



Legal Aspects of Cross-Border Securities Listing via American Depositary Receipts (ADRs)

Mohammad Soltani*, Gisoo Khanzadeh**

Abstract

Introduction

The emergence of securities markets initially involved purely national transactions governed by individual countries' systems. However, globalization has led to a rise in transnational transactions and cross-border listings on foreign exchanges. Securities listing serves as a precursor to capital market transactions. Cross-border securities transactions often necessitate listing on the foreign stock exchange. According to the International Disclosure Standards for Cross-border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers, a cross-border offering or listing occurs when it is directed at one or more countries other than the company's home country, allowing foreign investors to participate.

Terminology

Some misuse the terms "cross-listing" and "dual listing" to describe cross-border listings. These terms can be misleading. Cross-listing doesn't necessarily imply a primary or secondary listing across borders. Dual listing can apply not only to cross-border situations but also when two independent companies merge their operations while maintaining separate listings on different exchanges. Therefore, "cross-border listing" serves as a more accurate term.

How to Cite: Soltani, M., Khanzadeh, G. (2024). Legal Aspects of Cross-Border Securities Listing via American Depositary Receipts (ADRs), *Journal of Legal Studies*, 16(3), 291-322.

* Assistant Prof., Economic Law group, Faculty of Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. Email: m_soltani@sbu.ac.ir

** MA. In International Trade Law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran. Email: g.khanzadeh@mail.sbu.ac.ir

Cross-Border Listing Methods

Cross-border listing can be achieved directly or indirectly. Direct listing involves listing ordinary shares on the foreign exchange, allowing investors to trade and settle them directly. This grants foreign investors the same legal status as other shareholders. Indirect listing utilizes depositary receipts. Introduced by J.P. Morgan in 1927, depositary receipts were created to facilitate American investment on the London Stock Exchange. A depositary receipt is a document issued by a destination country's bank representing securities issued in the origin country. The underlying shares are typically deposited with a foreign affiliate of the depositary bank, a correspondent bank, or its trust company. Given that depositary receipts enable the internalization of foreign securities and provide benefits similar to domestic securities, they represent the most common form of cross-border listing.

Depositary Receipts

Depositary receipts share a similar legal nature to securities, with the key difference being that the underlying asset for a depositary receipt is another security. The most common types are Global Depositary Receipts (GDRs) and American Depositary Receipts (ADRs). These share the same issuance and cancellation processes, with the only distinction being the geographical location of the listing.

Focus on American Depositary Receipts (ADRs): The United States has attracted the most cross-border listings from international issuers. Consequently, this article focuses on ADRs. ADRs are transferable documents and derivative instruments valued in US dollars. American depositary banks hold foreign securities in the origin country and convert all profits and other payments to ADR holders in the US into US dollars. Previously, both sponsored and unsponsored ADRs were issued. However, unsponsored ADRs are no longer issued due to concerns regarding control over transactions, hidden costs, and other associated problems.

ADR Levels: ADRs have four levels, categorized by their degree of penetration in the US market. Each level has distinct requirements and conditions that become more stringent with each higher level.

Research Methodology and Legal Framework

This article employs a descriptive-analytical approach to explain the legal mechanisms of cross-border listing via ADRs. Deposit agreements, tripartite agreements between the issuer, depositary bank, and ADR holder, form the basis for ADR issuance today.

Key Legal Questions: This article examines the following key legal questions:

- What is the legal role of the depository bank, and what is the legal nature of the deposit agreement?
- What is the legal relationship between the depository bank and the investor?

Legal Relationships:

- **Issuer and Depository Bank:** The deposit agreement obligates depository bank representatives to hold the foreign issuer's securities. While the term "deposit" is used, the agreements don't function as true deposits due to their underlying mechanisms.
- **Depository Bank and Investor:** The depository bank acts as the issuer's agent and issues ADRs. Towards investors, the depository bank is obligated to perform services specified in the agreement for designated fees. This creates an agency relationship between the issuer and depository bank and a service contract between the depository bank and ADR holders.

Issuer's Obligations: While the deposit agreement primarily governs the relationship between the issuer and depository bank, the issuer also has obligations towards ADR holders. The most important obligation is guaranteeing the validity of both the underlying securities and the ADRs themselves.

Conclusion

The legal nature of these agreements doesn't fall under a single, specific type of contract. Instead, they represent a combination of various contracts with unique characteristics. Although deposit agreements appear to be private contracts, the parties have limited freedom in their execution and implementation due to the public aspects that prevail within them. Consequently, these agreements are subject to public law regulations and the oversight of the Securities and Exchange Commission (SEC).

Keywords: American Depositary Receipt- Cross-border Listing- Depository Receipt-globalization of Securities exchange - International Capital Market.

Article Type: Research Article.

ابعاد حقوقی پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از طریق رسید سپرده آمریکایی

محمد سلطانی*، گیسو خانزاده**

چکیده

جهانی‌شدن بازار سرمایه منجر به افزایش چشمگیر پذیرش در بازارهای اوراق بهادار خارجی شده است. پذیرش فرامرزی اوراق بهادار به فرآیندی اطلاق می‌شود که به وسیله آن با شرایط و الزامات پذیرش در بازار اوراق بهادار یک یا چند کشور غیر از کشور مبدأ انطباق حاصل شود، به نحوی که امکان سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در آن فراهم شود. پذیرش فرامرزی اوراق بهادار عمدتاً از طریق اسنادی به نام رسید سپرده صورت می‌پذیرد که دارای ماهیت حقوقی واحدی با اوراق بهادار است. نوشتار حاضر با هدف تبیین سازوکار حقوقی پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از طریق رسید سپرده آمریکایی و با روش توصیفی-تحلیلی نگاشته شده است. امروزه رسید سپرده آمریکایی در نتیجه قرارداد سپرده‌گذاری که یک قرارداد سه‌جانبه میان ناشر، بانک سپرده‌گذاری و دارنده رسید سپرده است، صادر می‌شود. لذا سؤال اصلی این است که نقش بانک سپرده‌گذار و ماهیت حقوقی قرارداد سپرده‌گذاری از چه قرار است؟ در این قراردادها بانک سپرده‌گذاری به‌عنوان وکیل ناشر اقدام به انتشار رسید سپرده می‌کند. قراردادهای سپرده‌گذاری دربردارنده عقد وکالت به جهت رابطه ناشر و بانک سپرده‌گذاری از

* استادیار، گروه حقوق اقتصادی، دانشکده حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران.

Email: m_soltani@sbu.ac.ir

** کارشناس ارشد حقوق تجارت بین‌الملل دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول).

Email: g.khanzadeh@mail.sbu.ac.ir

یک سو و قرارداد ارائه خدمات به جهت رابطه بانک سپرده گذاری و دارنده رسید سپرده از سوی دیگر است؛ در نهایت لازم به ذکر است که ماهیت حقوقی این قراردادها در چارچوب عقود معین قرار نمی گیرد، بلکه مجموعه ای از قراردادهای گوناگون با ویژگی خاص بوده که تابع قواعد حقوق عمومی و کمیسیون بورس و اوراق بهادار است.

واژگان کلیدی: پذیرش فرامرزی اوراق بهادار، رسید سپرده، رسید سپرده آمریکایی، بازار سرمایه بین المللی، جهانی شدن بورس اوراق بهادار.

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

سرآغاز

علی رغم اینکه بازارها به طور فزاینده ای بین المللی شده اند، اما هنوز هم بیشتر بازارهای اوراق بهادار مشمول قوانین و چارچوب های ملی هستند (Bagheri, Ghanbari, 1398:32). ملی بودن بورس اوراق بهادار به این معناست که این نظام مبتنی بر قوانین داخلی هر کشور بوده و اوراق بهاداری که توسط ناشران داخلی هر کشور انتشار می یابند، اصولاً توسط اتباع همان کشور مورد معامله قرار می گیرند. در آغاز فعالیت این بازارها، معاملات اوراق بهادار فاقد هرگونه عنصر بین المللی و مبتنی بر نظام داخلی کشورها بود. با این وجود، پدیده جهانی شدن بازار اوراق بهادار که معلول عدم توازن عرضه و تقاضاست، موجب به وجود آمدن معاملات فراملی در این زمینه شد. سرمایه گذاران، تقاضا برای ایجاد اوراق بهادار خارجی را مطرح ساختند تا دارایی های خود را متنوع ساخته و بازدهی بیشتری از این معاملات کسب کنند (Litch, 1998:568). با اینکه جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار به طور عمده در کشورهای توسعه یافته وقوع یافته است؛ کشورهای در حال توسعه نیز از این امر تأثیر پذیرفتند؛ بدین نحو که این کشورها سعی در جذب سرمایه خارجی به بازارهای داخلی را داشتند (Torre, 2007:10).

