دوم اقدام به خرید و فروش اوراق مذکور می‌نماید. روش بازارگردانی این اوراق بر مبنای حراج می‌باشد. در صورتی که وجود بازارگردان منجر به تحمیل هزینه به بانی گردد، نباید وجود این رکن الزامی باشد. در صورتی که بازارگردان بتواند از محل تفاوت بین قیمت خرید و فروش خود درآمد کافی حاصل کند و بنابراین هزینه اضافی به ناشر تحمیل نکند، الزامی کردن وجود بازارگردان مطلوب است و منجر به افزایش استقبال از گواهی سپرده سهام خواهد شد.

متعهد پذیرهنویس: شخص حقوقی است که متعهد به خرید اوراق فروش نرفته در عرضه اولیه می‌باشد. حضور متعهد پذیرهنویس در فرآیند انتشار اوراق گواهی سپرده سهام اختیاری و وابسته به نظر ناشر گواهی سپرده سهام است؛ بنابراین در صورت عدم حضور متعهد پذیرهنویس، فرآیند انتشار اوراق گواهی سپرده سهام وقتی تکمیل شده تلقی می‌شود که درصد قابل قبولی (برای مثال بیش از ۶۰ درصد) از گواهی‌های عرضه شده به فروش روند. در صورتی که عرضه گواهی سپرده سهام برای شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه باشد و شرکت زیرمجموعه جزو شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یا فرابورس باشد، آنگاه طبق مقررات موجود، خود به خود متعهد پذیرهنویس برای تعهد پذیرهنویسی سهام جدید حضور دارد. در شرایطی که قیمت سهام شرکت زیرمجموعه در بازار به اندازه قابل توجهی بیش از قیمت پذیرهنویسی سهام جدید باشد، آنگاه می‌توان تمام یا بخشی از منابع لازم را برای پذیرهنویسی سهام جدید را از محل تفاوت بین قیمت پذیرهنویسی گواهی سپرده سهام و قیمت پذیرهنویسی سهام جدید تأمین کرد، بنابراین در این شرایط تعهد متعهد پذیرهنویس کمتر خواهد بود و در نتیجه کارمزد وی نیز می‌تواند کاهش یابد.

## ۸- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه پس از انتشار اوراق گواهی سپرده سهام

در صورتی که پس از فروش قسمتی از سهام شرکت زیرمجموعه از طریق انتشار اوراق گواهی سپرده سهام، شرکت زیرمجموعه برنامه انجام افزایش سرمایه از محل آورده نقد داشته باشد، حق تقدم خرید سهام جدید شرکت متناسب با درصد افزایش سرمایه به نام نهاد واسط صادر و بلافاصله نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه مسدود خواهد شد. نهاد واسط بر اساس این حق تقدم‌ها اقدام به صدور حق تقدم خرید گواهی سپرده سهام کرده و به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام تخصیص می‌دهد. پاره حق تقدم‌ها نیز به مزایده گذاشته شده و پس از کسر



هزینه‌های مربوطه به حساب صاحبان آن‌ها واریز می‌گردد. دارندگان گواهی سپرده سهام در مهلت تعیین شده که کمتر از عمر حق تقدم خرید سهام است، فرصت دارند تا قیمت پذیره‌نویسی که معادل قیمت پذیره‌نویسی سهام جدید شرکت زیرمجموعه است را متناسب با حق تقدم‌های خود، به حساب مشخص شده واریز و آن را به گواهی سپرده سهام جدید تبدیل کنند. نهاد واسط وجوه جمع‌آوری شده را صرف شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه کرده و سهام جدید متناسب با آن به نام وی صادر و بلافاصله نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه مسدود خواهد شد.

در صورتی که بخشی از سرمایه‌گذاران حق تقدم‌های خرید گواهی سپرده سهام خود را در مهلت مقرر اعمال نکنند، نهاد واسط حق تقدم‌های خرید سهام متناسب با آن را به فروش رسانده و وجوه حاصل را پس از کسر هزینه‌های مرتبط با فروش این اوراق به حساب آن‌ها واریز خواهد کرد.

قابل توجه است که در صورت وجود اختیار خرید و فروش برای گواهی سپرده سهام و افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه، با توجه به تغییر قیمت سهام شرکت زیرمجموعه پس از انجام افزایش سرمایه، لازم است قیمت اعمال اختیار فروش و اختیار خرید تعریف شده نیز متناسباً تغییر یابد. این تغییر قیمت با توجه به درصد تغییر قیمت سهام پس از انجام افزایش سرمایه صورت خواهد گرفت.

در صورتی که افزایش سرمایه از محل مطالبات و یا سود انباشته انجام شود، صدور گواهی سپرده جدید متناسباً صورت خواهد گرفت و بین دارندگان گواهی سپرده سهام توزیع خواهد شد. سهام متناظر با پاره گواهی سپرده سهام نیز توسط ناشر در بازار به فروش رسیده و مبالغ حاصل پس از کسر هزینه‌های مرتبط در وجه مالکان آن‌ها واریز خواهد شد.

## ۹- بررسی ریسک‌های مرتبط با اوراق گواهی سپرده سهام با وجود نهاد واسط

ریسک‌های مندرج در این گزینه و راه‌های پوشش آن‌ها شبیه به گزینه قبل است. اوراق گواهی سپرده سهام در واقع نماینده سهام شرکت زیرمجموعه بدون حق رأی است، با این حال ریسک‌های تملک اوراق گواهی سپرده سهام با ریسک‌های تملک سهام عادی شرکت از جهاتی متفاوت است که در زیر به توضیح آن‌ها می‌پردازیم:

۹-۱- ریسک نقدشوندگی: در صورت وجود بازار گردان، ریسک نقدشوندگی گواهی سپرده سهام کمتر از ریسک نقدشوندگی سهام عادی شرکت زیرمجموعه خواهد بود. در صورت وجود اختیار فروش تبعی، نقدشوندگی گواهی سپرده سهام در سررسید بیشتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، چراکه دارندگان این گواهی می‌توانند در صورت لزوم از اختیار خود برای فروش گواهی به بانی استفاده کنند.

۹-۲- ریسک دستکاری قیمت: فروش این اوراق موجب می‌شود بخشی از سهام تحت مالکیت سهامدار عمده به صورت سهام بدون حق رأی به سرمایه‌گذاران خرد عرضه شده و در واقع سهام شناور آزاد شرکت مربوطه را افزایش دهد. این امر هم‌زمان موجب افزایش عمق بازار ثانویه و کاهش ریسک دستکاری قیمت سهام عادی شرکت و اوراق گواهی سپرده سهام خواهد شد. در صورت وجود اختیار خرید و فروش تبعی، ریسک نوسان قیمت گواهی سپرده سهام کمتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، لکن ریسک دستکاری

قیمت سهام عادی شرکت توسط بانی (سهامدار عمده) در سررسید افزایش می‌یابد؛ به این ترتیب که اگر در سررسید قیمت سهام عادی کمتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد و بانی تمایل به نگهداری حق رأی سهام موضوع انتشار گواهی سپرده سهام را نداشته باشد، سعی خواهد کرد که قیمت سهام عادی را در سررسید به سمت بالا دستکاری کرده تا از قیمت اعمال اختیار فروش بیشتر شود تا دارندگان گواهی سپرده سهام تمایل به استفاده از اختیار فروش خود نداشته باشند و بعد از سررسید گواهی‌های سپرده آن‌ها به سهم عادی شرکت تبدیل شود. پس از این تبدیل، بانی (سهامدار عمده) اجازه خواهد داد تا قیمت سهام عادی به سمت پایین تعدیل شود. از طرف دیگر چنانچه بانی تمایل داشته باشد که بعد از سررسید اوراق گواهی سپرده سهام، حق رأی سهام فروخته شده از این طریق نزد وی محفوظ بماند، آنگاه اگر در سررسید قیمت سهام عادی در بازار بیشتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد، بانی (سهامدار عمده) سعی خواهد کرد که با دستکاری قیمت به سمت پایین آن را به زیر قیمت اعمال کاهش دهد تا دارندگان گواهی سپرده سهم، از اختیار خود استفاده کرده و گواهی‌های خود را به بانی (سهامدار عمده) بفروشند. پس از آن بانی (سهامدار عمده) اجازه خواهد داد که قیمت سهام عادی شرکت به سطح اولیه خود صعود کند. برای مقابله با این ریسک، علاوه بر نظارت سازمان و بورس بر معاملات تمامی اوراق بهادار، نهاد واسطه موظف است با بررسی معاملات در صورت وجود ظن دستکاری برای حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران موارد را به سازمان بورس اطلاع داده و پیگیری نماید.

۳-۹- ریسک عدم ایفای تعهد خرید سهام به قیمت اعمال در سررسید: در صورت وجود اختیار فروش، ممکن است بانی (سهامدار عمده) به تعهد خود مبنی بر خرید سهام در سررسید عمل نکند. لذا لازم است برای کاهش این ریسک از راهکارهای پیش‌بینی شده در این طرح (اعم از معرفی ضامن، تسلیم وثیقه، رتبه‌بندی گواهی سپرده سهام یا انتخاب بانی از بین شرکت‌های برتر) استفاده شود.

۴-۹- ریسک فروش سهام قبل از سررسید: ممکن است نهاد واسطه، سهام شرکت زیرمجموعه را که به دارندگان گواهی سپرده سهام فروخته شده است، قبل از سررسید بفروشد. با سپرده کردن سهام موضوع انتشار اوراق تا سررسید نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، این ریسک پوشش داده می‌شود.

۵-۹- ریسک عدم توزیع سود تقسیمی: ممکن است شرکت زیرمجموعه، سود سهام تقسیمی را به نهاد واسطه پرداخت نکند تا میان دارندگان اوراق توزیع کند. نهاد واسطه (ناشر) بر این موضوع نظارت کرده و در صورت تخلف، در مراجع رسیدگی علیه شرکت زیرمجموعه طرح شکایت خواهد کرد. این مکانیزم این ریسک را تا حد زیادی کاهش خواهد داد.

۶-۹- ریسک معامله با اشخاص وابسته: ممکن است سهامدار عمده معاملات خارج از عرف تجاری بین خود با شرکت زیرمجموعه یا بین اشخاص وابسته و تحت کنترل خود با شرکت زیرمجموعه ترتیب دهد که نتیجه این معاملات به ضرر شرکت زیرمجموعه و در نهایت به ضرر دارندگان گواهی سپرده سهام باشد. حضور ناشر (نهاد واسطه) به عنوان یکی از ارکان انتشار اوراق و نظارت مستمر وی بر معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند این ریسک را تا حدود زیادی پوشش دهد.



۷-۹- ریسک مدیریت ضعیف شرکت: ممکن است به دلیل انتخاب مدیران ضعیف توسط بانی (سهامدار عمده) برای شرکت زیرمجموعه، قیمت سهام این شرکت مطابق پیش‌بینی‌های انجام گرفته رشد نکند. چنانچه اختیار فروش تبعی بر روی گواهی سپرده سهام تعریف شده باشد، این ریسک تا حدود زیادی پوشش داده خواهد شد. همچنین با الزام بانی (سهامدار عمده)، به نگهداری میزان قابل توجهی از سهام موضوع انتشار اوراق تا سررسید، می‌توان نسبت به هم‌جهت بودن منافع دارندگان اوراق و بانی (سهامدار عمده) تا حدی اطمینان یافت.

۸-۹- ریسک پذیرش پروژه‌های پر ریسک: با توجه به اینکه درصد سهام بانی (سهامدار عمده) در شرکت زیرمجموعه کاهش می‌یابد، ممکن است تمایل بانی (سهامدار عمده) به عنوان کنترل‌کننده شرکت زیرمجموعه برای پذیرش پروژه‌های پر ریسک در شرکت زیرمجموعه افزایش یابد. با الزام بانی (سهامدار عمده) به داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت مربوطه، می‌توان تا حدی این ریسک را پوشش داد. همچنین چنانچه اختیار فروش به دارندگان گواهی سپرده سهام اعطا شود، این ریسک کاملاً پوشش داده می‌شود.

## گزینه سوم

صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی

## ۱- معرفی صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی

راهکار دیگری که به منظور ایجاد سهام نوع «ب» یا سهام عادی بدون حق رأی و افزایش سهام شناور آزاد شرکت‌ها برای افزایش نقدشوندگی و عمق بازار سهام و همچنین تأمین مالی سهامداران عمده، در نظر گرفته شده است، صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی می‌باشد. در این مکانیزم سهامدار عمده، سهام شرکت زیرمجموعه تحت مدیریت خود را بدون حق رأی به صندوق منتقل می‌کند. پس‌از آن واحدهای سرمایه‌گذاری عادی صندوق به عموم سرمایه‌گذاران عرضه شده و وجوه نقد حاصل به منظور انجام امور سرمایه‌گذاری و تأسیس و توسعه شرکت‌های تحت مدیریت به سهامدار عمده داده می‌شود. در این شرایط سهامدار عمده، حق رأی و حضور در مجامع شرکت‌های زیرمجموعه را برای خود حفظ می‌کند.

این صندوق سرمایه‌گذاری با دریافت مجوز تأسیس و فعالیت از سازمان بورس و اوراق بهادار، از مصادیق صندوق‌های سرمایه‌گذاری موضوع بند ۲۰ ماده (۱) قانون بازار اوراق بهادار و بند ه ماده ۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید محسوب شده و طبق ماده ۲ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید نزد مرجع ثبت شرکت‌ها به ثبت می‌رسد.

در این صندوق تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق معادل تعداد سهام شرکت زیرمجموعه که به صندوق منتقل شده است، می‌باشد؛ بنابراین هر واحد سرمایه‌گذاری متناظر با یک سهم بدون حق رأی شرکت زیرمجموعه می‌باشد. در صورتی که شرکت زیرمجموعه سود تقسیمی به دارندگان سهام پرداخت کند، مدیر صندوق موظف است وجوه دریافت شده را میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری توزیع کند.

