

## بررسی وضعیت حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران

لیلا سهرابی<sup>1</sup>

### چکیده

وضعیت قانونی سرمایه‌گذاری خارجی در حقوق ایران مراحل مختلفی را پشت سر گذاشته است. مقررات محدود کننده و سختگیرانه تا قوانینی که برای سرمایه‌گذاران خارجی مطلوبیت افزونتری داشتند و در نهایت بذل توجه خاص و تخصصی به فرایند سرمایه‌گذاری خارجی، خصوصیات است که در هر کدام از قوانین و مقررات مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی، تبلور خاصی یافته اند. بازار سرمایه نیز به عنوان یکی از گزینه‌هایی که دارای قابلیت فراوان برای جذب سرمایه‌های خارجی می‌باشد از نظر قانونگذار دور نمانده است و هرچند که در منابع قانونی اولیه سرمایه‌گذاری خارجی به طور کلی تمامی بخش‌های اقتصادی از جمله بازار سرمایه شامل این قوانین می‌گردیدند لکن در دوره‌های اخیر و بعد از برنامه چهارم توسعه، این شکل از سرمایه‌گذاری با دید تخصصی تری نگریده شد لکن آنچه که باعث تأسف می‌گردد آن است که در هر دوره‌ای از قانونگذاری، قسمتی از بازار سرمایه و یا توانایی‌های آن مغفول مانده است و علیرغم وجود آیین‌نامه تخصصی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، باید به ناچار قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی را در این موارد مجرا دانست. امری که خود باعث ایجاد توالی فاسد زیادی گردیده است از جمله آنکه با وجود اصل مهم حفظ کلیت و انسجام بازار، هر بخش از بازار سرمایه تحت حاکمیت اراده متفاوتی از قانونگذار گردیده که برای نمونه می‌توان به عدم شمول آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه و همچنین آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازار خارج از بورس، در خصوص بورس کالای ایران اشاره نمود که تمامی این نقایص در مجموع باعث می‌گردد که از تمامی ظرفیت‌های ممکن سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه استفاده نگردد و یا اینکه سرمایه‌گذار خارجی با توجه به وضعیت مبهم و عدم شمول مقررات تخصصی بر حیطه‌های خاص از جمله بورس کالا دچار سردرگمی گردیده و در نتیجه تمایل کمتری به وارد نمودن سرمایه خود پیدا نماید. از این

1. کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، وکیل پایه یک دادگستری و عضو گروه مشاوران حقوقی سازمان بورس و اوراق بهادار

رو بررسی دقیق تمامی منابع قانونی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه با لحاظ دو قانون مادر در این زمینه یعنی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و قانون بازار اوراق بهادار و تبیین دقیق آنها با هدف شناسایی و رفع نقایص این الزامات ضروری است. هرچند در زمینه بررسی سرمایه‌گذاری خارجی به طور کلی و سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه به طور خاص تحقیقاتی انجام گردیده است لکن بررسی جنبه حقوقی این نوع از سرمایه‌گذاری و تبیین تمامی قوانین و مقررات موجود در این زمینه لازم می‌باشد که در این نوشتار سعی بر آن بوده است که با استفاده از سیر تحول قوانین و مقررات تمامی جنبه‌ها و تنگناهای حقوقی وضعیت موجود بررسی گردد.

**واژگان کلیدی:** سرمایه‌گذاری خارجی، کشور پذیرنده سرمایه، بازار سرمایه، قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، اوراق بهادار .