جهانی شدن بازار سرمایه پدیده ای نوظهور نیست، بلکه فعالیت های بین المللی در رابطه با اوراق بهادار حداقل از زمان تشکیل بورس اوراق بهادار در اروپا شکل گرفته

است (Armer, 2003:1543). وقوع انقلاب در ارتباطات که با پیدایش تلگراف در اواسط قرن نوزدهم پدیدار شده بود، موانع و انزوای بازارهای اوراق بهادار را به طرز فزاینده‌ای از بین برده و فضای مساعدی برای ایجاد بازارهای جهانی فراهم آورد (Michie, 2006:1). با گذر زمان، روند گسترش جهانی شدن بازارهای اوراق بهادار رشد چشمگیری یافت. به گونه‌ای که تعداد شرکت‌های غیر آمریکایی که در بورس آمریکا پذیرفته شدند از ۶۷۳ شرکت در سال ۱۹۹۵ به ۹۷۱ شرکت در سال ۲۰۰۰ افزایش یافت (Connor, 2010:2). با شروع قرن بیست و یکم، بازار جهانی اوراق بهادار جایگاه خود را در مورد سیستم‌های مالی ملی و بین‌المللی اصلاح کرد؛ به نحوی که طی دو دهه اخیر، ساختار بازار جهانی سرمایه، به طرز چشمگیری تغییر یافت، زیرا پیشرفت‌های فناوری و آزادسازی گردش سرمایه، موانعی را که موجب انزوای بازارهای داخلی شده بود، کاهش داد (Chouinard, 2003-2004:23). در حال حاضر، ۳۹۷ شرکت خارجی پذیرش اولیه خود را در بازارهای اوراق بهادار آمریکا به انجام رسانده و ۶۰۷ شرکت خارجی نیز علاوه بر پذیرش در بازارهای کشور خود، در بورس ایالات متحده پذیرش ثانویه کرده‌اند (Stockmarketba, 2022).

بنابراین اثر عینی و مهم جهانی شدن را می‌توان در سرمایه‌گذاری فرامرزی، رشد معاملات فرامرزی اوراق بهادار، تعداد پذیره‌نویسی‌های بین‌المللی، ایجاد شرکت‌های چندملیتی و از همه مهم‌تر معاملات آنی بی‌وقفه اوراق بهادار (معاملاتی که به صورت پیوسته و در هر لحظه در حال وقوع هستند) مشاهده کرد. صادرکنندگان و سرمایه‌گذاران یک کشور به‌طور فزاینده در بازارهای اوراق بهادار کشورهای دیگر ورود می‌کنند و این امر شاهدهی بر بین‌المللی شدن بازارهای اوراق بهادار است (Bagheri, Ghanbari, 1398:28). بر این اساس جهانی شدن بازارهای مالی منجر به این امر شد که تعداد زیادی از شرکت‌ها به پذیرش فرامرزی سهام خود در بورس خارج از کشور خود اقدام کنند.

پذیرش اوراق بهادار، مقدمه‌ای بر انجام معاملات در بازار سرمایه است. معاملات فرامرزی معمولاً مستلزم پذیرش اوراق بهادار در بورس مقصد کشور خارجی است. البته برخی از معاملات فرامرزی اوراق بهادار بدون نیاز به پذیرش اوراق بهادار در بورس بوده و در بازارهای خارج از بورس^۱ مورد معامله قرار می‌گیرند.^۲ نوشتار حاضر با هدف بررسی ابعاد و سازوکار حقوقی پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از طریق رسید سپرده آمریکایی نگاشته شده و درصدد پاسخ به این پرسش است که نخست، مفهوم پذیرش فرامرزی و ماهیت حقوقی رسید سپرده چیست؟ دوم، نقش بانک سپرده‌گذاری در قرارداد سپرده‌گذاری که تشکیل‌دهنده روابط حقوقی در رسید سپرده بوده و ماهیت حقوقی این قراردادها از چه قرار است؟

برای ورود در بحث ابتدا مفهوم پذیرش فرامرزی اوراق بهادار در بند نخست تشریح شده و سپس، انواع پذیرش فرامرزی اوراق بهادار و مسائل حقوقی پیرامون آنها بررسی شده است. از آنجایی که بخش عمده این نوشتار به توضیح پذیرش از طریق رسید سپرده آمریکایی اختصاص دارد در بند سوم به این مهم با تفصیل بیشتری پرداخته شده است.

۱. مفهوم پذیرش فرامرزی اوراق بهادار

پذیرش، مصدر دوم پذیرفتن است و در معنای قبول، پذیرفتاری، تعهد و تقبل به کار می‌رود (Dehkhoda, 1338:141). در بازار سرمایه، پذیرش اوراق بهادار به ثبت داوطلبانه اوراق بهادار توسط شرکت ناشر در بورس یا فرا بورس اطلاق می‌شود (Litch, 1998:564). به عبارت دیگر پذیرش، خدمتی است که توسط یک بازار اوراق بهادار نظام‌یافته مطابق درخواست ناشر با هدف قبول اوراق بهادار آن برای معامله انجام

1. Over the counter market

۲. در بازار سرمایه از اوراق بهاداری که بدون انجام پذیرش مورد معامله قرار می‌گیرند با عنوان « Unlisted Securities » یاد می‌شود.

می‌شود (KokKoris, Olivares-Caminal, 2014:485). در منابع خارجی از این مفهوم اصطلاحی با عنوان «لیستینگ»^۱ یاد می‌شود؛ به این مفهوم که با پذیرش این اسناد، اوراق بهادار ناشر در لیست معاملاتی بورس یا فرا بورس مربوطه قرار می‌گیرد. در نتیجه سرمایه‌گذاران قادر به خرید و فروش آن‌ها در آن بازار می‌شوند.

مطابق بند نخست ماده اول، دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران مصوب ۱۳۸۶/۱۰/۱، اصلاحیه مورخ ۱۳۹۹/۰۲/۳۱ «پذیرش اوراق بهادار به تطبیق وضعیت اوراق بهادار و ناشر آن با شرایط مندرج در دستورالعمل فوق جهت فراهم شدن امکان معامله این اوراق در بورس» اطلاق می‌شود. از تعاریف فوق استنباط می‌شود که نخست، برخلاف لغو پذیرش^۲ که در بسیاری از موارد به صورت اجباری و قهری انجام می‌شود، پذیرش اوراق بهادار همواره امری داوطلبانه و اختیاری بوده و بکار بردن لفظ داوطلبانه در تعریف پذیرش نشان از این موضوع دارد؛ دوم در دستورالعمل‌های مربوط به لیست کردن اوراق بهادار اعم از داخلی یا خارجی، شرایطی برای اوراق بهادار و ناشر آن مقرر شده است. چنانچه این شرایط محقق و انطباق حاصل شود، اوراق بهادار برای معاملات در بورس یا فرا بورس پذیرفته می‌شوند. در نتیجه ناشران به بازاری برای عرضه اوراق بهادار و سرمایه مورد نیاز خود دست می‌یابند.

پذیرشی که برای نخستین بار انجام می‌شود پذیرش اولیه^۳ نام دارد که در مقابل پذیرش ثانویه^۴ قرار می‌گیرد. پذیرش ثانویه به پذیرش در بازاری غیر از بازاری که پذیرش اولیه صورت گرفته است، اطلاق می‌شود. اکثریت قابل توجهی از ناشران تنها

1. Listing

2. Delisting

لغو پذیرش به حذف ناشر از لیست معاملاتی بورس یا فرا بورس گفته می‌شود که ممکن است به صورت ارادی و از سوی ناشر یا اجباری و با اجبار بازار اوراق بهادار باشد.

3. Primary Listing

4. Secondary Listing

پذیرش اولیه را انجام می‌دهند که عمدتاً در بازارهای داخلی آن‌ها انجام می‌شود (KoKKoris, Olivares-Caminal, 2014:488).

استانداردهای مربوط به افشاء بین‌المللی در خصوص عرضه فرامرزی و پذیرش اولیه توسط ناشران خارجی^۱، به بررسی برخی استانداردها و تعاریف مربوط به معاملات فرامرزی اوراق بهادار می‌پردازد. مطابق بخش مقدمه آن، عرضه و پذیرش اوراق بهادار، زمانی فرامرزی به حساب می‌آید که این عمل در یک یا چند کشور، غیر از کشور مبدأ انجام شود؛ اعم از اینکه عرضه یا پذیرش به‌طور هم‌زمان در کشور مبدأ نیز انجام شود یا خیر (International Organization of Securities Commission, 2007).

به‌علاوه مطابق واژه‌نامه این استانداردها، کشور مبدأ به کشوری گفته می‌شود که شرکت در آن به‌طور رسمی ثبت، تأسیس یا اداره می‌شود و اگر کشورهای مربوط به این سه مورد متفاوت بوده باشند، کشور مبدأ، کشوری است که پذیرش برای اولین بار در آن صورت پذیرفته باشد و کشور مقصدی که در آن پذیرش فرامرزی صورت می‌پذیرد، کشوری است غیر از کشور مبدأ که ناشر می‌خواهد در بازارهای اوراق بهادار آن کشور عرضه، ثبت یا پذیرش را انجام دهد که این امر نیز ممکن است در قالب پذیرش اولیه یا ثانویه انجام شود. در برخی از موارد ممکن است پذیرش اولیه نیز در کشور خارجی صورت گیرد بدون اینکه اوراق بهادار در بورس یا فرا بورس کشور مبدأ پذیرش شده باشند، زیرا ملاک اولیه برای تعیین کشور مبدأ، محل ثبت، تأسیس یا اداره شرکت ناشر است. همچنین ممکن است پذیرش اولیه در دو بازار اوراق بهادار رخ دهد (Van, Der Linde, 2009:631).

1. International Disclosure Standards for Cross-border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers

این سند در سال ۱۹۹۸ میلادی توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار منتشر شده و در سال ۲۰۰۷ مورد بازبینی قرار گرفته است.