مهم‌ترین ویژگی‌های صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی به شرح ذیل می‌باشند:

- مدیریت غیرفعال<sup>۱</sup> صندوق: مدیریت غیرفعال در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در مقابل مدیریت فعال<sup>۲</sup> صندوق‌ها قرار دارد. در مدیریت فعال، مدیر صندوق سعی در کسب بازدهی بیشتر از بازده بازار با استفاده از استراتژی‌های مختلف خریدوفروش و تشکیل سبد سرمایه‌گذاری، دارد. سرمایه‌گذاری غیرفعال نوعی از سرمایه‌گذاری است که با هدف حداکثر سازی بازده در بلندمدت، سعی در کاهش تعداد دفعات خریدوفروش دارد. سرمایه‌گذارانی که از این روش استفاده می‌کنند به دنبال کسب بازده در کوتاه‌مدت، با انجام معاملات مختلف نمی‌باشند، در مقابل سعی می‌کنند در طول زمان به صورت آهسته، پایدار و متداوم سود مناسبی کسب کنند. به سرمایه‌گذاری غیرفعال، استراتژی خرید و نگهداری<sup>۳</sup> نیز گفته می‌شود، چراکه در این استراتژی دارایی با هدف نگهداری به مدت طولانی (چند سال) خریداری

۱ Passive management

۲ Active management

۳ Buy-and-hold strategy



می‌شود. اساس استراتژی غیرفعال این فرض است که بازار در صورت داشتن زمان کافی، همواره بازده مثبت ایجاد می‌کند.

صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی با استراتژی غیرفعال مدیریت خواهد شد. سهام منتقل شده به صندوق در طول عمر صندوق معامله نمی‌شوند.

- **عمر صندوق:** عمر فعالیت صندوق محدود است لکن در صورت تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده در پایان عمر صندوق، قابل تمدید می‌باشد. در صورت تمدید عمر صندوق، فرصتی برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری که با این تمدید موافق نیستند در نظر گرفته خواهد شد تا با دریافت سهم شرکت زیرمجموعه در قبال واحدهای سرمایه‌گذاری خود از صندوق خارج شوند.

- **ترکیب دارایی‌های صندوق:** صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بخشی از سهام یکی از شرکت‌های واجد شرایط را که تحت مالکیت یک یا چند سهامدار عمده قرار دارد از آنها خریداری می‌کند. سهام مذکور در زمان تأسیس به صندوق منتقل شده و تا پایان عمر صندوق در آن باقی می‌ماند. بر این اساس مجموع دارایی‌های صندوق می‌تواند شامل سهام و حق تقدم خرید سهام یک شرکت باشد.

- **ارزش خالص واحدهای سرمایه‌گذاری:** از آنجا که صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم مجاز به استفاده از بدهی نمی‌باشد، لذا ارزش خالص واحدهای سرمایه‌گذاری آن منعکس‌کننده ارزش سهام بدون حق رأی و حق تقدم سهام شرکت زیرمجموعه به‌علاوه اختیارات تعریف شده برای آن می‌باشد. این ارزش در هر مقطع زمانی بر اساس قیمت‌های بازار و ارزش‌های محاسباتی تعیین می‌شود.

- **ترکیب واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق:** واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم همه از نوع عادی است. مؤسسين سرمایه اولیه صندوق را از طریق تملک تعداد حداقلی از واحدهای سرمایه‌گذاری عادی تأمین می‌کنند. دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری عادی برای انتخاب یا جایگزینی ارکان صندوق حق رأی دارند. به‌منظور کاهش هزینه‌ها، مجامع عمومی صندوق به‌صورت الکترونیک و تحت نظارت متولی و مدیر صندوق برگزار خواهد شد.

واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در طول عمر صندوق غیرقابل ابطال و یا تبدیل به سهام شرکت زیرمجموعه می‌باشند؛ با این حال قابلیت معامله در بازارهای متشکل سرمایه (بورس یا فرابورس) را دارند. در پایان عمر صندوق در صورتی که با تصویب مجمع عمومی فوق‌العاده عمر صندوق تمدید شود، دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری که با این تصمیم موافق نباشند در مدت محدودی فرصت خواهند داشت تا واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به سهام شرکت زیرمجموعه تبدیل نمایند و از صندوق خارج شوند.

- قابلیت معامله واحدهای صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم: صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم از انواع صندوق‌های قابل معامله<sup>1</sup> است؛ لذا واحدهای سرمایه‌گذاری آن در طول دوره فعالیت صندوق غیرقابل ابطال بوده و در بورس یا بازار خارج از بورس پذیرفته شده و معامله می‌شوند.
- ارکان صندوق: ارکان صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم عبارت‌اند از: مدیر صندوق، بازارگردان، سهامدار عمده، متولی و حسابرس که در ادامه وظایف و مسئولیت‌های هر یک تشریح خواهد شد.
- بازدهی صندوق: سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه به صندوق پرداخت شده و توسط مدیر بین دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تقسیم شود. میزان بازدهی صندوق به میزان سود تقسیمی و قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار بستگی دارد. قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق متناسب با قیمت سهام تحت مالکیت صندوق تغییر خواهد کرد.
- تضمین حداقل بازدهی سرمایه‌گذاران: هم‌زمان با عرضه واحدهای صندوق به عموم، می‌توان اختیار فروش ضمنی این واحدها به سهامدار عمده در پایان عمر صندوق و با قیمت مشخص را به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری اعطا کرد؛ در این صورت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری به شرط اینکه تا پایان عمر صندوق واحدهای سرمایه‌گذاری خود را نگه‌دارند، نسبت به کسب حداقل بازده سرمایه‌گذاری اطمینان می‌یابند. قیمت اعمال این اختیار در طول دوره فعالیت صندوق در اثر اقدامات شرکتی، تعدیل خواهد شد.
- محل تأمین هزینه‌های صندوق: قسمتی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به نام سهامدار عمده صادر شده و نزد متولی تودیع می‌شود. این قسمت از واحدهای سرمایه‌گذاری توسط شرکت سپرده‌گذاری مسدود شده و به تدریج به درخواست مدیر و تأیید متولی آزاد شده و در اختیار مدیر قرار داده می‌شود تا از محل فروش این واحدها هزینه‌های صندوق (اعم از هزینه‌های برگزاری مجامع و کارمزد ارکان و هزینه‌های تصفیه) پرداخت شود. البته سعی می‌شود تعداد کافی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به شرح فوق نزد متولی تودیع شود که پوشش‌دهنده کل هزینه‌های صندوق در طول فعالیت آن باشد؛ لکن چنانچه به دلیل کاهش قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار نتوان هزینه‌ها را از این محل تأمین کرد، مابه‌التفاوت باید توسط سهامدار عمده تأمین شود؛ در غیر این صورت صندوق منحل خواهد شد.
- اختیار بازخرید واحدهای سرمایه‌گذاری توسط سهامدار عمده: سهامدار عمده می‌تواند اختیار خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را با قیمتی مشخص و قابل‌اعمال در پایان عمر صندوق، برای خود حفظ کند. به این ترتیب سهامدار عمده نسبت به بازگشت سهام منتقل شده به صندوق پس از انحلال صندوق و با حداکثر هزینه (قیمت اعمال) تعیین شده، اطمینان حاصل می‌نماید. قیمت اعمال این اختیار نیز در طول عمر صندوق، بر اساس اقدامات شرکتی (از جمله تقسیم سود) تعدیل خواهد شد.

1 Exchange traded fund (ETF)

## ۲- مکانیزم تأمین مالی از طریق راه‌اندازی صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم بدون حق رأی:

به‌منظور تأمین مالی از طریق صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم، مراحل زیر پیش‌بینی می‌شود:

### ۲-۱- تأسیس صندوق

مراحل تأسیس صندوق به‌اختصار به شرح ذیل می‌باشند:

۱. مؤسسين صندوق از جمله سهامدار عمده درخواست دریافت موافقت اصولی تأسیس صندوق را به همراه سایر مدارک و مشخصات ارکان به سازمان ارسال می‌کنند.
۲. مؤسسين هم‌زمان میزان و نوع سهام یا حق تقدمی را که در نظر است به صندوق منتقل شود به سازمان اعلام می‌کنند. این سهام یا حق تقدم سهام با تأیید سازمان تا پایان مراحل ثبت صندوق و انتقال به صندوق توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، غیرقابل معامله می‌شود.
۳. همراه با این درخواست، مدارک و مستندات موردنیاز از جمله اساسنامه و امیدنامه صندوق، قبولی سمت ارکان و سایر مدارک و مستندات به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال می‌گردد. در صورت دریافت موافقت اصولی، مؤسسين ضمن ثبت صندوق نزد مرجع ثبت شرکت‌ها، مدارک لازم را جهت ثبت صندوق به‌عنوان نهاد مالی نزد سازمان، به سازمان ارسال می‌کنند و مجوز پذیره‌نویسی اولیه و عرضه عمومی واحدهای سرمایه‌گذاری را دریافت می‌کنند. در این مرحله تعداد لازم از واحدهای سرمایه‌گذاری که به نام سهامدار عمده صادر شده است و به‌منظور جبران هزینه‌های صندوق در نظر گرفته شده نزد متولی تودیع شده و تأییدیه آن به همراه سایر مدارک به سازمان ارسال می‌گردد.
۴. در این مرحله واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به عموم عرضه شده و نتیجه آن به سازمان اعلام می‌شود.
۵. در صورت تأیید تکمیل فرایند عرضه عمومی واحدهای سرمایه‌گذاری توسط سازمان، مدیر صندوق نتایج پذیره‌نویسی را برای سپرده کردن واحدهای سرمایه‌گذاری به شرکت سپرده‌گذاری مرکزی اعلام می‌کند. در این مرحله آن قسمت از واحدهای سرمایه‌گذاری که نزد امین جبران هزینه‌های صندوق تودیع شده است به درخواست مدیر، توسط شرکت سپرده‌گذاری مرکزی ممنوع‌المعامله (مسدود) می‌شود. نتیجه اقدامات شرکت سپرده‌گذاری به سازمان گزارش شده و سازمان مجوز فعالیت صندوق را صادر می‌کند.

### ۲-۲- انتقال سهام یا حق تقدم خرید سهام به صندوق

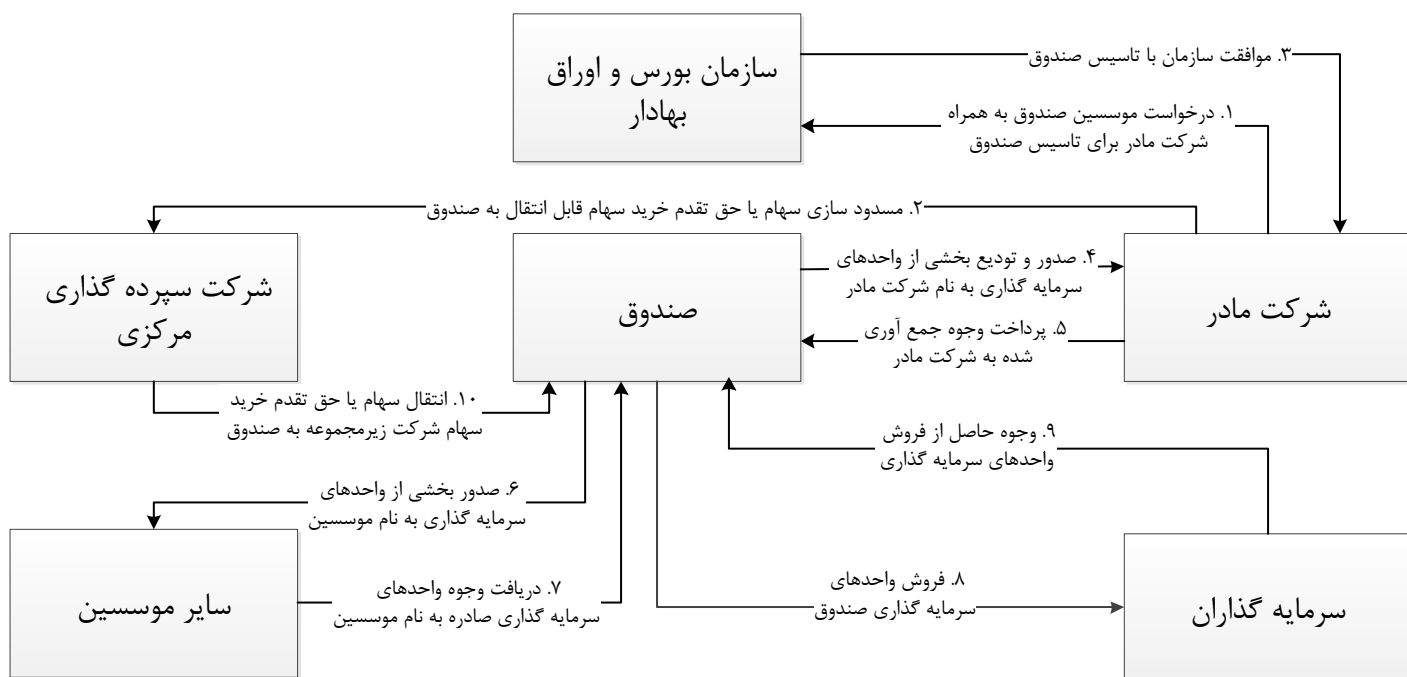
پس از دریافت مجوز فعالیت صندوق، سهام یا حق تقدم خرید سهامی که قبلاً در مراحل تأسیس صندوق نزد شرکت سپرده‌گذاری مسدود (غیرقابل معامله) شده بود به تعداد واحدهای سرمایه‌گذاری پذیره‌نویسی شده به صندوق منتقل می‌شود. مالیات این انتقال به عهده سهامدار عمده است که از محل وجوه نزد صندوق پرداخت می‌شود. پس‌از این انتقال مانده وجوه صندوق به‌صورت ذیل توزیع می‌شود:

الف) در صورتی که تشکیل صندوق به‌منظور شرکت در افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه بوده و در نتیجه حق تقدم خرید سهام شرکت زیرمجموعه به نام سهامدار عمده صادر شده است، آنگاه مبلغی معادل پذیره‌نویسی سهام جدید شرکت زیرمجموعه به نام صندوق به آن شرکت ارائه می‌شود. مابقی وجوه صندوق به‌عنوان ارزش حق تقدم‌های منتقل شده، از طرف صندوق به سهامدار عمده پرداخت می‌گردد.

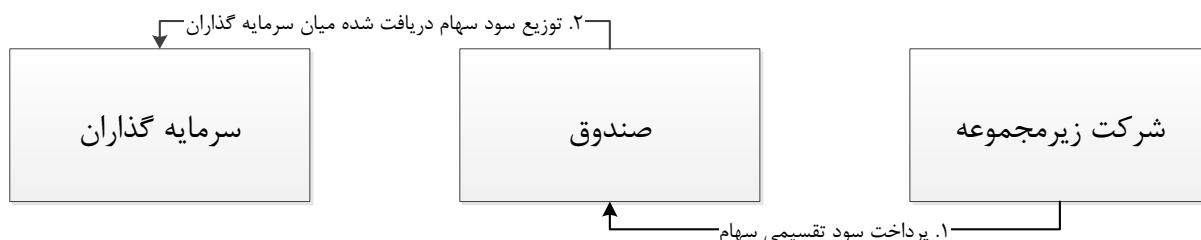
ب) در صورتی که تشکیل صندوق به منظور خرید سهام موجود یک شرکت زیرمجموعه از سهامدار عمده بوده است، تمام وجوه باقیمانده در صندوق (پس از کسر مالیات نقل و انتقال پیش گفته) به سهامدار عمده پرداخت می‌شود.

لازم به ذکر است که حق تقدم‌ها یا سهام منتقل شده به صندوق و یا سهام جدید صادره به نام صندوق بلافاصله باید توسط شرکت سپرده‌گذاری ممنوع‌المعامله شوند تا این اطمینان حاصل شود که به فروش نخواهند رفت.

### نمودار ۹ فرآیند تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم



### نمودار ۱۰ فرآیند دریافت سود تقسیمی سهام تحت تملک صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم و توزیع آن میان سرمایه‌گذاران



### ۳-۲- تمدید عمر صندوق

در پایان عمر صندوق دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری می‌توانند طی مجمع عمومی فوق‌العاده به تمدید عمر صندوق برای مدت محدود دیگری رأی دهند. در صورت تصویب و تأیید آن توسط سازمان، عمر صندوق برای دوره

دیگری تمدید خواهد شد. به‌طور طبیعی دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تمایلی به تمدید عمر صندوق نخواهند داشت. چون در صورت عدم تمدید، واحدهای سرمایه‌گذاری آن‌ها به سهام شرکت زیرمجموعه تبدیل می‌شود و بنابراین حق رأی نیز به دست خواهند آورد. تمدید دوره فعالیت صندوق در شرایط ذیل متصور می‌باشد:

الف) در صورتی که سهامدار عمده تمایل داشته باشد که عمر صندوق تمدید شود و در نتیجه همچنان حق رأی سهام مربوطه در شرکت زیرمجموعه را در اختیار داشته باشد، آنگاه می‌تواند نسبت به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در بازار اقدام نماید و آن‌قدر از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را از این طریق تملک نماید که امکان تصویب تمدید دوره عمر صندوق را در مجمع عمومی فوق‌العاده به دست آورد. البته هدف و برنامه خود را می‌بایست قبلاً به سازمان بورس اعلام کرده باشد. پس از تمدید عمر صندوق، سهامدار عمده می‌تواند واحدهای سرمایه‌گذاری خریداری شده را هر زمان که به منابع مالی نیاز داشته باشد، مجدد در بازار عرضه نماید.

ب) در صورتی که سهامدار عمده تمایل به تمدید دوره عمر صندوق و در نتیجه حفظ حق رأی خود در شرکت زیرمجموعه داشته باشد، می‌تواند برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری که در مجمع فوق‌العاده صندوق به تمدید عمر صندوق رأی مثبت دهند، مزایایی را در نظر بگیرد؛ از جمله اینکه به آن‌ها اختیار فروش واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به قیمت معین و در سررسید معین در آینده اعطا کند یا وجهی را به صندوق هبه کند تا بین آن‌ها توزیع شود.

لازم به ذکر است که برای آن دسته از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری که در شرایط ذکر شده در بندهای "الف" یا "ب" فوق به تمدید عمر صندوق رأی مثبت ندهند، فرصتی داده می‌شود تا واحدهای سرمایه‌گذاری خود را به سهام شرکت زیرمجموعه تبدیل کنند و از صندوق خارج شوند. در این صورت مالیات نقل و انتقال سهام شرکت زیرمجموعه به نام دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری مذکور، به عهده خود آن‌ها است.

## ۲-۴- انحلال صندوق

فعالیت صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم به یکی از طرق زیر پایان می‌یابد:

الف) پایان عمر صندوق و عدم تمدید آن؛

ب) لغو پذیرش در بورس یا بازار خارج از بورس مربوطه، مادامی که در هیچ‌یک از بازارهای خارج از بورس دیگر پذیرفته نشده باشد؛

ج) لغو مجوز صندوق توسط سازمان؛

د) در صورت صدور حکم دادگاه مبنی بر خاتمه فعالیت صندوق؛

در صورت پایان پذیرفتن فعالیت صندوق به هریک از دلایل فوق، چنانچه دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری دارای اختیار فروش واحدهای خود به سهامدار عمده باشند، یا در صورتی که سهامدار عمده اختیار خرید واحدهای سرمایه‌گذاری را در اختیار داشته باشد، مهلتی (مثلاً ۱۰ روز کاری) تعیین خواهد شد تا دارنده اختیار در صورت تمایل، اختیار خود را اعمال نماید. پس از سپری شدن این مهلت، سهام شرکت زیرمجموعه که در مالکیت صندوق سرمایه‌گذاری قرار دارد، به نسبت مالکیت دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، به آن‌ها منتقل شده و واحدهای



سرمایه‌گذاری آن‌ها باطل می‌شود. مالیات این انتقال بر عهده سهامدار عمده بوده و در صورت استنکاف از پرداخت، از محل واحدهای سرمایه‌گذاری وی که نزد متولی صندوق وثیقه شده (معادل آن از سهام شرکت زیرمجموعه که در مالکیت صندوق است) تأمین خواهد شد.

### ۳- ارکان صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم

صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم از انواع صندوق‌های قابل معامله است. سهامدار عمده، مدیر صندوق، بازارگردان، متولی و حسابرس به‌عنوان ارکان صندوق پیشنهاد می‌شوند. وظایف، مسئولیت‌ها و اختیارات ارکان صندوق در ادامه توضیح داده می‌شود.

#### ۳-۱- سهامدار عمده

سهامدار عمده شرکتی است که تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم با هدف تأمین مالی وی صورت می‌گیرد. این شرکت دارای سهام عمده از یک شرکت زیرمجموعه است. تمام یا بخشی از سهام شرکت زیرمجموعه به شرط اینکه حداقل ۵۰۰ میلیارد ریال به قیمت‌های بازار ارزش داشته باشد، می‌تواند به صندوق منتقل شود. انتقال این سهام به صندوق با قیمت بازار صورت می‌پذیرد. وظایف و مسئولیت‌های سهامدار عمده به شرح ذیل می‌باشد:

(الف) حفظ مالکیت خود از سهام شرکت زیرمجموعه در طول فعالیت صندوق به میزانی که در گزینه اول توضیح داده شده است و وثیقه نمودن این میزان به‌منظور پشتیبانی از تعهدات خود در صندوق، به نفع متولی.

(ب) تملک حداقلی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق (که ارزش آن حداقل پوشش‌دهنده هزینه‌های یک سال صندوق باشد) و وثیقه نمودن این واحدهای سرمایه‌گذاری نزد متولی. به منظور اطمینان از اینکه سهامدار عمده نتواند در تغییر ارکان صندوق دخالت کند، سهامدار عمده به واسطه مالکیت بر واحدهای سرمایه‌گذاری از حق رأی در مجمع صندوق برخوردار نخواهد بود.

(ج) پرداخت هزینه‌های صندوق اعم از کارمزد مدیر و متولی و حق الزحمه حسابرس و مالیات نقل و انتقال سهام در پایان عمر صندوق از صندوق به نام دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری.

(د) تضمین شرکت زیرمجموعه مبنی بر رعایت تشریفات که در اساسنامه یا امیدنامه صندوق در خصوص معاملات با اشخاص وابسته پیش‌بینی شده است.

(ه) ایفای تعهدات خود در خصوص اختیار فروش اعطایی به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، در مواقعی که صندوق با اختیار فروش واحدهای سرمایه‌گذاری تشکیل شده است.

یک صندوق می‌تواند بیش از یک سهامدار عمده به‌عنوان رکن داشته باشد؛ به شرط آنکه این شرکت‌ها مجموعاً بیش از حداقل مشخصی از سهام شرکت زیرمجموعه را در اختیار داشته باشند و مسئولیت هر یک در خصوص موارد فوق معین باشد. همچنین سهامدار عمده را می‌توان با تصویب مجمع عمومی با شرکت دیگری جایگزین کرد؛ به شرط آنکه به تأیید مدیر صندوق جایگزین وی تحت کنترل یا کنترل‌کننده سهامدار عمده محسوب شود یا با سهامدار عمده تحت کنترل مشترک شرکت دیگری باشند.

### ۲-۲- مدیر صندوق

مدیر صندوق شخصی حقوقی است که به تأیید سازمان و بر اساس مقررات و مفاد اساسنامه توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود و قابل عزل است. مدیر صندوق باید مادامی‌که این سمت را به عهده دارد، حداقلی از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق را تحت تملک داشته و نزد متولی تودیع نماید. در صورتی که دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری دارای اختیار فروش واحدهای خود به سهامدار عمده باشند یا سهامدار عمده دارای اختیار خرید واحدهای سرمایه‌گذاری باشد، آنگاه مدیر صندوق مسئولیت محاسبه و اطلاع‌رسانی قیمت اعمال اختیار فروش صندوق و قیمت اعمال اختیار خرید را در مواعد مشخص دارد، مدیر صندوق همچنین وظیفه جمع‌آوری و نگهداری کلیه مدارک مثبتیه مربوط به رویدادهای مالی صندوق و گزارشگری صندوق را بر عهده دارد. علاوه بر این مدیر صندوق به‌عنوان وکیل و حافظ منافع سرمایه‌گذاران، وظیفه نظارت بر عملکرد شرکت زیرمجموعه و سهامدار عمده، در ارتباط با معامله با اشخاص وابسته و معامله با اشخاص مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت را بر عهده دارد. برای عمل به این مسئولیت لازم است مدیر صندوق شخصیت حقوقی مستقل از سهامدار عمده داشته باشد. در اجرای این وظیفه، معاملات شرکت زیرمجموعه تحت مالکیت صندوق با اشخاص وابسته (از جمله معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت) قبل از نهایی شدن باید به اطلاع مدیر صندوق برسد. مدیر صندوق باید این معاملات را بررسی کرده و چنانچه خارج از عرف تجاری باشد، موضوع را به شرکت زیرمجموعه اطلاع دهد. در این صورت این معاملات نباید نهایی و منعقد شوند. همچنین در مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت زیرمجموعه، هنگام رأی‌گیری راجع به معاملات مشمول ماده ۱۲۹ اصلاحیه قانون تجارت، سهامدار عمده در خصوص سهام شرکت زیرمجموعه تحت مالکیت صندوق، حق رأی نخواهد داشت و مدیر صندوق به نیابت از دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در این زمینه رأی می‌دهد.

همچنین در صورتی که صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم با اعطای حق اختیار فروش تبعی و در نظر گرفتن حق اختیار خرید تبعی عرضه شود، مدیر صندوق باید در سررسید اختیارات فوق بر عملکرد سهامدار عمده در بازار سهام شرکت زیرمجموعه نظارت کند و در صورت ظن به دستکاری قیمت سهام مذکور، موضوع را در مراجع رسیدگی طرح و پیگیری نماید.

### ۳-۳- بازارگردان

شخص حقوقی است که با هدف تنظیم عرضه و تقاضا، تحدید دامنه نوسان قیمت و افزایش نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در معاملات دست‌دوم اقدام به خرید و فروش این واحدها می‌نماید. روش بازارگردانی واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق بر مبنای حراج می‌باشد. در صورتی‌که وجود بازارگردان منجر به تحمیل هزینه به سهامدار عمده گردد، نباید وجود این رکن الزامی باشد. در صورتی‌که بازارگردان بتواند از محل تفاوت بین قیمت خرید و فروش خود درآمد کافی حاصل کند و بنابراین هزینه اضافی به سهامدار عمده تحمیل نکند، الزامی کردن وجود بازارگردان مطلوب است و منجر به افزایش استقبال از واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق خواهد شد.

**۳-۴- متعهد پذیرهنویس**

شخص حقوقی است که متعهد به خرید واحدهای سرمایه‌گذاری فروش نرفته در عرضه اولیه می‌باشد. حضور متعهد پذیرهنویس در فرآیند تأسیس صندوق اختیاری و وابسته به نظر سهامدار عمده است؛ بنابراین در صورت عدم حضور متعهد پذیرهنویس، فرآیند عرضه عمومی واحدهای سرمایه‌گذاری، وقتی تکمیل شده تلقی می‌شود که درصد قابل قبولی (برای مثال بیش از ۶۰ درصد) از واحدهای سرمایه‌گذاری عرضه شده به فروش روند.

**۳-۵- متولی**

متولی صندوق، یک شخص حقوقی مورد تأیید سازمان است که توسط مجمع صندوق انتخاب می‌شود. اهم وظایف و مسئولیت‌های متولی به‌قرار زیر است:

- الف) تأیید صاحبان امضای مجاز صندوق و حدود اختیارات و مسئولیت هریک از آن‌ها به پیشنهاد مدیر صندوق؛
- ب) نظارت مستمر بر عملکرد دیگر ارکان به‌منظور حصول اطمینان از رعایت مقررات، مفاد اساسنامه و امیدنامه صندوق و قراردادهای مربوطه؛
- ج) بررسی و حصول اطمینان از آرایه به‌موقع گزارش‌ها و اظهارنظرهای حسابرس؛
- د) طرح موارد تخلف دیگر ارکان صندوق از مقررات، مفاد اساسنامه و امیدنامه نزد سازمان و سایر مراجع ذی‌صلاح و پیگیری موضوع تا حصول نتیجه نهایی؛
- ه) بررسی و تأیید صلح در دعاوی له یا علیه صندوق توسط مدیر صندوق؛
- و) بررسی و تأیید پرداخت‌های صندوق، از جمله پرداخت صندوق به سهامدار عمده برای خرید سهام شرکت زیرمجموعه از وی.
- ی) نگهداری گواهی سرمایه‌گذاری سهامدار عمده و مدیر صندوق که برای حسن انجام تعهدات نزد متولی وثیقه شده است و استفاده از این وثایق در مواقع لزوم.