برخی از صاحب‌نظران برای اشاره به پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از اصطلاح «پذیرش متقابل»^۱ استفاده می‌کنند و از آن به راهبرد پذیرش موازی در بورس اوراق بهادار داخلی و خارجی تعبیر می‌کنند (Lasfer, 2011:169). همچنین در همین مضمون گفته می‌شود که پذیرش فرامرزی زمانی اتفاق می‌افتد که یک شرکت در بازار اوراق بهادار خارجی اقدام به پذیرش دوگانه^۲ می‌کند (Li, 2009:1). بیان اصطلاح «پذیرش متقابل» و «پذیرش دوگانه» برای پذیرش فرامرزی دقیق نبوده و خالی از اشکال نیست. پذیرش متقابل مفهومی عام‌تر از پذیرش فرامرزی است، زیرا ممکن است یک ناشر در کشورهایی که بورس‌های متعددی برای معاملات اوراق بهادار ایجاد شده‌اند پذیرش‌های موازی غیر فرامرزی انجام دهد که این مورد نیز در قالب پذیرش متقابل قرار می‌گیرد. به‌طور مثال زمانی که یک ناشر که شرکت خود را در آمریکا ثبت کرده است، اقدام به پذیرش در بورس اوراق بهادار نیویورک^۳ و نزدک^۴ کند.^۵ در چنین حالتی، پذیرش متقابلی صورت گرفته است که فرامرزی نیست بنابراین اصطلاح پذیرش متقابل حاکی از فرامرزی بودن پذیرش اعم از اولیه یا ثانویه نیست. اصطلاح پذیرش دوگانه علاوه بر اینکه مشمول نکته اخیر است مضافاً در برخی موارد که دو شرکت مستقل فعالیت‌های تجاری خود را ترکیب می‌کنند اما پذیرش‌های جداگانه در بورس کشورهای مختلف را حفظ می‌کنند نیز، مورد استفاده قرار می‌گیرد (Van, Der Linde, 2009:631)؛ بنابراین بهتر است در خصوص پذیرش در بازارهای خارجی بجای پذیرش دوگانه یا پذیرش متقابل از اصطلاح پذیرش فرامرزی^۶ بهره جست.

-
1. Cross-listing
 2. Dual Listing
 3. NYSE
 4. NASDAQ

۵. ازجمله این شرکت‌ها می‌توان به شرکت‌های Walgreens Boots Alliance (WBA) و Charles Schwab (SCHW) اشاره کرد که مدتی در هر دو بورس نیویورک و نزدک پذیرفته شده بودند.

6. Cross-border Listing

در نهایت می‌توان پذیرش فرامرزی را به فرآیندی اطلاق کرد که طی آن ناشر با شرایط مقرر در دستورالعمل‌های پذیرش بازار اوراق بهادار یک یا چند کشور غیر از کشور مبدأ منطبق می‌شود؛ به نحوی که امکان سرمایه‌گذاری آن در بازار اوراق بهادار خارجی فراهم شود.^۱ این اصطلاح توسط شرکت‌هایی که در بازارهای توسعه‌یافته یا بازارهای نوظهور فعالیت می‌کنند، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۲. انواع پذیرش فرامرزی اوراق بهادار

پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از دو طریق امکان‌پذیر است. نخست اینکه ممکن است پذیرش فرامرزی اوراق بهادار به صورت مستقیم به وسیله پذیرش سهام عادی^۲ یا از طریق اسنادی موسوم به رسید سپرده^۳ صورت گیرد. قالب حقوقی و روش پذیرش فرامرزی اوراق بهادار در هر یک از دو طریق فوق کاملاً متفاوت است که در ذیل انواع پذیرش فرامرزی اوراق بهادار مورد اشاره قرار خواهد گرفت.

۲-۱. پذیرش مستقیم اوراق بهادار

زمانی که در بحث پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از سهام عادی سخن به میان می‌آید، مقصود از آن، آنچه در مقابل سهام ممتاز شرکت‌ها قرار می‌گیرد، نیست. بلکه در این

۱. از آنجایی که برای پذیرش فرامرزی اوراق بهادار ناشران می‌بایست مطابق قوانین و مقررات کشور مقصد و بورس موردنظر عمل کنند، مسئله تعارض قوانین که مستلزم امکان اجرای قوانین کشورهای مختلف بوده، کم‌رنگ می‌شود. از سوی دیگر یکی از عوامل پیدایش تعارض قوانین اغماض قانون‌گذاران ملی و امکان اجرای قانون خارجی است (Almasi, 1396:20) اما با توجه به اینکه نظم عمومی در بازار سرمایه غلبه چشمگیر دارد، قانون‌گذاران قائل به چنین اغماضی نیستند. دلیل این امر لزوم حمایت از سرمایه‌گذاران در بازار و پایداری در نظام بازار سرمایه کشور است (Soltani, 1396:9). در نتیجه قواعد این شاخه از حقوق پیوند نزدیکی با قواعد حقوق عمومی دارد و فعالان بازار نمی‌توانند، ولو با رضایت یکدیگر، از این قواعد درگذرند.

2. Ordinary Shares

3. Depositary Receipt

موضوع سهام عادی در مقابل رسید سپرده قرار می‌گیرد و از پذیرش سهام عادی با عنوان «پذیرش مستقیم»^۱ یا «پذیرش عادی»^۲ یاد می‌شود. در اصل، پذیرش سهام عادی^۳ به این معنی است که سهام ناشر به‌طور مستقیم در بورس اوراق بهادار خارجی معامله، منتقل و تسویه شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران خارجی، از وضعیت حقوقی مشابهی با وضعیت سایر سهامداران شرکت برخوردار می‌شوند (Garcimartin, 2007:28-29). شرکت‌هایی که مایل به پذیرش سهام از طریق پذیرش مستقیم هستند، باید استانداردهای مقرر شده برای شرکت‌های خارجی را که توسط بورس اوراق بهادار مربوطه تعیین می‌شوند برآورد کنند و رونوشتی از امکانات تسویه اوراق بهادار داخلی خود را به یک نماینده انتقال^۴ ارائه و عملیات ثبت را انجام دهند. برای ثبت در کمیسیون اوراق بهادار محلی، شرکت‌ها باید بین حساب‌های مالی شرکت و استانداردهای محلی بازار سازگاری برقرار کنند که این مسئله یکی از بزرگ‌ترین موانع پذیرش مستقیم در بورس‌های خارجی محسوب می‌شود. پذیرش مستقیم فرامرزی اوراق بهادار مستلزم صرف هزینه‌های حقوقی و حسابداری سنگین و تعهد اضافی مبنی بر انطباق صورت‌حساب‌های مالی با استانداردهای بین‌المللی است (Garcimartin, 2007:2) که فارغ از مزایای مختلفی که ممکن است به همراه داشته باشد، باید در تصمیم به انجام پذیرش فرامرزی اوراق بهادار توسط شرکت‌ها در نظر گرفته شوند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

1. Direct Listing
2. Ordinary Listing

۳. از آنجایی که در رسید سپرده بانک میان ناشر و سرمایه‌گذار خارجی قرار می‌گیرد و رسید سپرده را منتشر می‌کند اما در پذیرش عادی که اوراق بهادار ناشر به‌صورت مستقیم توسط سرمایه‌گذار خارجی خریداری یا فروخته می‌شود این نوع از سهام، سهام عادی نامیده می‌شوند. سهام عادی یا سهام اصلی عبارت است از سهام پایه که فرآیند پذیرش مستقیماً از طریق آن صورت می‌گیرد.

4. Transfer agent

نماینده انتقال معمولاً یک بانک یا مؤسسه مالی است که وظیفه ثبت سوابق مالی سهامداران و انتقال رسید سپرده را بر عهده دارد.

۲-۲. پذیرش از طریق رسید سپرده

با اینکه برخی از شرکت‌ها از طریق پذیرش مستقیم اقدام به پذیرش و فعالیت در بازارهای خارجی می‌کنند، شرکت‌ها به‌طور عمده به‌وسیله انتشار رسید سپرده، پذیرش فرامرزی را انجام می‌دهند. از پذیرش فرامرزی از طریق اسناد مذکور با عنوان «پذیرش غیرمستقیم»^۱ یا «پذیرش از طریق رسید سپرده»^۲ یاد می‌شود. در پذیرش از طریق رسید سپرده برخلاف پذیرش مستقیم که سهام شرکت ناشر بدون واسطه با صرف رعایت شرایط مقرر در بورس اوراق بهادار کشور مقصد پذیرش و مورد معامله قرار می‌گیرند، با دخالت یک بانک واقع در کشور خارجی انجام می‌شود که در ذیل به مفهوم و انواع آن‌ها پرداخته می‌شود؛ بنابراین با توجه به اهمیت پذیرش غیرمستقیم نوشتار حاضر به بررسی ابعاد حقوقی پذیرش فرامرزی اوراق بهادار با تکیه بر پذیرش از طریق رسید سپرده می‌پردازد.

۱-۲-۲. مفهوم و ماهیت حقوقی رسید سپرده

رسید سپرده عبارت است از سندی که توسط بانک کشور مقصد و بر پایه اوراق بهادار منتشرشده در کشور مبدأ ایجاد می‌شود. در چنین حالتی سهام پایه به‌عنوان امانت معمولاً نزد شرکت وابسته خارجی^۳ بانک سپرده‌گذاری^۴ یا بانک کارگزار^۵ یا یک شرکت تراستی^۶ آن نگاه داشته می‌شود (Lander, 1995:898). معاملات رسید سپرده ممکن است

1. Indirect Listing
2. Listing via Depositary Receipt
3. Foreign affiliate
4. Depositary Bank
5. Correspondent Bank

بانک کارگزار بانکی است که به‌منظور انجام برخی خدمات دارای مجوز از طرف نهاد مالی در یک کشور خارجی است.