**۳-۶- حسابرس**

حسابرس صندوق به پیشنهاد متولی از بین مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار، توسط مجمع صندوق تعیین می‌شود. حسابرس مسئولیت بررسی و اظهارنظر راجع به گزارش مدیر صندوق به مجمع، صورت‌های مالی صندوق، صحت محاسبات قیمت اعمال اختیارات خرید یا فروش واحدهای سرمایه‌گذاری در صورت وجود و همچنین صحت اسناد و مدارک و گزارش‌های پشتوانه این محاسبات را بر عهده دارد.

**۴- شرایط سهام قابل انتقال به صندوق و سهامدار عمده**

در این گزینه شرایط سهام شرکت زیرمجموعه که به صندوق منتقل می‌شود و شرایط سهامدار عمده، همان شرایطی است که در گزینه اول بیان شد.

**۵- در نظر گرفتن اختیار خرید و اختیار فروش**

دارنده واحد سرمایه‌گذاری می‌تواند اختیار فروش واحد سرمایه‌گذاری به سهامدار عمده را داشته باشد؛ همچنین سهامدار عمده می‌تواند اختیار خرید واحدهای سرمایه‌گذاری را برای خود محفوظ دارد. مزایا و معایب در نظر گرفتن این اختیار فروش یا خرید در بند ۲ گزینه اول توضیح داده شده است.



## ۶- شرایط افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه تحت مالکیت صندوق

در صورتی که شرکت تحت مالکیت صندوق، افزایش سرمایه از محل آورده نقد داشته باشد، حق تقدم خرید سهام جدید به نام صندوق صادر می‌شود. در این صورت مدیر صندوق اقدام به صدور حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری متناسب با میزان افزایش سرمایه شرکت زیرمجموعه خواهد کرد. هر حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق معادل یک حق تقدم تعلق گرفته به صندوق برای خرید سهام شرکت زیرمجموعه می‌باشد. قیمت پذیرهنویسی حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، معادل قیمت پذیرهنویسی سهام جدید شرکت زیرمجموعه است. حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق قابل نقل و انتقال در همان بازار متشکلی است که واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق معامله می‌شوند. مهلت استفاده از حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، هفت روز کاری قبل از پایان مهلت در نظر گرفته شده برای حق تقدم‌های خرید سهام شرکت زیرمجموعه خواهد بود. در صورتی که دارندگان حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق، بخواهند از این حق استفاده کنند، باید قبل از مهلت مذکور مبلغ پذیرهنویسی به حساب صندوق واریز و درخواست خود را به مدیر صندوق ارائه دهند. در این صورت واحدهای سرمایه‌گذاری جدید به نام متقاضی صادر می‌شود. در صورتی که دارندگان حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق در مهلت مقرر نسبت به اعمال حق تقدم خود اقدام نکنند، مدیر صندوق یک هفته فرصت خواهد داشت تا حق تقدم آن‌ها را به حراج گذارد، در این صورت خریدار حق تقدم خرید واحدهای سرمایه‌گذاری باید علاوه بر قیمت حق تقدم، قیمت پذیرهنویسی سهام را نیز بپردازد. مبالغ حاصل پس از کسر قیمت پذیرهنویسی سهام شرکت زیرمجموعه و هزینه‌های مربوطه به حساب طلب دارنده حق تقدم استفاده نشده خرید واحدهای سرمایه‌گذاری منظور شده و توسط مدیر صندوق مستقیماً یا به واسطه شرکت سپرده‌گذاری در وجه آنان پرداخت خواهد شد. در صورت فروش نرفتن حق تقدم‌های استفاده نشده در مهلت هفت روز مذکور، این حق تقدم‌ها باطل شده و هر مبلغی که شرکت زیرمجموعه بابت فروش حق تقدم‌های استفاده نشده (سهام جدید) به صندوق پرداخت کند به حساب طلب دارندگان حق تقدم استفاده نشده واحدهای سرمایه‌گذاری منظور شده و به آن‌ها پرداخت خواهد شد.

در صورتی که افزایش سرمایه از محل مطالبات و یا سود انباشته انجام شود، صدور واحدهای سرمایه‌گذاری صورت نخواهد گرفت و پاره واحدهای سرمایه‌گذاری نیز توسط مدیر به مزایده گذاشته خواهد شد و مبالغ حاصل پس از کسر هزینه‌ها در وجه دارنده واحدهای سرمایه‌گذاری که ذینفع است پرداخت می‌شود.

## ۷- بررسی ریسک‌های مرتبط با صندوق

از آنجایی که صندوق سرمایه‌گذاری در سهام بدون حق رأی نقش و کارکرد سهام عادی شرکت‌ها را به خود می‌گیرد، تمام ریسک‌های مرتبط بر سهام عادی، بر واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق نیز اثرگذار است، علاوه بر این ریسک‌های زیر قابل توجه می‌نماید:

### ۱-۷- ریسک نقدشوندگی

در صورت وجود بازار گردان، ریسک نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری کمتر از ریسک نقدشوندگی سهام عادی شرکت زیرمجموعه خواهد بود. در صورت وجود اختیار فروش تبعی،

نقدشوندگی واحدهای سرمایه‌گذاری در سررسید بیشتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، چراکه دارندگان این واحدها می‌توانند در صورت لزوم از اختیار خود برای فروش گواهی به ناشر استفاده کنند.

#### ۲-۷- ریسک دستکاری قیمت

فروش واحدهای سرمایه‌گذاری موجب می‌شود بخشی از سهام تحت مالکیت سهامدار عمده به صورت سهام بدون حق رأی به سرمایه‌گذاران خرد عرضه شده و در واقع سهام شناور آزاد شرکت مربوطه را افزایش دهد. این امر هم‌زمان موجب افزایش عمق بازار ثانویه و کاهش ریسک دستکاری قیمت سهام عادی شرکت و واحدهای سرمایه‌گذاری خواهد شد. در صورت وجود اختیار خرید و فروش تبعی، ریسک نوسان قیمت واحد سرمایه‌گذاری کمتر از سهام عادی شرکت مربوطه خواهد بود، لکن ریسک دستکاری قیمت سهام عادی شرکت و همچنین واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق توسط سهامدار عمده در سررسید افزایش می‌یابد؛ به این ترتیب که اگر در سررسید قیمت سهام عادی و واحدهای سرمایه‌گذاری کمتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد و سهامدار عمده تمایل به نگهداری حق رأی سهام تحت تملک صندوق را نداشته باشد، سعی خواهد کرد که قیمت سهام عادی و واحدهای سرمایه‌گذاری را در سررسید به سمت بالا دستکاری کرده تا از قیمت اعمال اختیار فروش بیشتر شود تا دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تمایل به استفاده از اختیار فروش خود نداشته باشند و بعد از پایان عمر صندوق، واحدهای سرمایه‌گذاری آن‌ها به سهام عادی شرکت تبدیل شود. پس از این تبدیل، سهامدار عمده اجازه خواهد داد تا قیمت سهام عادی و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق به سمت پایین تعدیل شود. از طرف دیگر چنانچه سهامدار عمده تمایل داشته باشد که بعد از پایان عمر صندوق، حق رأی سهام فروخته شده از این طریق نزد وی محفوظ بماند، آنگاه اگر در پایان عمر صندوق قیمت سهام عادی و به تبع آن قیمت واحدهای سرمایه‌گذاری در بازار بیشتر از قیمت اعمال اختیار فروش باشد، سهامدار عمده سعی خواهد کرد که با دستکاری قیمت به سمت پایین آن را به زیر قیمت اعمال کاهش دهد تا دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری، از اختیار خود استفاده کرده و واحدهای خود را به سهامدار عمده بفروشند. پس از آن سهامدار عمده اجازه خواهد داد که قیمت سهام عادی شرکت به سطح اولیه خود صعود کند. برای مقابله با این ریسک نیز علاوه بر نظارت سازمان بورس و شرکت بورس بر معاملات اوراق بهادار در بازار، مدیر صندوق موظف است با بررسی معاملات اوراق در زمان سررسید آنها در صورت مشاهده معاملات مشکوک موارد را به سازمان بورس اطلاع داده و پیگیری نماید.

#### ۳-۷- ریسک عدم ایفای تعهد خرید سهام به قیمت اعمال در سررسید

در صورت وجود اختیار فروش، ممکن است سهامدار عمده به تعهد خود مبنی بر خرید سهام در سررسید عمل نکند. لذا لازم است برای کاهش این ریسک از راهکارهای پیش‌بینی شده در این طرح (اعم از معرفی ضامن، تسلیم وثیقه، رتبه‌بندی سهامدار عمده یا انتخاب آن از بین شرکت‌های برتر) استفاده شود.

**۴-۷- ریسک فروش سهام قبل از سررسید**

ممکن است صندوق، سهام شرکت زیرمجموعه را که به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری تعلق دارد، قبل از پایان عمر صندوق بفروشد. با سپرده کردن سهام تحت تملک صندوق نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی و تسویه وجوه، این ریسک پوشش داده می‌شود.

**۵-۷- ریسک عدم توزیع سود تقسیمی**

ممکن است شرکت زیرمجموعه، سود سهام تقسیمی را به صندوق پرداخت نکند تا میان دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری توزیع کند. مدیر صندوق بر این موضوع نظارت کرده و در صورت تخلف، در مراجع رسیدگی علیه شرکت زیرمجموعه طرح شکایت خواهد کرد. این مکانیزم این ریسک را تا حد زیادی کاهش خواهد داد.

**۶-۷- ریسک معامله با اشخاص وابسته**

ممکن است سهامدار عمده معاملات خارج از عرف تجاری بین خود با شرکت زیرمجموعه یا بین اشخاص وابسته و تحت کنترل خود با شرکت زیرمجموعه ترتیب دهد که نتیجه این معاملات به ضرر شرکت زیرمجموعه و درنهایت به ضرر دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری باشد. نظارت مستمر مدیر صندوق بر معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند این ریسک را تا حدود زیادی پوشش دهد.

**۷-۷- ریسک مدیریت ضعیف شرکت**

ممکن است به دلیل انتخاب مدیران ضعیف توسط سهامدار عمده برای شرکت زیرمجموعه، قیمت سهام این شرکت مطابق پیش‌بینی‌های انجام گرفته رشد نکند، چنانچه اختیار فروش تبعی بر روی واحد سرمایه‌گذاری تعریف شده باشد، این ریسک تا حدود زیادی پوشش داده خواهد شد. همچنین با الزام سهامدار عمده به نگهداری میزان قابل‌توجهی از سهام شرکت زیرمجموعه تا پایان عمر صندوق، می‌توان نسبت به هم‌جهت بودن منافع دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری و سهامدار عمده تا حدی اطمینان یافت.

**۸-۷- ریسک پذیرش پروژه‌های پر ریسک**

با توجه به اینکه درصد سهام سهامدار عمده در شرکت زیرمجموعه کاهش می‌یابد، ممکن است تمایل وی به‌عنوان کنترل‌کننده شرکت زیرمجموعه برای پذیرش پروژه‌های پر ریسک در شرکت زیرمجموعه افزایش یابد. با الزام سهامدار عمده به داشتن درصد قابل‌توجهی از سهام شرکت مربوطه، می‌توان این ریسک را پوشش داد. همچنین چنانچه اختیار فروش به دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری اعطا شود، این ریسک کاملاً پوشش داده می‌شود.



بررسی امکان استفاده از اوراق بهادار موجود به جای اوراق گواهی سپرده

سهام و مطالعات تطبیقی

## ۱- بررسی امکان استفاده از اوراق بهادار موجود به جای اوراق گواهی سپرده سهام

### اوراق مشارکت

علیرغم اینکه می‌توان گفت با انتشار اوراق مشارکت به منظور شرکت در افزایش سرمایه شرکت‌های زیرمجموعه، با توجه به ماهیت موضوع افزایش سرمایه، هدف قانون‌گذار از ارائه این ابزار می‌تواند محقق گردد، همچنان به‌کارگیری اوراق مشارکت به‌عنوان جایگزین اوراق گواهی سپرده سهام با محدودیت‌های ذیل مواجه است:

- بر اساس ماده ۱ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت (مصوب ۱۳۷۶/۶/۳۰، مجلس شورای اسلامی)، موضوع انتشار اوراق مشارکت، طرح‌های عمرانی انتفاعی دولت مندرج در قوانین بودجه سالانه کل کشور و طرح‌های سودآور تولیدی و ساختمانی و خدماتی می‌باشد؛ این در حالی است که موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام، سرمایه‌گذاری در خرید سهام شرکت زیرمجموعه یک سهامدار عمده است.
- بر اساس اعلام سازمان بورس و اوراق بهادار، انتشار اوراق مشارکت توسط شرکت‌های مادر (هلدینگ‌ها) برای تأمین مالی شرکت‌های زیرمجموعه در شرایطی که مادر مالک ۱۰۰ درصدی زیرمجموعه باشد مجاز است؛ درحالی‌که اغلب شرکت‌های مادر، سهامدار عمده (و نه سهامدار ۱۰۰ درصدی) شرکت‌های زیرمجموعه می‌باشند. لذا با توجه به نیازی که بر اساس میزان تقاضای موجود برای این روش تأمین مالی در میان شرکت‌های مادر و شرکت‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد، ضرورت طراحی و ارائه گواهی سپرده سهام، پرواضح است.