6. Trust Company

شرکت تراستی، نهادی قانونی است که معمولاً دارای شخصیت حقوقی بوده و به‌عنوان امین یا نماینده عمل می‌کند که در ما نحن فیه سهام پایه را به امانت نگه می‌دارد.

از طریق رسید سپرده موجود در کشور مقصد به طور مثال ایالات متحده آمریکا صورت گیرد و در صورتی که رسید سپرده به اندازه کافی وجود نداشته باشد، کارگزار مربوطه سهام پایه را در کشور مبدأ خریداری کرده و آن‌ها به بانک سپرده‌گذاری می‌سپارد تا رسید سپرده را منتشر کند (Velli, 1993: 39-40). رسید سپرده نشان‌دهنده مالکیت اوراق بهادار ناشر خارجی است. دارنده رسید سپرده با انتقال رسید سپرده می‌تواند موجب انتقال مالکیت اوراق بهادار پایه خارجی شود. از سوی دیگر زمانی که دارنده خواستار فروش رسید سپرده است کارگزار ممکن است رسید سپرده را در بورس آمریکا به فروش رساند که این حالت مستلزم لغو رسید سپرده نیست. یا اینکه از طریق یک کارگزار خارجی اوراق بهادار پایه را در بازار کشور مبدأ به فروش رساند. در چنین حالتی بانک سپرده‌گذاری رسید سپرده را لغو می‌کند.

در خصوص علت صدور چنین اسنادی می‌توان گفت با توجه به اختلافات اقتصادی، تفاوت در قوانین و مقررات، موانعی مانند زبان و تفاوت‌های زمانی باعث می‌شد که معاملات فرامرزی اوراق بهادار با ریسک‌ها و هزینه‌های زیادی همراه باشند. در نتیجه نیاز به فراهم آوردن یک سیستم واحد برای تسهیل معاملات اوراق بهادار خارجی منجر به ابتداء رسید سپرده شد (Spoors, 1993:183). در نتیجه، این موضوع موجب می‌شود که رسید سپرده از محبوبیت بیشتری میان سرمایه‌گذاران برخوردار باشد.

با ملاحظه نحوه صدور و کارکرد متفاوت رسید سپرده با اوراق بهادار پذیرفته شده از طریق پذیرش مستقیم، این سؤال به وجود می‌آید که آیا رسید سپرده در قالب اوراق بهادار است و یا اینکه در اشکال دیگری انتشار می‌یابد؟ به این معنا که ممکن است گفته شود از آنجایی که اوراق بهادار پایه تحت امانت بانک خارجی قرار می‌گیرند و بانک مربوطه اسنادی اگرچه بر مبنای اوراق بهادار پایه اما کاملاً متفاوت با آن‌ها را صادر می‌کند؛ بنابراین شکل این اسناد نیز متفاوت با اوراق بهادار است. این در حالی است که به نظر می‌رسد رسید سپرده از ماهیت حقوقی یکسانی نسبت به دارایی پایه آن، یعنی اوراق بهادار پایه برخوردار است. با این تفاوت که در مورد رسید سپرده،

دارایی پایه نیز اوراق بهادار بوده و شیوه صدور آن همان‌گونه که مورد اشاره قرار گرفت، متفاوت است. نظرات ارائه‌شده در خصوص ماهیت حقوقی رسید سپرده به‌طور عمده حاکی از این است که اوراق بهادار پایه و رسید سپرده، هر دو اوراق بهادار بوده و از ماهیت حقوقی یکسانی برخوردار هستند (Spoors, 1993:183 & Lander, 1995:907).

۲-۳. انواع رسید سپرده

رایج‌ترین انواع رسید سپرده، رسید سپرده جهانی^۱ و رسید سپرده آمریکایی^۲ است (Chun, Fargher, 2014:264). ماهیت حقوقی رسید سپرده آمریکایی و جهانی، چگونگی انتشار و لغو آن‌ها اساساً با یکدیگر متفاوت نبوده بلکه صرفاً تفکیک به لحاظ جغرافیای محل پذیرش است.

رسید سپرده برای نخستین بار توسط جان پیر مورگان^۳ در سال ۱۹۲۷ میلادی به‌عنوان ابزاری برای سرمایه‌گذاران آمریکایی فراهم شد تا در بورس اوراق بهادار لندن سرمایه‌گذاری کنند (Miller, 1999:105). از آنجایی که ایده اولیه برای نخستین بار در ایالات متحده آمریکا ایجاد شد، از این رو این اسناد، رسید سپرده آمریکایی نام گرفتند. با این حال از آنجایی که امروزه، رسید سپرده جهانی در مقابل رسید سپرده آمریکایی در معاملات فرامرزی اوراق بهادار مورد استفاده قرار می‌گیرند باید بین مفهوم رسید سپرده در حالت کلی و رسید سپرده آمریکایی قائل به تفکیک بود. اهمیت رسید سپرده آمریکایی و پذیرش فرامرزی در این کشور به قدری است که گفته می‌شود، ایالات متحده آمریکا بیشترین پذیرش فرامرزی ناشران بین‌المللی را به خود جذب کرده است (KoKKoris, Olivares-Caminal, 2014:494). به این علت نوشتار حاضر نیز به‌طور عمده به رسید سپرده آمریکایی پرداخته شده است.

-
1. Global Depository Receipts (GDRs)
 2. American Depository Receipts (ADRs)
 3. Johan Pier Morgan

رسید سپرده‌ای که در کشورهای خارجی غیر از بازار داخلی ناشر، ایجاد و معامله می‌شوند با عنوان رسید جهانی سپرده یاد می‌شود که شامل رسید سپرده اروپایی^۱ نیز می‌شود. اسناد اخیر، توسط بانک‌های اروپایی منتشر می‌شوند که نشان‌دهنده اوراق بهادار شرکت‌های غیراروپایی هستند. اگر رسید سپرده آمریکایی توسط شرکت‌های بین‌المللی منتشر شوند تا از این طریق بتوانند به بازارهای ایالت متحده آمریکا دست پیدا کنند، انتشار رسید سپرده جهانی در راستای دستیابی به چندین بورس در سطح جهان است. با این تفاوت که زمانی که شرکت‌های بین‌المللی اقدام به پذیرش به‌عنوان رسید سپرده جهانی به‌طور مثال در بورس لندن و لوکزامبورگ می‌کنند، در مقایسه با زمانی که در بازارهای ایالات متحده آمریکا مورد پذیرش قرار می‌گیرند، مشمول مقررات و الزام‌های ارائه گزارش‌های منعطف‌تری هستند. برخی همین موضوع را موجب این دانسته‌اند که شرکت‌های بین‌المللی تمایل بیشتری به پذیرش از طریق رسید سپرده جهانی داشته باشند (Chun, Fargher & Wright 2014:263).

رسید سپرده جهانی از این جهت که اوراق بهادار پذیرفته‌شده‌ای هستند که نشانگر اسنادی منتشرشده توسط بانک سپرده‌گذاری و در نتیجه حاکی از سهام پایه بوده با رسید سپرده آمریکایی مشابه هستند. به‌علاوه همان‌گونه که رسید سپرده آمریکایی در سطح نخست در برگه‌های صورتی^۲ معامله می‌شوند، اسناد جهانی نیز ممکن است بدون پذیرش در بورس و در خارج از بورس مورد معامله قرار گیرند و پذیرش در بورس خارجی تنها راه ورود به بازارهای جهانی اوراق بهادار نیست. در حال حاضر، رسید سپرده جهانی در بسیاری از بازارهای اوراق بهادار مورد پذیرش و معامله قرار می‌گیرند.

1. European Depositary Receipts (EDR)

2. Pink sheets market

بازار برگه‌های صورتی به بازارهایی اطلاق می‌شود که در آن اوراقی به نام برگه‌های صورتی معامله می‌شوند. این برگه‌ها نیازی به پذیرش در بورس ندارند و به‌صورت خارج از بورس مورد معامله قرار می‌گیرند. معاملات سطح نخست از طریق آن‌ها صورت می‌گیرد.

برخی از این بازارها عبارت‌اند از بورس اوراق بهادار لندن، لوکزامبورگ، سنگاپور، هنگ‌کنگ و نزدک دبی (De Landsheere, 2011-2012:13).

۳. پذیرش فرامرزی اوراق بهادار از طریق رسید سپرده آمریکایی

رسید سپرده آمریکایی سندی قابل انتقال و ابزاری اشتقاقی است که بر مبنای دلار آمریکا ارزش‌گذاری می‌شود (Garcimartin, 2007:29). بانک‌های سپرده‌گذاری آمریکا^۱، اوراق بهادار خارجی را در کشور مبدأ تحت امانت خود نگاه می‌دارند و تمامی بازدهی و سایر پرداخت‌ها را برای دارندگان رسید در ایالات متحده به دلار آمریکا تبدیل می‌کنند (Foerster, Karolyi, 1999:983). به این معنا که شعب امانی^۲ بانک‌های تجاری آمریکا پس از اطلاع از اینکه تعدادی از سهام یک شرکت خارجی در شعب یا بانک‌های کارگزارشان در کشور خارجی به امانت گذاشته شده است، اسناد قابل انتقالی را به نام رسید سپرده منتشر می‌کنند (Prentice-Hall, 1962). انتشار رسید سپرده توسط بانک سپرده‌گذاری برای سرمایه‌گذاران خارجی یا در قبال سهام پایه ثبت‌شده ناشر به نام بانک سپرده‌گذاری در لیست سهامداران شرکت بوده و یا به صورت تحویل فیزیکی سهام پایه به بانک سپرده‌گذاری یا بانک متولی^۳ منصوب از جانب آن انجام می‌شود (Kumar, 2006:2). بانک سپرده‌گذاری پس از صدور رسید سپرده آن را به کارگزار خارجی یا شرکت تراستی خود جهت فروش به سرمایه‌گذاران ارائه می‌کند.

درواقع رسید سپرده آمریکایی به عنوان ابزاری برای تبدیل اوراق بهادار خارجی به اوراق بهادار آمریکایی مورد استفاده قرار می‌گیرد و بانک سپرده‌گذار به عنوان نماینده انتقال سرمایه‌گذاران عمل می‌کند. از حیث اقتصادی، بازار اوراق بهادار پایه و بازار رسید سپرده آمریکایی وابسته به همدیگر بوده اما به طور رسمی از یکدیگر جدا هستند.

1. U.S. Depository Banks
 2. Trust Department
 3. Custodian Bank

درواقع قیمت رسید سپرده آمریکایی بازتابی است از قیمت اوراق بهادار پایه به علاوه یک میزان متغیر که بستگی به نرخ تبدیل ارز و کارمزد بانک سپرده گذاری دارد.

۱-۳. انواع رسید سپرده آمریکایی

رسید سپرده آمریکایی به لحاظ حمایت یا عدم حمایت ناشر قابل تقسیم به رسید سپرده حمایت شده^۱ و رسید سپرده حمایت نشده^۲ است و به لحاظ میزان نفوذ در بازارهای اوراق بهادار آمریکا ممکن است در چهار سطح مختلف منتشر و مورد معامله قرار گیرند که در ذیل به این موارد پرداخته می شود.

۱-۱-۳. انواع رسید سپرده آمریکایی به لحاظ حمایت ناشر

رسید سپرده آمریکایی سابقاً ممکن بود به صورت حمایت شده یا حمایت نشده انتشار یابد. مقصود از بحث حمایت در انتشار رسید سپرده آمریکایی حمایت شده، این است که انتشار این اسناد با رضایت و موافقت ناشر اوراق مبدأ انجام می شود (De Landsheere, 2011-2012:8)؛ به این معنی که رسید سپرده در نتیجه درخواست شرکت خارجی که می خواهد سهامش در ایالات متحده آمریکا مورد معامله قرار گیرد، منتشر می شود. در چنین حالتی، شرکت درخواست خود را به کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۳ و یک بانک آمریکایی برای ثبت و انتشار اعلام می کند (Lasfer, 2011:169). در نتیجه بین بانک آمریکایی و شرکت مربوطه قراردادی تحت عنوان «قرارداد سپرده گذاری»^۴ منعقد می شود و ناشر ورود رسید سپرده مربوطه به بازار ایالات متحده آمریکا را مورد حمایت قرار می دهد. در این راستا بانک سپرده گذاری بر مبنای اوراق بهاداری که در امانت دارد، رسید سپرده را منتشر می کند. این قرارداد حقوق و تعهدات ناشر، دارنده رسید سپرده و بانک

-
1. Sponsored
 2. Unsponsored
 3. SEC
 4. Deposit Agreement

سپرده گذاری را مقرر می کند. همچنین این قرارداد دربردارنده موضوع های متعددی است از جمله مسائل مربوط به سپرده گذاری و استرداد سهام پایه، هزینه های سپرده گذاری و مقررات جبران خسارت که تحت آن ناشر بانک سپرده گذاری را از مسئولیت های ناشی از این موضوع بری الذمه می کند (Lander, 1995:905). بانک سپرده گذاری طی قرارداد مذکور متعهد می شود که اطلاعیه ناظر بر مجامع صاحبان سهام و سایر اطلاعات مربوط به ناشر خارجی را فراهم آورد تا دارنده رسید سپرده قادر به اعمال حق رأی به وسیله بانک باشد. از سوی دیگر ممکن است ناشر خارجی نیز به موجب قرارداد سپرده گذاری اموری همچون ارسال گزارش ها و مسائلی از این قبیل را از بانک سپرده گذاری درخواست کند (Saunders, 1993:56).

در رسید سپرده حمایت نشده، برعکس حالت نخست، ممکن است شرکت ناشر خارجی طرف قرارداد سپرده گذاری نباشد؛ به این نحو که بانک سرمایه گذاری آمریکایی^۱ اوراق بهادار را در بازاری که در آن مبادله می شود خریداری می کند و در بانک محلی به امانت می گذارد و رسید سپرده آمریکایی با ابتکار عمل بانک سپرده گذاری مطابق تقاضای بازار و با هزینه دارنده رسید سپرده آمریکایی منتشر می شود (Ferretti, 2006:269). در چنین حالتی رسید سپرده خود به عنوان قراردادی میان دارنده و بانک به حساب می آید. از جمله سایر تفاوت هایی که رسید سپرده حمایت نشده و حمایت شده دارند این است که از آنجایی که بانک سپرده گذاری توسط ناشر معین نشده و رابطه قراردادی میان آنها وجود ندارد، بنابراین تعداد بانک های بیشتری قادر به ایفاء خدمات سپرده گذاری خواهند بود. البته از سال ۱۹۸۰ کلیه پذیرش های جدید صورت گرفته در بازارهای بزرگ اوراق بهادار ایالات متحده از طریق رسید سپرده آمریکایی بایستی به صورت حمایت شده باشند (De Landsheere, 2011-2012:8) و انعقاد قرارداد سپرده گذاری و تأیید ناشر ضروری است. در حال حاضر رسید سپرده

1. U.S. Investment Bank

حمایت‌نشده به علت عدم وجود کنترل بر معاملات آن‌ها، هزینه‌های پنهان و سایر مشکلاتی که در این رابطه ایجاد می‌کردند، سالبه به انتفاء موضوع هستند.

۲-۱-۳. انواع رسید سپرده به لحاظ میزان نفوذ در بازارهای اوراق بهادار آمریکا

به‌طورکلی، چهار سطح مختلف در خصوص رسید سپرده آمریکایی بسته به میزان نفوذ در بازارهای ایالات‌متحده آمریکا وجود دارد. هر یک از انواع چهارگانه رسید سپرده، الزام‌ها و شرایط مخصوص به خود را دارند که این الزام‌ها با فراتر رفتن نوع سطح رسید سپرده آمریکایی افزایش می‌یابد. سطح نخست، کم‌هزینه‌ترین سطح از رسید سپرده است که به‌صورت خارج از بورس^۱ و در بازار برگه‌های صورتی آمریکا مورد معامله قرار می‌گیرند و نیازی به پذیرش در بورس‌های اوراق بهادار آمریکا ندارند. در این سطح از رسید سپرده آمریکایی، فارغ از ترجمه صورت‌های مالی کشور مبدأ به زبان انگلیسی، الزام‌های اضافی افشا در حد بسیار کمی موردنیاز است. از آنجایی که در رسید سپرده سطح نخست، ناشر سهام منتشرشده را در بانک سپرده‌گذاری قرار می‌دهد. در نتیجه سهام جدیدی در این سطح منتشر نمی‌شود. سطح دوم، برخلاف نوع قبلی اختصاص به اسنادی دارد که در بورس‌های ایالات‌متحده آمریکا پذیرفته شده‌اند. شرکت‌های خارجی باید بیانیه ثبت در نزد کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ارائه کند و الزام‌های کمیسیون را بجا آورد (Garcimartin, 2007:26). سطح دوم مانند سطح نخست برای ناشران جذب و افزایش سرمایه به همراه نخواهد داشت. در سطح سوم، علاوه بر آنکه مانند سطح دوم، اوراق بهادار در بورس ایالات‌متحده آمریکا پذیرش می‌شوند، بلکه از طریق عرضه عمومی، با

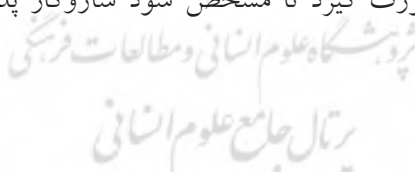
1. Over-the-counter or off-exchange

در بازارهای خارج از بورس شرایط و الزام‌های پذیرش ساده‌تر از بورس بوده و روش معامله در آن برخلاف بورس، مذاکره محور است. نکته اخیر موجب می‌شود تا معاملات در این بازارها از انعطاف‌پذیری بیشتری برخوردار باشد؛ به این معنی که در چنین بازاری سرمایه‌گذاری که خواستار فروش اوراق بهادار است بایستی با در نظر گرفتن قیمت و سایر مسائل به دنبال خریدار باشد و برعکس.

هدف جذب سرمایه، اوراق بهادار جدید منتشر می‌شوند. در چنین شرایطی، شرکت خارجی باید از مقررات سخت‌گیرانه‌تری تبعیت کند. سطح چهارم که امروزه تحت عنوان Rule 144A^۱ از آن یاد می‌شود، پذیرش و عرضه خصوصی بر روی بازار موسوم به پرتال^۲ انجام می‌شود. پرتال یک بازار خصوصی الکترونیک است که تنها سرمایه‌گذاران نهادی^۳ می‌توانند در آن معامله کنند. چنین سرمایه‌گذارانی تحت عنوان خریداران نهادی صلاحیت‌دار^۴ نیز نامیده می‌شوند. از این تکنیک گاهی با عنوان اختصاری RADRs^۵ یاد می‌شود (Coffee, 2002:34). هریک از سطوح مذکور هزینه‌های مختص به خود را به همراه دارد و ممکن است متناسب با اهداف شرکت خارجی از مزایای مختلفی برخوردار باشد؛ بنابراین شرکت‌های خارجی به تناسب سیاست‌ها و شرایط مربوط به شرکت از میان سطوح مختلف، سطح متناسب با اهداف خود را برمی‌گزینند.