### اوراق مرابحه

بر اساس صورت‌جلسات کمیته تخصصی فقهی به شماره‌های ۱۰۹ و ۱۱۰ به ترتیب به تاریخ‌های ۱۳۹۴/۰۳/۲۰ و ۱۳۹۴/۰۴/۰۳، انتشار اوراق مرابحه مبنی بر خرید نقد و فروش نسبه سهام مجاز شمرده شده است. با این وجود به‌کارگیری اوراق مرابحه برای رسیدن به اهداف مندرج در این طرح اشکالات ذیل را دارد:

- اوراق مرابحه که به‌منظور خرید نقد سهام و فروش نسبه آن با اقساط بلندمدت به کار می‌رود، ماهیتاً با گواهی سپرده سهام متفاوت است، چراکه در این نوع اوراق مرابحه، دارنده اوراق پس از انعقاد عقد فروش نسبه، مالک سهام محسوب نشده و حق دریافت سود تقسیمی را ندارد؛ درحالی‌که در گواهی سپرده سهام، سهام فروخته شده همچنان در مالکیت دارندگان گواهی‌های مذکور قرار دارد و آن‌ها مستحق دریافت سود نقدی خواهند بود. در ضمن در سررسید چنانچه مالکیت گواهی سپرده سهام به ناشر منتقل نشود، سهام به نام دارندگان اوراق ثبت خواهد شد؛ درحالی‌که در اوراق مرابحه، دارندگان اوراق فقط مستحق دریافت اقساط خواهند بود و در صورت عدم پرداخت به‌موقع اقساط، می‌توانند سهام مربوطه را که در وثیقه است بفروشند و از محل آن مطالبات خود را تصفیه و مابقی را به بانی بپردازند.
- از آنجاکه در عقد مرابحه ضروری است فروشنده و بانی شخصیت حقوقی مستقلی داشته باشند؛ به‌کارگیری این ابزار در جهت اهداف مندرج در این طرح، امکان‌پذیر نمی‌باشد.



- یکی از اهداف این طرح افزایش سهام شناور آزاد شرکت زیرمجموعه است. با توجه به اینکه در انتشار اوراق مرابحه مالکیت سهام شرکت زیرمجموعه به سهامدار عمده منتقل می‌شود، لذا انتشار اوراق مرابحه به افزایش سهام شناور آزاد شرکت موضوع انتشار کمکی نخواهد کرد.

## ۲- مطالعات تطبیقی صورت گرفته

بر اساس قانون شرکت‌های سرمایه‌گذاری آمریکا مصوب ۱۹۴۰، این شرکت‌ها با رعایت محدودیت‌های خاصی توانایی استفاده از اهرم در استراتژی سرمایه‌گذاری خود را دارند. استفاده از اهرم باعث افزایش بازده بلندمدت آن‌ها می‌شود اما در مقابل ریسک و احتمال تلاطم قیمت را در آن‌ها افزایش می‌دهد. طبق این قانون، به‌طور کلی این‌گونه شرکت‌ها نمی‌توانند هیچ‌گونه تعهد آتی را بپذیرند مگر اینکه توان پوشش آن را در آینده داشته باشند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه باز و صندوق‌های قابل معامله در بورس در صورتی اجازه استقراض از بانک را دارند که بلافاصله بعد از دریافت وام مجموع خالص دارایی‌های آن‌ها حداقل ۳ برابر مجموع استقراض آن‌ها باشد؛ به‌عبارت‌دیگر صندوق باید دارای پوشش سرمایه حداقل ۳۰۰ درصدی باشد. شرکت یا صندوق‌های با سرمایه ثابت در شرایط خاص می‌توانند اوراق بدهی و سهام ممتاز منتشر کنند به شرط آنکه پوشش سرمایه ۳۰۰ درصدی برای انتشار اوراق بدهی و پوشش سرمایه ۲۰۰ درصدی برای انتشار سهام ممتاز داشته باشند.

بر اساس قوانین ایالات متحده آمریکا شرکت‌های مادر محدودیتی در استفاده از اهرم مالی و انتشار اوراق بدهی به‌منظور گسترش فعالیت‌های خود ندارند. باین‌حال، شرکت‌های هلدینگ بانکی (Bank Holding Company (BHC)) شرکت‌هایی که کنترل عملیات حداقل یک بانک را در اختیار دارند) می‌توانند از ابزاری تحت عنوان اهرم دو برابر (Double Leverage) برای تأمین مالی استفاده کنند. در به‌کارگیری این ابزار یک شرکت هلدینگ بانکی با انتشار اوراق بدهی، منابع لازم جهت سرمایه‌گذاری در سرمایه (Equity) یک بانک زیرمجموعه را به دست می‌آورد.

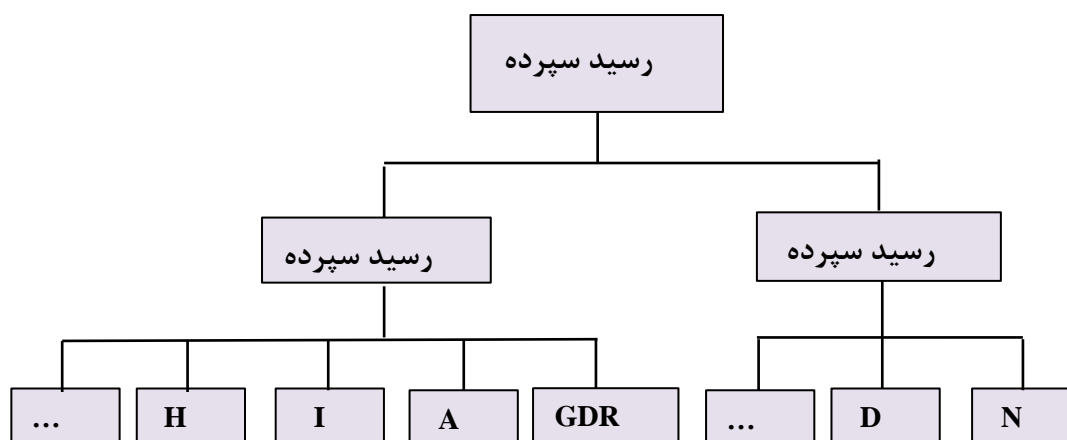
البته لازم به ذکر است که گواهی سپرده سهام معرفی شده در این طرح از نوع ابزار بدهی محسوب نمی‌شود و چنانچه این گواهی بدون حق اختیار فروش تبعی منتشر شود، هیچ‌گونه تعهدی برای شرکت به همراه نخواهد داشت. این گواهی‌ها در واقع به‌عنوان سهام شرکت مربوطه بدون حق رأی محسوب می‌شوند و به‌عبارت‌دیگر نوع خاصی از سهام شرکت قلمداد می‌گردند؛ بنابراین طبقات مختلف سهام در قوانین کشورهای دیگر بررسی شده که نتایج آن در ادامه می‌آید.

در بورس‌های اوراق بهادار چین، سهام به دسته‌های مختلفی تقسیم می‌شود. به‌طور مثال سهام نوع A در بورس سهام شانگهای و شنزن و بر اساس پول ملی (رنمینی) معامله می‌شوند؛ اما بعد از اصلاحات انجام شده در دسامبر سال ۲۰۰۲ میلادی، سرمایه‌گذاران خارجی نیز تحت شرایطی مجاز به انجام معامله این نوع از سهام شدند. سهام نوع B در بورس سهام شانگهای و شنزن به‌صورت ارزی معامله می‌شوند. این نوع سهام در بورس سهام شانگهای برحسب دلار آمریکا و در بورس سهام شنزن برحسب دلار هنگ‌کنگ معامله و تسویه می‌شوند. هر دودسته از سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی مجاز به معاملات سهام نوع B هستند.

مالکین سهام نوع A و نوع B، به‌غیر از یک استثنا، در بقیه موارد دارای حقوق یکسانی هستند. تنها تفاوت میان این دو گروه از سهامداران، دریافت سود سهام با ارزش خارجی مربوطه توسط سهامداران نوع B است. سهام نوع L سهام شرکت‌هایی است که در چین ثبت شده‌اند، اما در بورس سهام لندن پذیرفته و معامله می‌شوند. معاملات این نوع سهام برحسب پوند انگلیس می‌باشد. انواع دیگر سهام از جمله سهام نوع H، N و S نیز در این بورس مورد معامله قرار می‌گیرند که کارکردی مشابه دارند.

با بررسی انواع مختلف گواهی سپرده سهام در نقاط مختلف جهان می‌توان این اوراق را بر اساس معیار محل انتشار به دو طبقه "رسید سپرده فراملی" و "رسید سپرده ملی" دسته‌بندی کرد. شکل (۱) ساختار کلی گواهی سپرده سهام براساس طبقه‌بندی اشاره شده را نشان می‌دهد:

شکل ۱ طبقه‌بندی گواهی سپرده سهام بر اساس معیار محل انتشار



#### • رسید سپرده ملی

رسید سپرده ملی، اوراقی است که توسط یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار با سپرده‌گذاری سهام پایه نزد یک نهاد واسط (نهاد سپرده‌گذار) در همان بازار منتشر می‌شود. این اوراق قابلیت دادوستد در بازار ثانویه را دارند و حتی می‌توانند با سهام شرکت ناشر نیز دادوستد شوند. این اوراق با عناوین مختلف در برخی از بورس‌های جهان نظیر بورس هلند، بلژیک، لوکزامبورگ، تحت عنوان گواهی سپرده (DC<sup>۱</sup>) و بورس تایلند تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی (NVDR<sup>۲</sup>) منتشر می‌شود. در خصوص حق رأی DC 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.

1. Depository Certificates  
2. Non-Voting Depository Receipts



## • رسید سپرده فراملی

رسید سپرده فراملی دارای چارچوبی مشابه با رسید سپرده ملی است با این تفاوت که این اوراق توسط یک ناشر در بورس محلی از طریق یک نهاد سپرده‌گذاری، در بازار سرمایه سایر کشورها منتشر می‌شود. با بررسی تجربیات جهانی، انواع مختلف رسید سپرده در این گروه معرفی شده است که برخی رسیده‌ها امکان انتشار همزمان در دو یا چند بازار خارجی را دارند و برخی دیگر صرفاً در یک بازار میزبان منتشر می‌شوند.

رسید سپرده جهانی (GDR<sup>۱</sup>) و رسید سپرده اروپایی (EDR<sup>۲</sup>)، به‌عنوان معتبرترین رسید سپرده در بازارهای مالی جهان بشمار می‌آید که توسط یک بانک سپرده‌گذار بین‌المللی در بورس‌های معتبر بین‌المللی نظیر بورس‌های آمریکا و انگلستان پذیرش می‌شود. در این مدل، متقاضی محلی با ارائه مستندات لازم به یک بانک سپرده‌گذار بین‌المللی (نظیر جی‌پی مورگان) درخواست انتشار رسید سپرده جهانی در یکی از بازارهای معتبر می‌کند. در صورت تأمین شرایط لازم و موافقت بورس میزبان، سهام متقاضی نزد یک امین محلی مورد تایید بانک سپرده‌گذار بین‌المللی سپرده و به پشتوانه آن، رسید سپرده جهانی توسط یک نهاد سپرده‌گذاری در بازار میزبان (پس از عقد توافقنامه‌های فی‌مابین) منتشر می‌شود. رسید سپرده آمریکایی (ADR<sup>۳</sup>)، رسید سپرده هند (IDR<sup>۴</sup>)، رسید سپرده هنگ‌کنگ (HDR<sup>۵</sup>) و... از دیگر انواع رسید سپرده فراملی می‌باشند که پذیرای حضور شرکت‌های خارجی در بازارهای سرمایه داخلی هستند. در ادامه به بررسی تجربیات برخی کشورها در انتشار گواهی سپرده سهام پرداخته می‌شود.

## آمریکا

بازار سرمایه ایالات متحده آمریکا، به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار دادوستد گواهی (رسید) سپرده سهام در جهان بشمار می‌آید. رسید سپرده آمریکایی برای اولین بار در سال ۱۹۲۷ به‌عنوان یک روش ساده برای سهامداران آمریکایی که تمایل به خرید سهام شرکت‌های خارجی در بورسی خارج از بورس آمریکا داشتند، معرفی شد. در یک تعریف کلی، رسید سپرده آمریکایی (ADR<sup>۶</sup>) گواهی قابل معامله‌ای است که از سوی یک نهاد سپرده‌گذاری به پشتوانه سهام پایه سپرده‌شده ناشر خارجی (در بورس‌های محلی)، در بورس آمریکا منتشر می‌شود. دارندگان این اوراق، کلیه عایدی ناشی از سود تقسیمی و عایدی سرمایه را به‌صورت دلار دریافت می‌کنند. در واقع سود سهام دارندگان این اوراق پس از کسر هزینه تبدیل ارز و مالیات‌های جانبی پرداخت می‌شود. این گواهی در هر سه بازار نزدیک، نیویورک، AMEX و همچنین بازار خارج از بورس (OTC) منتشر و دادوستد می‌شود.

1. Global Depository Receipts
2. European Depository Receipt
3. American Depository Receipt
4. Indian Depository Receipt
5. Hong Kong Depository Receipt
- 6 American Depository Receipt



در بازار سرمایه آمریکا، در یک دسته‌بندی کلی، ADR به دو گروه ADR تضمینی و ADR غیرتضمینی طبقه‌بندی می‌شود. ADR غیرتضمینی بدون مشارکت مستقیم ناشر خارجی تنظیم می‌شود. انتشار ADR غیرتضمینی می‌تواند به درخواست یک کارگزار فروشنده در بورس محلی جهت انتشار ADR در بورس آمریکا صورت گیرد. اما ADR تضمینی با مشارکت مستقیم ناشر خارجی و سپرده‌گذاری ایجاد می‌شود. در این دسته، ناشر خارجی با تکمیل بیانیه ثبت و عقد یک "توافقنامه سپرده‌گذاری" با نهاد سپرده‌گذاری، اقدام به انتشار ADR تضمینی در بازار سرمایه آمریکا می‌کند.

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. جدول (۱) برخی ویژگی‌های مهم ۴ نوع ADR قابل انتشار در بازار سرمایه آمریکا را نشان می‌دهد:

جدول (۱): ویژگی‌های عمده انواع رسید سپرده آمریکایی

مشخصات / انواع	سطح یک	سطح دو	سطح سه	144A
بازار پایه <sup>۱</sup>	اوراق صورتی <sup>۲</sup> OTC	NYSE, AMEX, NAZDAQ	NYSE, AMEX, NAZDAQ	PORTAL
استانداردهای حسابداری	استانداردهای کشور محلی	GAAP	GAAP	استانداردهای کشور محلی
ثبت نزد کمیسیون بورس اوراق بهادار (SEC <sup>۳</sup> )	معاف	ثبت کامل	ثبت کامل	معاف
انتشار سهام	فقط سهام موجود (از طریق عرضه عمومی)	فقط سهام موجود (از طریق عرضه عمومی)	انتشار سهام جدید جهت افزایش سرمایه (عرضه عمومی)	انتشار سهام جدید جهت افزایش سرمایه (عرضه عمومی)
الزام پذیرش	عدم نیاز به پذیرش	نیاز به پذیرش	نیاز به پذیرش	عدم نیاز به پذیرش
سرمایه‌گذاران	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران خرد و نهادی	سرمایه‌گذاران نهادی
امکان افزایش سرمایه	خیر	خیر	بله	بله

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. 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. بدون شک حضور شرکت‌های خارجی در

1. primary exchanges  
2. Pink sheets  
3. Securities and Exchange Commission



بورس‌های آمریکایی علاوه بر دسترسی به بزرگ‌ترین بازار جهانی سرمایه، موجب شهرت جهانی این شرکت‌ها در بازارهای بین‌المللی می‌شود، باین‌وجود، شرکت‌هایی 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.