۲-۳. روابط حقوقی در رسید سپرده آمریکایی

با توجه به نکات ذکر شده فوق، شایسته است در خصوص روابط حقوقی در رسید سپرده آمریکایی ذیل دو عنوان نقش بانک سپرده‌گذاری و ماهیت حقوقی قرارداد سپرده‌گذاری مذاقه‌ای صورت گیرد تا مشخص شود سازوکار پذیرش فرامرزی اوراق



۱. این مقرره توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار به تصویب رسیده است و ناشران غیر آمریکایی را مجاز به عرضه اسناد سپرده به سرمایه‌گذاران نهادی در آمریکا می‌کند.

2. Portal

3. Large Institutional Investors

سرمایه‌گذاران نهادی در مقابل سرمایه‌گذاران جزء قرار دارند و به‌عنوان سازمان یا شرکت‌هایی شناخته می‌شوند که با جمع‌آوری سرمایه از اشخاص حقیقی اقدام به سرمایه‌گذاری در بازارهای مختلف از جمله بازار سرمایه می‌کنند.

4. Qualified Institutional Buyers

مقصود از این اصطلاح نیز همان سرمایه‌گذاران نهادی است.

5. Rule 144A Depository Receipts

بهادار از طریق رسید سپرده از چه کانال حقوقی صورت می‌پذیرد که این مهم در ذیل با بیان فرضیات مختلف بررسی خواهد شد.

۱-۲-۳. نقش بانک سپرده‌گذار در قرارداد سپرده‌گذاری

در رابطه میان ناشر و بانک سپرده‌گذاری با انعقاد قرارداد سپرده‌گذاری، نمایندگان بانک سپرده‌گذار موظف به نگهداری از اوراق بهادار ناشر خارجی می‌شوند (Shares, 1956:862) و از آنجایی که برای ذکر اوصاف قرارداد سپرده‌گذاری بارها لفظ امانت بکار گرفته می‌شود، ممکن است گفته شود ناشر خارجی به‌عنوان مودع، اوراق بهادار پایه را نزد بانک سپرده‌گذاری به‌عنوان مستودع قرار می‌دهد و عنصر نگهداری که مقتضای ذات عقد ودیعه است در این عقد مشهود است. در مقابل می‌توان بیان داشت باینکه برای بیان قرارداد سپرده‌گذاری و وظیفه بانک سپرده‌گذار از لفظ امانت استفاده می‌شود باین‌حال نخست، تنها کارکرد بانک سپرده‌گذاری نگهداری رسید سپرده نبوده بلکه بخش عمده وظیفه آن انتشار رسید سپرده بر مبنای اوراق بهادار پایه و فروش آن در بازار اوراق بهادار آمریکا است. سایر امور محوله را نیز به‌مثابه آنچه در قرارداد سپرده‌گذاری ذکر شده است انجام می‌دهد و نگهداری از اوراق بهادار تنها یک بعد از فعالیت‌های بانک خواهد بود؛ دوم، در عقد ودیعه مودع می‌تواند در هر زمان، بازپس‌گیری آنچه را که به امانت گذارده است درخواست کند، این در حالی است که این امر در سازوکار قرارداد سپرده‌گذاری امکان‌پذیر نیست بلکه دارنده رسید سپرده قادر به لغو امانت اوراق بهادار مربوطه مشروط به رعایت محدودیت‌های برشمرده در هر بازار است. بدین نحو زمانی که سرمایه‌گذار خواستار فروش رسید سپرده است کارگزار ممکن است فروش را در بورس آمریکا به انجام رساند یا اینکه از طریق یک کارگزار خارجی اوراق بهادار پایه را در آن بازار به فروش رساند. در چنین حالتی بانک سپرده‌گذاری رسید سپرده را لغو می‌کند؛ بنابراین در صورتی که امانت لغو شود نیز اوراق بهادار مجدداً به مودع بازنمی‌گردد؛ سوم، نگهداری که مقصود قرارداد سپرده‌گذاری است با آنچه در عقد ودیعه اتفاق می‌افتد متفاوت است،

زیرا در این قراردادها امانت به معنای واقعی کلمه رخ نمی‌دهد بلکه به‌عنوان دارایی پایه است که توسط بانک اخذ می‌شود تا بر مبنای آن رسید سپرده منتشر شود؛ به این معنا که در عقد ودیعه هدف عمده مودع نگهداری از مال توسط مستودع و سپس بازپس‌گیری مال ودیعه است. این در حالی است که در قرارداد سپرده‌گذاری هدف طرفین از انعقاد آن پذیرش اوراق بهادار خارجی به‌طور غیرمستقیم و داخلی سازی اوراق بهادار خارجی است؛ چهارم، صرفاً ناشر، مودع اوراق بهادار پایه شرکت نبوده بلکه فعل به امانت سپردن اوراق بهادار پایه ممکن است توسط هر شخصی حتی بانک سپرده‌گذاری صورت گیرد (SEC, 2012)؛ بنابراین همان‌گونه که ملاحظه می‌شود قرارداد سپرده‌گذاری از عقد ودیعه فاصله دارد و از پیچیدگی‌های بسیار بیشتری برخوردار است و امانت در موردی که از جانب ناشر صورت پذیرفته باشد تنها مقدمه‌ای برای تکمیل فرآیند پذیرش فرامرزی اوراق بهادار است.

از سوی دیگر ممکن است گفته شود بانک سپرده‌گذاری نماینده ناشر خارجی در ایالات متحده آمریکا است. با بررسی مصادیق نمایندگی، با توجه به قراردادی بودن موضوع، نزدیک‌ترین مصداقی که با عنایت به نقش بانک سپرده‌گذاری می‌توان در نظر گرفت عبارت است از اینکه بانک وظایف مربوطه را به وکالت از جانب ناشر انجام دهد؛ به این معنی که طبق این نظر بانک تعهدات خود را به نام و به حساب ناشر خارجی انجام می‌دهد که با توجه به کارکرد بانک سپرده‌گذاری می‌توان بیان داشت که بانک هیچ‌گاه به‌عنوان اصیل در فرآیند پذیرش فرامرزی اوراق بهادار نقش‌آفرینی نمی‌کند بلکه تنها به‌عنوان نهادی واسط میان ناشر غیر آمریکایی و دارندگان رسید سپرده عمل می‌کند و دستورات ناشر را در بازار اوراق بهادار آمریکا انجام می‌دهد که برخی از آن‌ها جنبه حقوقی و برخی جنبه غیرحقوقی (فیزیکی) دارند و در مقابل حق‌الزحمه امور انجام‌شده را دریافت می‌کند. همچنین ناشر بایستی کلیه هزینه‌های بانک سپرده‌گذاری در خصوص انتشار و انتقال رسید سپرده، مالیات و سایر هزینه‌های قانونی را که به‌موجب قرارداد سپرده‌گذاری متقبل می‌شود پردازد. اساساً این

بانک سرمایه‌گذار آمریکایی است که نقش ناشر رسید سپرده را ایفا می‌کند. ناشر اوراق بهادار پایه هیچ نقشی در انتشار رسید سپرده نداشته مگر اینکه بانک سپرده‌گذاری خواستار همکاری یا رضایت وی باشد (Royston, 1985:96). هر یک از بانک سپرده‌گذاری و ناشر در هر زمان می‌توانند به قرارداد سپرده‌گذاری خاتمه دهند اعم از اینکه ناشر، بانک را عزل کند یا بانک استعفا دهد (SEC, 2020) که این امر نیز با جایز بودن وکالت و قابلیت هر یک از طرفین در فسخ قرارداد سازگار است. یکی از عناصر تشکیل‌دهنده عقد وکالت، عنصر نظارت موکل بر وکیل است. در قراردادهای سپرده‌گذاری بانک سپرده‌گذار تحت نظارت ناشر قرار دارد و دارنده نیز با اخذ مجوز از ناشر مبنی بر اینکه چنین نظارتی با منافع دارنده به‌عنوان مالک رسید سپرده ارتباط دارد، می‌تواند بر عملکرد بانک سپرده‌گذار نظارت کند (SEC, 2020). به‌علاوه بانک سپرده‌گذاری به دستور ناشر بر نهادهایی که در فرآیند انتشار و معاملات اسناد سپرده تحت امر بانک ایفای نقش می‌کنند نظارت دارد. این نظر با توجه به مسئولیت‌های بانک و ناشر نیز قابل توجیه است، زیرا همان‌گونه که اشاره شد همواره ناشران خارجی در مفاد قرارداد سپرده‌گذاری بانک مربوطه را در خصوص هرگونه مسئولیت، ضرر و زیان و هزینه احتمالی، بری‌الذمه می‌کنند (SEC, 2012)؛ بنابراین در حالت کلی اصل بر عدم مسئولیت بانک سپرده‌گذاری بوده و تنها در صورتی در برابر دارنده مسئول شناخته می‌شود که سوءنیت داشته یا مرتکب بی‌مبالاتی شده باشد. بانک سپرده‌گذاری نه تنها وکیل ناشر بوده بلکه وکیل در توکیل نیز است، زیرا در بسیاری از موارد صراحتاً در قراردادهای مربوطه ذکر می‌شود که بانک می‌تواند به بانک‌ها یا سایر نهادهای مربوطه نمایندگی دهد که تمام یا بخشی از امور محوله را به انجام برسانند. با توجه به موارد مذکور فرض نماینده بودن و قرارداد نمایندگی بودن بانک سپرده‌گذاری و قرارداد سپرده‌گذاری از وجه بیشتری برخوردار است. قراردادهای سپرده‌گذاری قلمرو وکالت را تا حد امکان ترسیم می‌کنند که این موارد از انتشار رسید سپرده آغاز شده و حتی معاملات بازارهای ثانویه اعم از انتقال و لغو رسید سپرده را نیز در برمی‌گیرد.

۲-۲-۳. ماهیت حقوقی قرارداد سپرده‌گذاری

با عنایت به مراتب فوق و تبیین نقش حقوقی بانک سپرده‌گذاری، شایسته است در این مقال به ماهیت حقوقی این قراردادها پرداخته شود. همان‌گونه که اشاره شد، قرارداد سپرده‌گذاری، قراردادی سه‌جانبه میان ناشر، بانک سپرده‌گذاری و دارنده رسید سپرده (سرمایه‌گذار) است که حقوق و تعهدات اطراف آن را تعیین می‌کند. از طریق این قرارداد ناشر به بانک سپرده‌گذار وکالت می‌دهد و قلمرو تعهدات وی را مشخص می‌کند (SEC, 2022). محوریت اصلی قراردادهای سپرده‌گذاری بر حقوق و تعهدات ناشر و عمدتاً بانک استوار است. نقش دارنده و ارتباط آن با اطراف دیگر قرارداد محدود است به‌نحوی که اصلاح و تغییر قرارداد با توافق میان ناشر و بانک سپرده‌گذاری صورت می‌گیرد و تنها زمانی کسب موافقت کتبی دارنده ضروری است که حقوق قراردادی وی تحت تأثیر قرار گیرد (SEC, 2022)؛ باین حال به نظر می‌رسد تعیین عقد وکالت و تنها تبیین رابطه حقوقی ناشر و بانک به‌عنوان ماهیت حقوقی قراردادهای سپرده‌گذاری با سایر کارکردهای این قرارداد سازگار نیست، زیرا از سوی دیگر دارنده نیز طرف قرارداد بوده و بانک سپرده‌گذار و ناشر در برابر وی نیز تعهداتی بر عهده دارند.

در تحلیل حقوقی رابطه دارنده با بانک، بانک طبق وکالت اعطاشده به وی از سوی ناشر عمدتاً مکلف به انتشار رسید سپرده، انتقال و تحویل آن به دارنده و لغو رسید سپرده منتشر شده است. به‌علاوه بانک با ارائه گزارش‌های دریافتی از ناشر و ابلاغ جلسات سهامداران به دارندگان، آن‌ها را قادر به اعمال حق رأی خود از طریق بانک سپرده‌گذاری می‌کنند (Saunders, 1993:56). از آنجایی که بانک سپرده‌گذاری واسطه میان ناشر خارجی و دارنده اوراق بهادار است، پرداخت سود حاصل ناشر خارجی نیز از طریق آن صورت می‌پذیرد (Alagannar, Ramaprasad, 2007:3). باین حال بانک حق دریافت سود از دارندگان رسید سپرده به نفع خود را ندارد. بلکه تنها به‌عنوان وسیله‌ای که این انتقال از طریق آن صورت گیرد نقش‌آفرینی می‌کند. از آنجایی که حق رأی از حقوق دارندگان است بانک تنها در صورت دریافت دستورالعمل اجرایی در این

خصوصاً، از جانب دارندگان این حق را اعمال می‌کند. از سوی دیگر دارندگان نیز مکلف به ارائه اطلاعات خود از جمله محل اقامت و سایر موارد مربوط و پرداخت کارمزد در برابر خدمات فوق به بانک هستند. در نتیجه بانک در برابر دارنده، موظف به ارائه خدمات محوله از سوی ناشر یا دارنده و دریافت هزینه‌های مربوطه است که از این لحاظ شباهت زیادی با قراردادهای ارائه خدمات^۱ دارد. به عبارت دیگر بانک سپرده‌گذار به عنوان ارائه‌کننده خدمات، وکالتاً تکالیف محوله از سوی ناشر را در برابر دارنده رسید سپرده به عنوان دریافت‌کننده خدمات انجام می‌دهد. رابطه میان دارنده و بانک به گونه‌ای است که برخی نیز اعتقاد دارند که انتشار رسید سپرده در قالب قرارداد سپرده‌گذاری یا قرارداد ارائه خدمات انجام می‌شود (Aziz, 2014:82)؛ به این معنا که بانک سپرده‌گذاری در ازای دریافت کارمزد مکلف به ارائه خدمات در مقابل دارنده است. این امر حاکی از این است که عده‌ای ماهیت حقوقی قرارداد سپرده‌گذاری را ارائه خدمات تلقی می‌کنند. با این حال بیان حقوق و تعهدات بانک و دارنده رسید سپرده تنها قسمتی از قراردادهای سپرده‌گذاری را تشکیل می‌دهد و تعهدات بانک در برابر ناشر است که تشکیل‌دهنده رابطه میان طرفین قرارداد است.

از طرف دیگر با اینکه رابطه میان ناشر و دارنده در قراردادهای سپرده‌گذاری نسبت به دیگر روابط حقوقی طرفین قرارداد غیرمستقیم و کم‌رنگ بوده با این حال ناشر تعهد تضمین اعتبار قانونی اوراق بهادار پایه و رسید سپرده را در مقابل دارنده بر عهده دارد (SEC, 2020)؛ به این معنا که این اوراق به صورت مجاز و معتبر در کشور مربوطه منتشر شده‌اند. از سوی دیگر بانک سپرده‌گذاری تعهدی در خصوص اعتبار اوراق بهادار پایه و رسید سپرده ندارد. ماهیت رابطه حقوقی ناشر و بانک نیز مؤید این نظر است که مسئولیت‌های اعمالی که بانک به نمایندگی از ناشر انجام می‌دهد با ناشر باشد. ناشر نیز بر فعالیت‌های بانک نظارت دارد. در واقع امر با توجه به نقشی که بانک سپرده‌گذاری در

رابطه با ناشر و دارنده ایفا می‌کند موجب می‌شود که ناشر و دارنده رابطه مستقیمی با یکدیگر نداشته و هر یک در ارتباط تنگاتنگی با بانک سپرده‌گذار قرار گیرند. با این حال همان‌گونه که اشاره شد دارنده نیز یکی از طرفین قرارداد سپرده‌گذاری بوده و ناشر کلیه مسئولیت‌های بانک را در برابر دارنده بر عهده داشته و ضامن اعتبار اوراق بهادار پایه نیز است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که رابطه حقوقی و قراردادی میان ناشر و بانک نیز برقرار است اما از ماهیت خاص و منحصر به فردی برخوردار است که قابلیت تعریف در چهارچوب عقود معین را ندارد.

بنابراین با عنایت به موارد فوق و تبیین کلیه روابط حقوقی طرفین قرارداد، می‌توان بیان داشت که قرارداد سپرده‌گذاری قراردادی است که به وسیله آن اوراق بهادار یک ناشر در بورس کشور دیگر به صورت غیرمستقیم پذیرفته می‌شود و از آنجایی که ماهیت این قرارداد با توجه به ویژگی‌های خاص آن محدود به عقد وکالت و قراردادهای ارائه خدمات نبوده بلکه مجموعه‌ای از قراردادهای مختلف است که هر یک، تابع قواعد همان عقد و قواعد کمیسیون بورس اوراق بهادار در انعقاد قراردادها توجیه کرد.

در پایان شایان ذکر است قراردادهای منعقد شده در بازار سرمایه طبق نظامات کاملاً معین انجام می‌شوند و طرفین در انجام و اجرای توافقات دو یا چند جانبه آزادی کمی دارند (Soltani, 1396:8). به عبارت دیگر با وجود اینکه روابط و قراردادهای به ظاهر خصوصی در بازار سرمایه شکل می‌گیرند و برخی اصول حقوق خصوصی از جمله اصل لزوم قراردادهای، نسبی بودن اثر قرارداد نسبت به طرفین آن، لزوم دارا بودن اهلیت و تراضی به مفاد قرارداد در چنین قراردادهای سپرده‌گذاری نیز اعمال می‌شوند که در صورت بروز اختلاف ملاک عمل قرار گیرند اما جنبه‌های عمومی در آن‌ها غلبه بیشتری دارد و برخی قواعد حقوق عمومی از جمله لزوم افشای اطلاعات، منع دست‌کاری بازار و منع سوءاستفاده از اطلاعات نهانی موجب محدود شدن قواعد فوق می‌شوند. به علاوه پذیرش اوراق بهادار توسط نهادهایی صورت می‌گیرد که مجاز به انجام این امر شده‌اند و این اشخاص تحت نظارت دقیق بازار سرمایه هستند که در خصوص رسید سپرده

آمریکایی نهاد نظارت‌کننده کمیسیون بورس و اوراق بهادار^۱ است و مقررات بی‌شماری را نیز در این خصوص تنظیم کرده است. سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار^۲ در اصل ۳۸ سند اهداف و اصول مقررات اوراق بهادار^۳، لزوم اطمینان‌بخشی از منصفانه، مؤثر و شفاف بودن بازارهای اوراق بهادار را مورد اشاره قرار داده که مستلزم نظارت و حکومت قواعد حقوق عمومی حاکم بر بازار سرمایه بین‌المللی است.