### هنگ‌کنگ

چارچوب تنظیم رسید سپرده هنگ‌کنگ (HDR<sup>۱</sup>) در می ۲۰۰۸ شروع و در جولای همان سال به مرحله اجرا رسید. مدل رسید سپرده هنگ‌کنگ از سوی شرکت خدمات مالی هنگ‌کنگ (HKEx<sup>۲</sup>) ارائه شده است. نشرانی که تمایل به انتشار HDR در بورس هنگ‌کنگ دارند، مکلف به رعایت همان الزامات هستند که برای سهام وجود دارد. براساس قوانین بورس هنگ‌کنگ، ناشر خارجی برای انتشار HDR ملزم به تأمین یکی از سه معیار ارزیابی صلاحیت ارائه شده در جدول (۲) است.

جدول (۲): معیارهای ارزیابی صلاحیت جهت انتشار HDR

معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد	معیار ارزیابی ارزش بازاری/درآمد/ جریان نقدی	معیار ارزیابی سودآوری
- ثبت حداقل ۳ سال مالی سابقه معامله <sup>۳</sup>	- ثبت حداقل ۳ سال مالی سابقه معامله <sup>۴</sup>	- ثبت حداقل ۳ سال سابقه معامله <sup>۵</sup>
- تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر	- تداوم مدیریت برای حداقل سه سال مالی اخیر	- برخورداری از حداقل ۲۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در آخرین سال مالی
- تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی	- تداوم مالکیت و کنترل برای حداقل یک سال مالی حسابرسی شده اخیر	- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی
- ارزش بازاری حداقل ۴۰۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ (HK\$) در زمان پذیرش	- ارزش بازاری حداقل ۲۰۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ (HK\$) در زمان پذیرش	- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی
- ارزش بازاری حداقل ۴۰۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ (HK\$) در زمان پذیرش	- حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده	- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی
- و حداقل درآمد ۵۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ در آخرین سال مالی حسابرسی شده	- برخورداری از جریان نقدی مثبت حداقل ۱۰۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ از فعالیت‌های عملیاتی طی سه سال مالی اخیر	- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی
		- برخورداری از حداقل ۳۰ میلیون دلار هنگ‌کنگ به عنوان سود منتسب به سهامداران در دو سال مالی پایانی

1. Hong Kong Depository Receipt

2. 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.

3. trading record

4. trading record

5. trading record

با بررسی عملکرد HDR در بازار سرمایه هنگ‌کنگ می‌توان بیان داشت، بازار HDRها در بورس هنگ‌کنگ در سال‌های اخیر به موفقیت نسبی نائل شده‌اند. بورس هنگ‌کنگ در می ۲۰۰۸ "مقررات پذیرش بازار اصلی" را منتشر و به شرکت‌ها اجازه پذیرش در بازار اصلی را داد. اولین HDR در سال ۲۰۱۰ از سوی یک شرکت برزیلی فعال در صنعت معدن بود که توانست با کمک جی.پی مورگان اولین HDR را راه‌اندازی کند. پس از آن شرکت‌هایی از آمریکا، ژاپن و برزیل 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. در این بورس امکان معاوضه "دو طرفه" رسید با سهام (و سهام با رسید) وجود دارد.

### تایوان

رسید سپرده شرکت‌های خارجی که در بورس اوراق بهادار تایوان پذیرش می‌شوند، تحت عنوان رسید سپرده تایوان (TDR)<sup>۱</sup> 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. کمیسیون بورس و اوراق بهادار، به‌عنوان مقام ناظر بورس اوراق بهادار تایوان، در سال ۱۹۹۲ قوانین حاکم بر انتشار رسید سپرده تایوان (TDR) را منتشر کرد. بر اساس ماده (۱۷) آئین‌نامه مذکور، TDR پذیرش شده در بورس تایوان براساس دلار جدید تایوان (TWD) تعیین می‌شود. در ادامه به برخی از مهم‌ترین الزامات مالی و افشاگری مربوط به قوانین انتشار TDR اشاره می‌شود:

- 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.
- سهام پایه TDR می‌تواند یا قبلاً منتشر شده باشد یا سهام جدید باشد؛ با این وجود محدودیت حداکثری در خصوص مقدار منتشر شده وجود ندارد.
- 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 گواهی‌ها، اقدام به انتشار مجدد TDR کند و یا در صورت افزایش سرمایه می‌تواند اقدام به انتشار TDR جدید کند.

در تایوان اگرچه برنامه‌های TDR در سال ۱۹۹۲ معرفی شد، اما اولین TDR در سال ۱۹۹۹ معرفی 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. اما به‌منظور جذاب کردن بازار این رسیده‌ها، دولت تایوان اقدام به اصلاح گام‌به‌گام قوانینی و الزامات پذیرش TDR نظیر حذف محدودیت حجم جابجایی پول از تایوان یا سرزمین اصلی چین، امضای توافق‌نامه چارچوب همکاری اقتصادی متقابل (ECFA<sup>۱</sup>) با سرزمین اصلی چین و صدور مجوز معاملات اعتباری برای TDRها کرد. 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 یابد.

### برزیل

رسید سپرده برزیل (BDR<sup>۲</sup>) گواهی است که به نمایندگی از اوراق بهادار پذیرش‌شده شرکت‌های خارجی به‌وسیله یک نهاد سپرده‌گذار در برزیل منتشر می‌شود. این اوراق در سال ۱۹۹۲ به‌منظور جذاب کردن بورس اوراق بهادار ساؤپائولو برای سرمایه‌گذاران داخلی و شرکت‌های خارجی معرفی شد. در سال ۱۹۹۶، شورای ملی پول (CMN<sup>۳</sup>) مقررات BDR را تصویب کرد و کمیسیون بورس اوراق بهادار برزیل (CVM<sup>۴</sup>) و بانک مرکزی برزیل (Bacen) مقررات و سازوکار اجرایی انتشار BDR را ابلاغ کردند. شایان‌ذکر 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.

بر اساس قوانین و مقررات بازار سرمایه برزیل، BDR همانند ADR در دو گروه تضمینی و غیر تضمینی قرار دارد. در گروه تضمینی، BDR در سه سطح و در گروه غیر تضمینی صرفاً در یک سطح امکان انتشار در بازار سرمایه برزیل را دارد. "BDR غیرتضمینی سطح یک" در بازار خارج از بورس<sup>۵</sup> (OTC) پذیرش و در سامانه معاملات

---

1. Cross-Straits Economic Cooperation Framework Agreement  
 2. Brazilian Depositary Receipts  
 3. National Monetary Council  
 4. Brazilian Securities and Exchange Commission  
 5. BM&FBOVESPA's OTC

الکترونیکی اوراق بهادار (تحت عنوان<sup>۱</sup> Mega Bolsa) در بورس معامله می‌شود. از سوی دیگر BDR تضمینی سطح دو و سه در بورس اوراق بهادار سائوپائولو (BM&FBOVESPA<sup>۲</sup>) تحت همان سامانه معامله می‌شود. استقبال از بازار BDR در برزیل معمولاً در میان شرکت‌های بین‌المللی که ارتباط قوی با اقتصاد برزیل دارند، بیشتر است. با نگاهی بر آمار شرکت‌های خارجی که اقدام به انتشار BDR در بازار سرمایه برزیل کرده‌اند مشاهده می‌شود 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 معامله می‌شد 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، در حدود چهار شرکت معتبر<sup>۳</sup> اقدام به انتشار BDR سطح سه و ۷ شرکت نیز اقدام به انتشار BDR سطح سه کرده‌اند.

#### هند

از سال ۲۰۰۰، دولت هند گام‌های مهمی را 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 موارد 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<sup>۴</sup>) کمیته بورس و اوراق بهادار هند (SEBI<sup>۵</sup>) و بانک مرکزی هند (RBI<sup>۶</sup>)، قوانین و مقررات مربوط به IDR را تنظیم و تدوین می‌کنند. از فوریه ۲۰۰۴، دولت هند قوانین شرکتی مربوط به انتشار رسیده 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 افشاجری (ICDR<sup>۷</sup>) جایگزین آن شد. در بورس هند، ساختار این گواهی‌ها نیز مانند سایر گواهی‌ها در بازارهای دیگر است که براساس آن

---

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

۲. 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.

3. Lan Airline S.A., Pacific Ruviales Energy Corp., Solvay Indupa S.A.I.C, and TGLT S.A

4. Ministry of Corporate Affairs

5. The Securities and Exchange Board of India

6. Reserve Bank of India

7 Issue of Capital and Disclosure Requirements

به پشتوانه سهام پایه نگهداری شده توسط امین، رسید در یک بازار منتشر می‌شود. این اوراق می‌توانند به‌طور معمول با سهام پایه مبادله شوند و امکان فروش سهام پایه در بازار محلی نیز وجود دارد. اما به‌طور 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 گواهی بدهد و امکان تعویض در این شرایط وجود ندارد. برخی از عمده‌ترین الزامات مربوط به پذیرش IDR در بورس هند به ترتیب زیر است:

- برخورداری از حداقل ۵۰ میلیون دلار سرمایه پرداخته‌شده<sup>۱</sup> (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<sup>۲</sup>) 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.

با بررسی عملکرد رسید سپرده هند مشاهده می‌شود، این اوراق اگرچه در سال ۲۰۰۰ معرفی شد، اما اولین رسید سپرده در این کشور در سال ۲۰۱۰ نزد بورس اوراق بهادار ملی و بورس بمبئی پذیرش شد. با بررسی دلایل عدم موفقیت این گواهی‌ها در بورس هند می‌توان بیان داشت، موارد زیر مهم‌ترین موانع پیاده‌سازی این اوراق بشمار می‌آیند:

- محدودیت معاوضه‌پذیری؛
- قوانین و الزامات سخت‌گیرانه پذیرش؛
- عدم شفافیت در مورد مسئله مالیات؛
- تبلیغات ضعیف؛
- تخصیص حداکثر ۵۰ درصد IDR به سرمایه‌گذاران خرد.

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 رسید سپرده سهام است. نکته دیگر اینکه قوانین امنیت ملی خاص کشوری<sup>۳</sup> نیز به بین‌المللی شدن بازارهای سرمایه لطمه وارد می‌کند.

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

2. qualified institutional buyers

3. Country-specific national security laws

## تایلند

بورس تایلند در اوایل سال ۲۰۰۰ اقدام به معرفی ابزار مالی جدید 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 DRها بود و شرکت‌های داخلی مجاز به انتشار آن در بورس داخلی بودند. از دیگر ویژگی‌های این ابزار مالی می‌توان به عدم برخورداری از حق رأی دارندگان این ابزار اشاره کرد که این قابلیت موجب حفظ کنترل مدیریتی سهامداران بنیادی شرکت‌ها می‌شد. اهمیت این موضوع به حدی بود که از آن در نام‌گذاری این اوراق، استفاده شده است. این ابزار مالی تحت عنوان رسید سپرده بدون حق رأی (NVDR<sup>۱</sup>) نامیده می‌شود.

در یک تعریف جامع NVDR یک ابزار معاملاتی جدیدی است که از سوی "شرکت تایلندی NVDR<sup>۲</sup>" وابسته به بورس اوراق بهادار، منتشر می‌شود. NVDRها به صورت خودکار به عنوان اوراق بهادار پذیرش شده در بورس تایلند در نظر گرفته می‌شوند.

اوراق بهادار پشتیبان رسید سپرده شامل موارد زیر است:

- ۱- سهام معمولی
- ۲- سهام ترجیحی
- ۳- واران
- ۴- حق تقدم قابل انتقال (TSR<sup>۳</sup>)

برخی از مشخصات این گواهی‌ها شامل موارد زیر است:

- سهام پایه پشتیبان گواهی‌ها بایستی نزد بورس اوراق بهادار تایلند ثبت شده باشد.
- رویه معاملات NVDRها مشابه معاملات سهام می‌باشد. سرمایه‌گذاران می‌توانند سفارش خرید و فروش این اوراق را از طریق کارگزاران با هر نوع اوراق بهادار بدهند.
- NVDRها می‌توانند در سه بازار اصلی، خرده‌فروشی و عمده‌فروشی<sup>۴</sup> در طول ساعات معاملاتی خرید و فروش 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 می‌شود.

### 1. Non-Voting Depository Receipt

۲ شرکت تایلندی NVDR در سال ۲۰۰۰ با سرمایه ثبت شده ۱۰ میلیون THB (واحد پول داخلی) ایجاد شد که بورس اوراق بهادار تایلند با سهم ۹۹/۹۹ درصدی بزرگ‌ترین سهامدار این شرکت می‌باشد. این شرکت مسئول انتشار و خرید و فروش NVDR به سرمایه‌گذاران هندی و همچنین سرمایه‌گذاران خارجی است. این شرکت مسئول ثبت و مرکز سپرده‌گذاری هر دو اوراق بهادار و NVDR است.