فرجام سخن

گردش آزاد سرمایه در جهان و پیشرفت‌های تکنولوژی، انزوای بازار سرمایه را کاهش داده و منجر به جهانی‌شدن بازارهای اوراق بهادار شد. مهم‌ترین نتیجه بین‌المللی‌شدن بازار سرمایه، رشد پذیرش و معاملات فرامرزی اوراق بهادار است. پذیرش فرامرزی اوراق بهادار به انطباق ناشر و اوراق بهادار با شرایط و الزام‌های بازار یک یا چند کشور، غیر از کشور مبدأ اطلاق می‌شود اعم از اینکه عرضه یا پذیرش در کشور مبدأ انجام شود یا خیر. برخی از این مفهوم با عنوان «پذیرش متقابل» و «پذیرش دوگانه» نیز یاد می‌کنند. باین حال دو اصطلاح اخیر واجد مفاهیم عام‌تری هستند و شامل پذیرش‌های موازی غیر فرامرزی نیز می‌شود؛ بنابراین شایسته است از اصطلاح «پذیرش فرامرزی اوراق بهادار» بهره جست.

پذیرش فرامرزی اوراق بهادار یا از طریق سهام عادی و به‌صورت مستقیم و یا از طریق رسید سپرده و به‌صورت غیرمستقیم انجام می‌شود. در حالت نخست، سهام عادی مستقیماً در بورس اوراق بهادار خارجی معامله و تسویه می‌شود. در نتیجه سهامداران خارجی نیز به‌مثابه سهامداران داخلی تلقی می‌شوند و از وضعیت حقوقی یکسانی برخوردار هستند. باین حال شیوه عمده پذیرش فرامرزی از طریق رسید سپرده است.

1. U.S. Securities and Exchange Commission
2. International Organization of Securities Commissions
3. Objectives and Principles of Securities Regulation

این اسناد با دخالت یک بانک واقع در کشور خارجی و بر مبنای اوراق بهادار پایه منتشر می‌شود. اوراق بهادار پایه و رسید سپرده هر دو اوراق بهادار بوده و از ماهیت حقوقی یکسانی برخوردار هستند.

رسید سپرده به لحاظ جغرافیای محل انتشار ممکن است در ایالات متحده آمریکا و یا به صورت جهانی (که شامل رسید سپرده اروپایی نیز است) منتشر شوند. رسید سپرده آمریکایی در چهار سطح مختلف منتشر می‌شود که الزام‌های مقرر شده با فراتر رفتن سطوح رسید سپرده افزایش می‌یابد. سطح نخست که واجد کمترین الزام‌ها بوده و نیازی به پذیرش در بورس اوراق بهادار آمریکا ندارد. سطح دوم مستلزم پذیرش در بازار اوراق بهادار است اما منجر به جذب و افزایش سرمایه نمی‌شود. در سطح سوم علاوه بر پذیرش از طریق عرضه عمومی سهام جدید منتشر می‌شوند. در سطح چهارم پذیرش و عرضه بر روی بازار خصوصی انجام می‌شود که تنها به سرمایه‌گذاران نهادی اختصاص دارد.

امروزه رسید سپرده آمریکایی مستلزم انعقاد قرارداد سپرده‌گذاری است. قرارداد سپرده‌گذاری قراردادی سه‌جانبه بوده که میان ناشر، بانک سپرده‌گذاری و دارنده رسید سپرده منعقد می‌شود. از آنجایی که اوراق بهادار نزد بانک سپرده‌گذاری به امانت سپرده می‌شود تا رسید سپرده بر مبنای آن انتشار یابد، قرارداد سپرده‌گذاری واجد جوهره امانت است. به علاوه از یک سو بانک سپرده‌گذاری به نمایندگی از ناشر و به عنوان وکیل در حدود اختیارات معین شده از سوی وی اقدام به انتشار رسید سپرده می‌کند؛ بنابراین این قرارداد دارای جوهره وکالت نیز بوده که حدود مسئولیت‌های بانک سپرده‌گذاری و ناشر در مقابل دارنده رسید سپرده نیز مؤید این نظر است. از سوی دیگر از آنجایی که بانک سپرده‌گذاری در مقابل دریافت کارمزد از دارنده مکلف به انجام خدمات محول شده از سوی ناشر است؛ ممکن است از قرارداد سپرده‌گذاری به قرارداد ارائه خدمات تعبیر شود. این در حالی است که قرارداد سپرده‌گذاری تنها یک قرارداد واحد نبوده

بلکه مجموعه‌ای از قراردادهای مختلف و پیچیده با ویژگی‌های مختص به آن‌ها بوده که تابع مقررات حقوق عمومی و کمیسیون بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر است.

References

- Almasi, N. (2017). *International Private Law*, Tehran: Mizan. [In Persian]
- Armer, D. (2001). Globalization of financial Markets: An International Passport for Securities Offerings, *Journal of International lawyer*, 35(4), 1543-1588.
- Aziz, A. S. A. (2014). The impact of depositary receipts on the stock price volatility *The Business & Management Review*, 5(2), 81-89.
- Bagheri, M., Ghanbari, H. (2019). The Legal Problems of Internationalization of Capital Market and National Legislation Position, *Legal Research Quarterly*, 12(29), 26-64. [In Persian]
- Chouinard, E., Souza, Ch. (2004). The Rational for Cross-Border Listing, *Bank of Canada Review*, 2003(winter), 23-30.
- Chun, Sh., Fargher, N. L., Wright, S. (2014). Cross-listing as a Global Depositary Receipt: The Influence of Emerging Markets, Regulation, and Accounting Regime, *Journal of Contemporary accounting and Economics*, 10(3), 262-276.
- Coffee, J. C. (2002). Racing Toward The Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, *Columbia Law Review*, 102, 1-88.
- Connor, T. O', Phylaktis, K. (2010). Cross-Listing Behavior, *Electronic Journal*, 1-42.
- Dehkoda, A. (1959). *Dictionary*, Tehran: Tehran University Publication. [In Persian]
- De Landsheere, J. (2011-2012). Cross-listing in 21st Century, Masters diss., supervised by Dr. Vermeulen, University of Tilburg.
- Ferretti, I., Marano, P. (2006). Cross-Listing, Global Shares and Dematerialized Shares, *Uniform Law Review*, 11, 267-284.
- Foerster, S., Karolyi, G.A. (1999). The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in United States, *The Journal of Finance*, 54(3), 981- 1013.
- Garcimartin, A., F. (2007). *Cross-Border Listed Companies*, Chicago: collected courses of the Hague Academy of International Law.
- Karolyi, G. A. (1998). Why do companies list shares abroad?: A survey of the evidence and its managerial implications. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 7(1), 1-60.

- Kokkoris, I., Olivares-Caminal, R. (2014). Some Issues on Cross-border Stock Exchange Mergers, *Legal Scholarship Repository*, 29, 455-526.
- Kumar, M. (2006). Depository receipts: Concept, evolution and recent trends. Evolution and Recent Trends, *SSRN Electronic Journal*, available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=951425
- Lander, G. P. (1995). American Depository Receipts, *The International Lawyer*, 29, 897-915.
- Lasfer, M. (2011). Acquiring a Secondary Listing, or Cross Listing, *Q-Finance*, 169-172.
- Li, Zh. (2009). Examining Arbitrage Opportunities among Canadian Cross-listed Securities: Evidence from Stock and Option Markets, Master diss., supervised by Dr. Craig Wilson University of Saskatchewan.
- Litch, A. N., (1998). Regulatory Arbitrage for real: International Securities Regulation in a world of Interacting Securities Market, *Virginia Journal of International Law*, 38, 563-638.
- Michie, R.C., Ranald M. (2006). *The global Securities market: a history*, Oxford: Oxford University press.
- Miller, D.P. (1999). The market reaction to international cross-listing: evidence from depository receipts, *Journal of financial economics*, 51(1), 103-123.
- Royston, J. (1985). The Regulation of American Depository Receipt: Americanization of the International Capital Markets, *North California Journal of International Law*, 10, 87-106.
- Saunders, M. (1993). American Depository Receipt: An Introduction to U.S. Capital Markets for Foreign Companies, *Fordham International Law Journal*, 17, 48-83.
- SEC, (2020), "Deposit Agreement", (2022.08.31):
<https://contracts.justia.com/companies/bank-of-america-corp-162/contract/99328/>
- SEC, (2012), "Deposit Agreement", (2022.08.31):
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1530238/000119312512457479/d22007dex43.htm>
- SEC, (2012), "Deposit Agreement", (2022.08.31):
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1529192/000119312512240835/d356043dex43.htm>
- Soltani, M. (2017) *The Law of Capital Market*, Tehran: Samt Publication. [In Persian]
- Spooks, D.B. (1993). Exploring American Depository Receipts: The International Augmentation of U.S. Securities Markets, *Transnational Lawyer*, 6, 181-218.

- Stockmarketba, (2022), "non US Companies on US Exchanges", (2022.04.18):
<https://stockmarketmba.com/nonuscompaniesonusexchanges.php>
- Stockmarketba, (2022), "Global Companies Cross list on US Exchanges", (2022.04.18):
<https://stockmarketmba.com/globalcompaniescrosslistonusexchanges.php>
- Van Der Linde., K. (2009). Aspects of The Cross-listing of Securities, *South Africa Mercantile Law Journal*, 21(5), 631-644.
- Velli, J. (1993). American Depository Receipts: An Overview, *Fordham International Law Journal*, 17, 38-57.

Regulations

- International Organization of Securities Commissions, (1998, 2007) International Disclosure Standards for Cross-border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers.
- International Organization of Securities Commissions, (2017) Objectives and Principles of Securities Regulation.
- Shares, M.O.T.F., SEC Regulation of American Depository Receipts: Disclosure, LTD. (1956) *The Yale Law Journal*, 65.