### 3. Transferable Subscription Rights

4. the main board, odd lot board or big lot board



- توقف (H) یا تعلیق (SP) معامله این اوراق همزمان با توقف (H) یا تعلیق (SP) معامله سهام پایه روی خواهد داد.
- کارمزد کارگزاری همانند سهام است.
- تسویه و پایاپایی NVDR مشابه سایر اوراق بهادار پذیرش شده است.
- شرکت ناشر رسیده بدون حق رأی بایستی در طول سه روز کاری بعد از پایان هر ماه اقدام به انتشار اطلاعات در خصوص تعداد کل سهام، حق تقدم قابل انتقال، وارانته برای خرید سهام پذیرفته شده شرکتها کند.
- با بررسی تجربیات انتشار NVDR طی ۱۰ سال گذشته در بورس تایلند، مشاهده می شود که طی این دوره حجم گسترده ای از شرکت های تایلندی اقدام به انتشار NVDR کرده اند، به گونه ای که طبق آخرین آمار موجود در جولای ۲۰۱۶ در حدود ۱۸۴ نوع NVDR در بازار سرمایه تایلند در حال دادوستد می باشد. با بررسی تجربیات این بورس، مشاهده می شود 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 مشوق های مالیاتی قابل توجهی برخوردار گشته اند. علاوه بر این امکان پذیری مبادله این اوراق با سهام موجب افزایش نقدشوندگی آنها شده است. علاوه بر این سرمایه گذاران خارجی استقبال قابل توجهی از این اوراق کرده اند که این امر نیز موجب افزایش استقبال و محبوبیت این اوراق در بازار سرمایه تایلند شده است.



مقایسه مزایا و معایب ابزارهای مورد بررسی برای ایجاد سهام طبقه «ب» و

نتیجه‌گیری

## مقدمه

هر سه گزینه پیشنهاد شده در این طرح در راستای ایجاد سهام طبقه «ب»، با در نظر گرفتن ظرفیت‌های قانونی کشور ایران، طراحی شده‌اند. گواهی سپرده سهام یا واحدهای سرمایه‌گذاری تک سهم ارائه شده در این طرح، سهامی مشابه سهام عادی شرکت زیرمجموعه است، با این تفاوت که حق رأی آن از دارنده این نوع سهام سلب شده است و بنابراین در این طرح به سهام طبقه «ب» نامیده شده است.

سهام طبقه «ب» موضوع این طرح در قالب سه گزینه متفاوت طراحی و ارائه شده است که هر کدام دارای ویژگی‌های خاص خود و مزایا و معایبی نسبت به هم می‌باشند که در ادامه به تشریح آن می‌پردازیم.

## معیارهای مقایسه و ارزیابی گزینه‌ها

در این قسمت به مقایسه سه گزینه ارائه شده با استفاده از معیارهای متفاوت می‌پردازیم. در بخش بعدی نتایج این مقایسه را خلاصه کرده و نتیجه‌گیری خواهیم کرد.

### ۱- عدم نیاز به مجوز معامله خارج از ساعت

در گزینه اول (گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط)، نیازی به تغییر مالکیت سهام شرکت زیرمجموعه از سهامدار عمده به نهاد واسط وجود ندارد، بنابراین اخذ مجوز معامله خارج از ساعت ضروری نمی‌باشد. در گزینه دوم (گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط) و گزینه سوم (صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم) لازم است سهام شرکت زیرمجموعه به نهاد واسط یا صندوق منتقل شود. چنانچه سهامدار عمده سهام شرکت زیرمجموعه را با استفاده از مکانیزم حراج در بازار به فروش گذاری، نهاد واسط یا صندوق سرمایه‌گذاری باید با سایر سرمایه‌گذاران برای خرید سهام به رقابت پردازند؛ لذا ممکن است نهاد واسط یا صندوق سرمایه‌گذاری در این رقابت برنده نشوند و بنابراین نمی‌توان از انتقال این سهام به آن‌ها اطمینان حاصل کرد. حتی در صورت برنده شدن نهاد واسط یا صندوق در مزایده خرید سهام شرکت زیرمجموعه، ممکن است رقابت سایر سرمایه‌گذاران با نهاد واسط یا صندوق موجب افزایش غیرواقعی قیمت این سهام شود. لذا برای رفع این مشکل لازم است در تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم و یا انتشار گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط، مجوز معامله خارج از ساعت از سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ شود.

### ۲- مزیت مالیاتی

در گزینه اول به دلیل اینکه در زمان انتشار اوراق، گرچه سهام شرکت زیرمجموعه به دارندگان گواهی سپرده سهام منتقل می‌شود لکن به دلیل اینکه بابت این انتقال معامله‌ای در سامانه معاملات صورت نمی‌پذیرد، لذا مالیاتی پرداخت نخواهد شد. البته این خطر همواره وجود دارد که مقامات مالیاتی ناشر اوراق گواهی سپرده سهام را مشمول

مالیات نمایند و مالیات متعلقه را به همراه جریمه آن اخذ کنند؛ چراکه سهام فروخته شده به دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام باید از دفاتر ناشر (سهامدار عمده) حذف شوند. از طرف دیگر طبق بند ب ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه، معامله اوراق بهادار ثبت شده نزد سازمان بورس صرفاً در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز امکان‌پذیر است و در غیر این صورت فاقد اعتبار است؛ بنابراین معامله سهام شرکت زیرمجموعه بین سهامدار عمده و دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام بدون ثبت در سامانه معاملات بورس یا فرابورس، این خطر را به همراه دارد که بر اساس این قانون فاقد اعتبار تشخیص داده شود و مشکلات حقوقی را برای دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام بار آورد. همچنین ممکن است مقامات مالیاتی این انتقال را خارج از بورس یا فرابورس تشخیص داده و بر اساس تبصره ۱ ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم، مشمول ۴ درصد مالیات نسبت به ارزش اسمی شود. در صورت عدم استفاده از اختیار فروش و اختیار خرید (در سررسید اوراق)، مالکیت سهام موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام از ناشر (سهامدار عمده) به نام سرمایه‌گذاران منتقل می‌شود که مالیات این انتقال توسط سهامدار عمده پرداخت خواهد شد.

با توجه به اینکه طبق ماده ۱۱ قانون توسعه ابزارها و نهادهای مالی جدید، نهاد واسط از پرداخت مالیات معاف است، لذا در گزینه دوم انتقال سهام شرکت زیرمجموعه به نهاد واسط و سپس انتقال مجدد آن در سررسید اوراق از نهاد واسط به سهامدار عمده یا سرمایه‌گذاران مشمول هیچ‌گونه مالیاتی نخواهد شد.

در گزینه سوم، انتقال سهام شرکت زیرمجموعه از سهامدار عمده به صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم در زمان تأسیس و انتقال آن از صندوق به سهامدار عمده یا سرمایه‌گذاران در زمان تصفیه مشمول مالیات است که این مالیات توسط سهامدار عمده پرداخت می‌شود.

بنا بر توضیحات پیش گفته، گزینه دوم از نظر مالیاتی نسبت به دو گزینه دیگر بهتر است و بسته به نحوه برخورد مقامات مالیاتی با گزینه دوم، این گزینه می‌تواند بهتر یا بدتر از گزینه سوم ارزیابی شود.

### ۳- هزینه‌های اجرایی و معاملاتی

در گزینه اول پرداخت هزینه‌های انتشار اوراق، از جمله کارمزد ارکان، تماماً بر عهده ناشر (سهامدار عمده) می‌باشد.

در گزینه دوم نیز پرداخت این هزینه‌ها بر عهده سهامدار عمده می‌باشد. از آنجاکه در این گزینه نیاز به تأسیس نهاد واسط به‌عنوان یک شخصیت حقوقی مستقل است، نسبت به گزینه اول که در آن امین قبولی سمت می‌کند، هزینه بیشتری پرداخت می‌شود. علاوه بر این پرداخت کارمزد خرید و فروش سهام شرکت زیرمجموعه در انتقال آن به نهاد واسط و از نهاد واسط به سهامدار عمده یا سرمایه‌گذاران نیز در این گزینه به هزینه‌های سهامدار عمده اضافه می‌گردد؛ بنابراین هزینه‌های اجرایی و معاملاتی گزینه دوم نسبت به گزینه اول به مراتب بیشتر است.

در گزینه سوم با توجه به لزوم تأسیس صندوق سرمایه‌گذاری و هزینه‌های ثبت و تأسیس آن و همچنین وجود کارمزد خرید و فروش سهام شرکت زیرمجموعه، پیش‌بینی می‌شود هزینه‌های اجرایی و معاملاتی اندکی بیشتر از گزینه دوم باشد.

## ۴- سرعت اجرا

اجرای گزینه اول، به دلیل عدم نیاز به نقل و انتقال سهام و تشکیل یک شخصیت حقوقی نظیر نهاد واسط یا صندوق سرمایه گذاری، به مراتب سریع تر از دو گزینه دیگر خواهد بود. همچنین گزینه دوم یعنی انتشار گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط نسبت به گزینه سوم یعنی تأسیس صندوق سرمایه گذاری تک سهم با سرعت بیشتری قابل اجرا باشد؛ چراکه نهادهای واسط قبلاً تأسیس می شوند و هنگام انتشار اوراق به این امر اختصاص می یابند در حالی که در گزینه صندوق تک سهم، مراحل تأسیس صندوق پس از صدور موافقت اصولی از طرف سازمان شروع خواهد شد.

## ۵- امکان تغییر ارکان

در صورتی که ارکان صندوق سرمایه گذاری تک سهم از جمله مدیر، متولی و حسابرس، به تعهدات و مسئولیت های خود به درستی عمل نکنند، مجمع صندوق می تواند آن ها را تغییر دهد، در عین حالی که متخلفین پس از تغییر مصون از پیگیری نخواهند بود. این موضوع مزیتی برای گزینه سوم خواهد بود. در گزینه های اول و دوم، امکان تغییر ارکان انتشار اوراق گواهی سپرده سهام از جمله امین و بازارگردان وجود ندارد.

## ۶- پوشش ریسک

### ۶-۱- ریسک نقدشوندگی

اوراق گواهی سپرده سهام و واحد سرمایه گذار صندوق از نقدشوندگی یکسانی برخوردارند و نقدشوندگی آن ها به واسطه وجود بازارگردان از سهام شرکت زیرمجموعه بیشتر است؛ بنابراین در تمام گزینه ها این ریسک به خوبی پوشش داده شده است.

### ۶-۲- ریسک دستکاری قیمت

در گزینه اول، امین بر دستکاری قیمت سهام شرکت زیرمجموعه نظارت خواهد کرد. این وظیفه در گزینه دوم به عهده نهاد واسط و در گزینه سوم به عهده مدیر صندوق است. به نظر می رسد که امین در گزینه اول نسبت به نهاد واسط در گزینه دوم توانایی نظارت و مسئولیت پذیری بیشتری برای کنترل ریسک دستکاری قیمت سهام شرکت زیرمجموعه خواهد داشت و مدیر صندوق در گزینه سوم، نسبت به دو گزینه دیگر در این زمینه بهتر عمل خواهد کرد چراکه در این امر تخصص بیشتری خواهد داشت و مجازات انضباطی سازمان بورس در صورت تخلف وی از ایفای این نقش، بر مدیر صندوق قابل اعمال تر از نهاد واسط می باشد.

### ۶-۳- ریسک عدم ایفای تعهد در صورت صدور اختیار فروش

در هر سه گزینه، این سهامدار عمده است که در صورت تعریف اختیار فروش تبعی برای سرمایه گذاران، متعهد به خرید اوراق گواهی سپرده سهام یا واحد سرمایه گذار صندوق در سررسید خواهد بود؛ بنابراین باید وثایق لازم از

سهامدار عمده برای اطمینان از ایفای این تعهدات گرفته شود یا شخص معتبری، تعهدات سهامدار عمده را در این زمینه تضمین کند؛ بنابراین در هر سه گزینه میزان ریسک عدم ایفای تعهد در مقابل اختیار فروش صادره یکسان خواهد بود.

#### ۴-۶- ریسک فروش سهام توسط سهامدار عمده قبل از سررسید

با توجه به مسدود کردن سهام شرکت زیرمجموعه نزد شرکت سپرده‌گذاری مرکزی در هر سه گزینه، این ریسک در هر سه گزینه تقریباً یکسان بوده و به‌خوبی پوشش داده شده است.

#### ۵-۶- ریسک عدم توزیع سود تقسیمی

در گزینه اول سهام فروخته شده هنوز به نام سهامدار عمده است و سهامدار عمده به وکالت از طرف دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام، سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه را دریافت کرده و میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. امین در این گزینه ناظر بر حسن اجرای این امر می‌باشد. با توجه به وجود تضاد منافع بین دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام و سهامدار عمده در تقسیم سود، ریسک عدم توزیع به‌موقع سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه در این گزینه از دو گزینه دیگر بیشتر است.

در گزینه دوم ناشر (نهاد واسط) به وکالت از طرف دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام، سود سهام شرکت زیرمجموعه را دریافت کرده و میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. با توجه به اینکه نهاد واسط تحت نظارت سازمان بورس و مستقل از سهامدار عمده و شرکت زیرمجموعه است، در این گزینه، ریسک عدم توزیع به‌موقع سود تقسیمی به نحو بهتری نسبت به گزینه اول، پوشش داده شده است.

در گزینه سوم مدیر صندوق، سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه را دریافت و میان سرمایه‌گذاران توزیع می‌کند. با توجه به اینکه اعمال نظارت و وضع مجازات انضباطی بر مدیر صندوق توسط سازمان در مقایسه با اعمال نظارت و مجازات انضباطی بر نهاد واسط محتمل‌تر است و مدیر صندوق برای حفظ اعتبار حرفه‌ای خود نسبت به اجرای وظایف و مسئولیت‌های خود در قبال سرمایه‌گذاران حساسیت بیشتری نسبت به نهاد واسط دارد، لذا در گزینه سوم ریسک عدم توزیع به‌موقع سود تقسیمی شرکت زیرمجموعه نسبت به گزینه دوم، تحت کنترل بیشتری قرار دارد.

#### ۶-۶- ریسک معامله با اشخاص وابسته

در گزینه اول، امین معاملات شرکت زیرمجموعه با اشخاص وابسته از جمله سهامدار عمده، نظارت خواهد کرد. این وظیفه در گزینه دوم به عهده نهاد واسط و در گزینه سوم به عهده مدیر صندوق است. به نظر می‌رسد که امین در گزینه اول نسبت به نهاد واسط در گزینه دوم توانایی نظارت و مسئولیت‌پذیری بیشتری برای کنترل معامله با اشخاص وابسته را خواهد داشت و مدیر صندوق در گزینه سوم، نسبت به دو گزینه دیگر در این زمینه بهتر عمل خواهد کرد چراکه در این امر تخصص بیشتری خواهد داشت و مجازات انضباطی سازمان بورس در صورت تخلف وی از ایفای این نقش، بر مدیر صندوق قابل اعمال‌تر از نهاد واسط می‌باشد.

#### ۶-۷- ریسک مدیریت ضعیف شرکت

با توجه به الزام سهامدار عمده به نگهداری میزان قابل توجهی از سهام شرکت زیرمجموعه، می‌توان تا حدی نسبت به هم‌جهت شدن منافع سهامدار عمده و سرمایه‌گذاران اطمینان حاصل کرده و این ریسک را به نحو مطلوبی پوشش داد. در صورت تعریف اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران این ریسک برای هر سه گزینه به‌طور کامل پوشش داده خواهد شد؛ بنابراین از نظر پوشش این ریسک، گزینه‌های سه‌گانه نسبت به هم تفاوتی ندارند.

#### ۶-۸- ریسک پذیرش پروژه‌های پر ریسک

این ریسک نیز مشابه ریسک مدیریت ضعیف شرکت برای هر سه گزینه یکسان است.

### ۷- امکان تمدید طرح

در گزینه‌های اول و دوم می‌توان مهلتی برای دارندگان گواهی‌های سپرده سهام در نظر گرفت تا در صورتی که با شرایط تمدید موافق باشند، این موافقت را اعلام نمایند. در صورتی که در این مهلت، درصد قابل قبولی از دارندگان اوراق گواهی سپرده سهام با تمدید موافقت کنند، اوراق گواهی سپرده سهام با صدور اوراق گواهی سپرده سهام جدید تمدید خواهد شد و اوراق گواهی سپرده سهام کسانی که با این امر موافقت نداشته‌اند، به سهام شرکت زیرمجموعه تبدیل می‌شود.

در گزینه سوم می‌توان با تصویب مجمع صندوق، عمر آن را برای یک یا چند دوره دیگر تمدید نمود. بدیهی است که سازوکار صندوق برای تمدید عمر آن، بسیار کارآتر از سازوکار پیش‌بینی شده برای تمدید اوراق گواهی سپرده سهام است و از شفافیت بیشتری برخوردار است.

### ۸- امکان ترکیب چند سهامدار عمده

امکان ترکیب چند سهامدار عمده در گزینه‌های دوم و سوم وجود دارد. در گزینه دوم چند سهامدار عمده سهام را به نهاد واسط فروخته و به همین میزان نیز اختیار فروش تبعی فروخته و همچنین اختیار خرید تبعی دریافت خواهند کرد. در صورت اعمال اختیار فروش نیز هر یک از سهامداران عمده به روش تصادفی، تسهیم به نسبت، اولویت زمانی یا ردگیری، مطابق مقررات مربوطه ملزم به اجرای اختیار فروش خواهند بود. در صندوق تک‌سهم نیز در صورت وجود چند سهامدار عمده به‌عنوان رکن صندوق، هر یک می‌تواند بخشی از سهام شرکت زیرمجموعه را به صندوق واگذار و از این طریق تأمین مالی نمایند.

در گزینه اول سهامدار عمده رکن ناشر را عهده‌دار بوده و چون چند شخص حقوقی نمی‌توانند عهده‌دار هر کدام از این ارکان باشند در نتیجه امکان ترکیب چند سهامدار عمده در این روش وجود ندارد.

## ۹- شفافیت

گزینه اول به دلیل اینکه سهام موضوع انتشار اوراق گواهی سپرده سهام به نام سهامدار عمده باقی خواهد ماند، دارای کمترین شفافیت می‌باشد.

با توجه به اینکه در گزینه دوم، سهام موضوع انتشار اوراق تحت مالکیت نهاد واسط قرار گرفته و نهاد واسط ملزم به ارائه صورت‌های مالی دوره‌ای حسابرسی شده می‌باشد، شفافیت بیشتری نسبت به گزینه اول دارد. گزینه سوم نیز سهام شرکت زیرمجموعه از نام سهامدار عمده به صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم منتقل می‌شود و مدیر صندوق ملزم به ارائه گزارش‌های دوره‌ای حسابرسی شده است. با توجه به اینکه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری تحت نظارت بیشتر سازمان بورس قرار دارند و اعمال مجازات انضباطی بر آنها نسبت به نهاد واسط بیشتر است، لذا می‌توان گفت که گزینه سوم دارای بیشترین شفافیت می‌باشد.

## ۱۰- اطمینان از حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در افزایش سرمایه

در این معیار گزینه اول دارای کمترین امتیاز خواهد بود، چراکه سهام شرکت زیرمجموعه همچنین به نام سهامدار عمده باقی می‌ماند.

در گزینه دوم با توجه به اینکه سهام موضوع انتشار اوراق تحت مالکیت نهاد واسط قرار دارد، اطمینان بیشتری از حفظ حقوق سرمایه‌گذاران وجود دارد.

در گزینه سوم به دلیل حضور مدیر صندوق و نظارت مستمر وی و همچنین حق رأی دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری در مجمع صندوق، اطمینان کامل از حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در افزایش سرمایه وجود دارد.

## جمع بندی

در قسمت پیشین، مزایا و معایب هر یک از گزینه‌های مطرح در این گزارش برای اجرای سهام طبقه "ب"، با انتخاب معیارهایی تشریح شد. برای اینکه بتوانیم گزینه‌ها را با توجه به این معیارها رده‌بندی کنیم، لازم است که به هر یک از معیارها وزن در نظر گرفته و به هر گزینه در خصوص هر معیاری یک امتیاز نسبی در مقایسه با سایر گزینه‌ها اختصاص دهیم و در نهایت میانگین وزنی این امتیازات را به دست آورده و گزینه‌ها را بر اساس آن رده‌بندی کنیم.

معیار شماره ۶ (پوشش ریسک) خود به ۸ زیر معیار تقسیم شده است. جدول شماره ۱ امتیاز هر گزینه را در خصوص این زیر معیارها نشان می‌دهد. حداکثر امتیازات برابر ۱۰ است؛ یعنی گزینه‌ای که در خصوص هر یک از زیر معیارهای پوشش ریسک، بهترین عملکرد را دارد امتیاز ۱۰ را خواهد گرفت و امتیاز بقیه گزینه‌ها متناسب با آن تعیین می‌شود. میانگین این امتیازات، امتیاز هر گزینه را از معیار شماره ۶ نشان می‌دهد که به جدول شماره ۲ منتقل شده است.



جدول شماره ۳: تعیین امتیاز هر گزینه از معیار پوشش ریسک با توجه به زیرمعیارهای آن

پوشش ریسک									گزینه‌ها
امتیاز کلی هر گزینه در معیار پوشش ریسک	پذیرش پروژه‌های ریسکی	مدیریت ضعیف شرکت	معامله با اشخاص وابسته	عدم توزیع سود	فروش سهام توسط سهامدار عمده قبل از سررسید	نکول اختیار فروش	دستکاری	نقدشوندگی	
۸	۱۰	۱۰	۶	۲	۱۰	۱۰	۶	۱۰	
۸/۵	۱۰	۱۰	۵	۸	۱۰	۱۰	۵	۱۰	گزینه دوم: گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط
۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	گزینه سوم: صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم

جدول شماره ۳ وزن‌های هر معیار و امتیاز هر گزینه از هر معیار را به صورت شهودی (با استفاده از نظر متخصصان)، نشان می‌دهد. معیاری که بیشترین اهمیت را دارد، وزن ۱۰ و بقیه متناسب با آن وزن دهی شده‌اند. حداکثر امتیاز گزینه از یک معیار نیز ۱۰ است که به گزینه‌ای تعلق گرفته که بهترین عملکرد را با توجه به آن معیار از خود به‌جای می‌گذارد. ستون آخر جمع امتیازات وزنی هر گزینه را نمایش می‌دهد.

جدول شماره ۴: وزن هر معیار و امتیاز هر گزینه از معیارهای انتخابی

امتیاز نهایی هر گزینه	پوشش ریسک های عملیاتی	اطمینان از حفظ حقوق سرمایه گذاران در افزایش سرمایه	اطمینان از ثبت و گزارشگری درست و به موقع وقایع مالی	شفافیت ساختار	ترکیب چند شرکت مادر	امکان تمدید طرح	امکان تغییر ارکان	سرعت اجرا	هزینه های اجرایی و معاملاتی	مزیت مالیاتی	عدم نیاز به مجوز معامله خارج از ساعت	
	۱۰	۱۰	۵	۸	۲	۸	۴	۱۰	۷	۵	۲	وزن هر معیار
۳۳۲	۸	۱	۱	۱	۰	۳	۰	۱۰	۱۰	۳	۱۰	اول: گواهی سپرده گزینه سهام بدون حضور نهاد واسط
۴۶۳	۸/۵	۸	۵	۱۰	۱۰	۳	۰	۵	۷	۱۰	۰	دوم: گواهی سپرده گزینه سهام با حضور نهاد واسط
۵۲۲	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱۰	۱	۶	۰	۰	سوم: صندوق گزینه سرمایه گذاری تک سهم

با توجه به جدول شماره ۴، گزینه های پیشنهاد شده برای اجرای سهام طبقه «ب»، به ترتیب به شرح ذیل رتبه بندی می شوند:

۱. صندوق سرمایه گذاری تک سهم

۲. گواهی سپرده سهام با حضور نهاد واسط

۳. گواهی سپرده سهام بدون حضور نهاد واسط

همانطور که مشاهده می شود صندوق سرمایه گذاری تک سهم بیشترین امتیاز را کسب کرده و بالاترین رتبه را به خود اختصاص داده است.

## نتیجه‌گیری

هدف از تهیه این طرح، بررسی امکان ایجاد سهام طبقه «ب» در بازار سرمایه ایران، با توجه به ظرفیت‌های قانونی کشور می‌باشد. از آنجایی که بسیاری از سرمایه‌گذاران خرد بازار سرمایه که در دوره‌های کوتاه‌مدت اقدام به معامله سهام شرکت‌های بورسی می‌کنند، غالباً از حق رأی و حق حضور خود در مجامع شرکت‌ها استفاده نمی‌کنند. سهام طبقه «ب» این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد تا بتوانند سهام موردنظر خود را بدون حق رأی معامله کرده و از سایر منافع آن بهره‌مند شوند. از طرف دیگر شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های مادر که علاقه‌مند به حفظ توانایی کنترل و مدیریت شرکت‌های زیرمجموعه هستند، می‌توانند با فروش سهام تحت مالکیت خود بدون از دست دادن حق رأی وجوه موردنیاز خود را برای انجام امور سرمایه‌گذاری و توسعه شرکت‌های زیرمجموعه تأمین نمایند. برای این منظور سهام طبقه «ب» در قالب سه گزینه مختلف به شرح زیر ارائه شده است:

گواهی سپرده سهام – بدون حضور نهاد واسط نخستین ابزاری است که برای این منظور مورد بررسی قرار گرفته است. در این ابزار سهامدار عمده اقدام به انتشار اوراق گواهی سپرده سهام کرده و وجوه حاصل به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران صرف خرید سهام یا حق تقدم خرید سهام شرکت زیرمجموعه، از خود می‌کند. در این اوراق سرمایه‌گذاران مالکان حقیقی سهام موضوع انتشار اوراق می‌باشند و تمام منافع این سهام به‌غیر از حق رأی و حق حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه به آن‌ها تعلق خواهد گرفت. در این اوراق در صورت تعریف اختیار فروش برای سرمایه‌گذاران، دارندگان گواهی سپرده سهام می‌توانند اوراق خود را در سررسید و با قیمت تعیین شده به سهامدار عمده فروخته و نسبت به دریافت حداقل بازده سرمایه‌گذاری اطمینان یابند. همچنین در صورت تعریف اختیار خرید برای سهامدار عمده، وی می‌تواند بر اساس این اختیار در سررسید، گواهی سپرده سهام را از سرمایه‌گذاران خریداری کرده و نسبت به مالکیت آن در سررسید اطمینان حاصل کند.

در مدل دیگری گواهی سپرده سهام، با حضور نهاد واسط مورد بررسی قرار گرفته است. در این اوراق نهاد واسط اقدام به انتشار اوراق کرده و وجوه جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران را به وکالت از طرف آن‌ها و به‌منظور خرید سهام یا حق تقدم موضوع انتشار اوراق، به مصرف می‌رساند. در این مدل مالکیت سهام موضوع انتشار اوراق به وکالت از طرف سرمایه‌گذاران در اختیار نهاد واسط قرار داشته و وی بر اساس قرارداد فروش تنظیم شده میان خود و سهامدار عمده حق رأی و حضور در مجامع شرکت زیرمجموعه را به سهامدار عمده واگذار کرده و سایر منافع سهام را دریافت و میان دارندگان اوراق گواهی سهام توزیع می‌کند. در این مدل نیز در صورت تعریف اختیار فروش و اختیار خرید برای سرمایه‌گذاران و سهامدار عمده می‌توان نسبت به حداقل بازدهی سرمایه‌گذاران و همچنین حداکثر هزینه تأمین مالی سهامدار عمده اطمینان حاصل کرد.

آخرین گزینه مورد بررسی صندوق سرمایه‌گذاری تک سهم می‌باشد. در این مدل سهامدار عمده به‌عنوان مؤسس صندوق، اقدام به تأسیس صندوق کرده و با عرضه عمومی واحدهای سرمایه‌گذاری و بخشی از سهام یکی از شرکت‌های زیرمجموعه خود را به صندوق انتقال می‌دهد. مدیر صندوق که شخصیتی مستقل از مؤسس صندوق خواهد داشت بر اساس قراردادی حق رأی و حضور در مجامع شرکت تحت مالکیت صندوق را به شرکت سهامدار مادر واگذار می‌کند. از این طریق دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری از تمام حقوق سهام عادی شرکت تحت مالکیت



سهام برخوردار می‌باشند. در این مدل نیز می‌توان با تعریف اختیار فروش سهام برای سرمایه‌گذاران و اختیار خرید سهام برای سهامدار عمده، نسبت به کسب حداقل بازده سرمایه‌گذاری برای دارندگان واحدهای سرمایه‌گذاری و بازگشت سهام تحت مالکیت صندوق به سبد دارایی‌های سهامدار عمده با حداکثر هزینه معین، در پایان عمر صندوق اطمینان حاصل خواهد کرد.