**طبقه‌بندی موضوعی:** G12, G18, C32 .



## مقدمه

بدیهی است هر کشوری جهت گرداندن چرخ‌های اقتصادی و انجام پروژه‌های خویش محتاج سرمایه می‌باشد چه آنکه این سرمایه از درون کشور و با استفاده از منابع داخلی تأمین گردد و یا آنکه با به کارگیری ظرفیت‌های خارجی، سرمایه‌گذاران دیگری را از سایر کشورها جذب نماید. در چرخه جذب منابع مالی از اشخاص خارجی، همواره دو طرف این معادله یعنی کشور پذیرنده سرمایه و سرمایه‌گذار خارجی در تعامل دو طرفه می‌باشند و چگونگی این تعامل باعث می‌گردد که ظرفیت‌ها و حجم سرمایه‌گذاری به نحو آشکاری دچار تغییرات بارز گردد. عوامل متعددی از جمله عوامل اقتصادی، سیاسی، اجتماعی و حتی فرهنگی دارای تأثیرات عمده‌ای بر سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشند که بارزترین آنها را میتوان تحت عناوین بازده مورد انتظار و ریسک‌های سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مالیاتی از قبیل معافیت‌ها و تخفیف‌های مالیاتی، ترجیحات و اولویت‌های انحصاری، کیفیت قوانین و مقررات اجرایی برشمرد که در این نوشتار به عامل قانون و مقررات که شکل دهنده این رابطه هستند می‌پردازیم (موسوی و همکاران، 1389). نحوه تعامل و ارتباطات بین کشور سرمایه‌پذیر و سرمایه‌گذار، معلول عوامل متعددی است که قوانین و مقررات جاری کشور در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی که شکل دهنده چارچوب قانونی این فرآیند می‌باشند را می‌توان به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر این تعامل قلمداد نمود. به عبارت دیگر می‌توان گفت مقررات جاری در این زمینه، شکل دهنده روابط میان سرمایه‌گذار و کشور پذیرنده سرمایه در حوزه‌های حقوق، تعهدات، مزایا، تسهیلات و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد که در مجموع، قالب منسجم و واحدی را از دورنمای چگونگی پذیرش سرمایه خارجی در کشور مجسم می‌نماید و سرمایه‌گذار خارجی با لحاظ کلیت این مجموعه تصمیم به انتخاب کشور مطلوب خویش می‌نماید. بدیهی است کشوری که قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری خارجی آن دارای قواعد و الزاماتی متعادل و منطقی می‌باشد برای سرمایه‌گذار خارجی دارای مطلوبیت بیشتری است. از این رو بررسی این قواعد و قوانین و لحاظ سیر تحول آن همراه با بررسی وضع موجود، در راستای گسترش سرمایه‌گذاری خارجی در سطح کشور و رفع نواقص آن، از ضروریات ارتقاء گسترش پذیرش و جذب سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد. در این نوشتار با بررسی سیر تحولات اسناد قانونی در این زمینه، منابع قانونی امکان سرمایه‌گذاری خارجی را واکاوی نموده و پس از آن، با توجه به آنکه در مورد مرجع اعطای مجوز سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ابهاماتی وجود دارد در قسمت بعدی به آن می‌پردازیم. همچنین برای تبیین ابعاد مختلف موضوع سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران، در

قسمت‌های بعدی، فعالان این حیطه یعنی اشخاصی که مبادرت به سرمایه‌گذاری خارجی می‌نمایند و همچنین قلمرو و حدود فعالیت این سرمایه‌گذاران را بررسی می‌نماییم.

### الف) منابع قانونی امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه و سیر تحول آن

در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، از ابتدای توجه قانونگذار به ظرفیت‌های پذیرش سرمایه‌های خارجی در ایران، الزامات قانونی متعددی وضع شده است که وجود قوانین، مقررات، آیین‌نامه‌ها و همچنین بخشنامه‌های درون سازمانی گوناگون گاهی موجب سردرگمی سرمایه‌گذار خارجی گردیده که ممکن است در بسیاری از موارد باعث انصراف وی از ادامه فعالیت اقتصادی در ایران گردد که به ترتیب به بررسی چگونگی و سیر تحول آنها می‌پردازیم:

#### 1) قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی مصوب 1334/9/7

اولین سند قانونی در زمینه نظام‌مندی سرمایه‌گذاری خارجی، "قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی" مصوب 1334/9/7 می‌باشد. این قانون به طور مختصر در 7 ماده به بیان حکم می‌پرداخت. در این قانون برخلاف رویه غالب امروزی قانون نویسی در ابتدای متن به ارائه تعاریف مورد نیاز از قبیل سرمایه‌گذار خارجی و سرمایه‌گذاری خارجی نپرداخته است. در ماده یک تنها اشخاص و شرکت‌ها و مؤسسات خصوصی خارجی، مجاز به سرمایه‌گذاری در ایران گشته‌اند و ذکر از اشخاص دولتی خارجی در میان نیست و در مورد اشکال سرمایه نیز غیر از شکل سرمایه‌گذاری نقدی، بارزترین صور غیر نقد از قبیل ماشین‌آلات و قطعات ذکر گردیده است. خصوصیت بارزی که شاید بتوان در این قانون مشاهده نمود آن است که در ماده 3 به طور صریح و مطلق کلیه سرمایه‌های خارجی که به ایران وارد می‌شوند را مشمول حمایت قانونی دولت دانسته و کلیه حقوق، معافیت‌ها و تسهیلات بنگاه‌های داخلی را در مورد سرمایه‌های خارجی نیر مجری نموده است.

بدیهی است که برای جلب سرمایه‌های خارجی، هر میزان که کشور میزبان شرایط سهل‌الوصول‌تری را وضع نماید و سرمایه‌گذار خارجی احساس نماید که با وی همانند سرمایه‌گذاران داخلی رفتار می‌گردد برای ورود سرمایه خود بیشتر ترغیب می‌گردد اما در همین قانون و در کنار شرایط آسان ورود سرمایه، رفتارهای محدود کننده‌ای هم با سرمایه‌گذار خارجی رخ می‌دهد از جمله آنکه براساس تبصره 2 ماده 3، اشخاص و شرکت‌ها و مؤسسات خصوصی مذکور در ماده 1، حق انتقال سهام و منافع و حقوق خود را به دولت خویش یا دولت‌های دیگر نداشتند. در یک تقسیم‌بندی

کلی از سرمایه‌گذاری خارجی می‌توان شیوه‌های سرمایه‌گذاری خارجی را به دو نوع سرمایه‌گذاری عمومی خارجی که توسط دولت‌ها به مفهوم خاص و یا توسط سازمان‌های بین‌المللی صورت می‌گیرد و سرمایه‌گذاری خصوصی خارجی که توسط اشخاص و شرکت‌های خصوصی با هدف تحصیل سود و کسب منفعت می‌باشد، تقسیم نمود (عمادزاده و همکاران، 1382). شاید برای فلسفه تبصره فوق‌الذکر بتوان گفت که قانونگذار تمایل داشته است از آنجا که براساس ماده 3، سرمایه‌های خارجی به راحتی می‌توانند وارد گردونه اقتصاد کشور گردند، تنها اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی خصوصی از مزایای این امر استفاده نمایند و دولت‌های خارجی نتوانند از این راه بخش‌های مهمی از اقتصاد داخلی را در دست گیرند.

مورد دیگری که از آن می‌توان به عنوان محدودیت نام برد ماده 5 این قانون می‌باشد که براساس آن، خروج سرمایه اصلی و منافع آن تنها از طریق دادن آگهی سه ماهه به هیأت مذکور در ماده 2 میسر بود<sup>1</sup> که امکان داشت به دلیل عدم موافقت این هیأت، سرمایه‌گذار خارجی موفق به خروج سرمایه از کشور نگردیده و این امر خود عاملی در جهت نامطلوب نمودن سرمایه‌گذاری خارجی در ایران تبدیل می‌گشت. بارزترین نکته‌ای که می‌توان در خصوص قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی مصوب 1334 اشاره نمود آن است که در این قانون هیچگونه سقف و محدودیتی برای سرمایه‌گذار خارجی لحاظ نگردیده است و براساس آن، از یک تا صد درصد صنایع و رشته‌های داخلی قابلیت سرمایه‌گذاری خارجی را دارا بودند.

هرگونه فعالیت اقتصادی موجب ایجاد تعاملاتی بین اشخاص می‌گردد که طبیعی است این تعاملات گاهی منجر به ایجاد اختلافاتی بین اشخاص فعال در این بخش شود. در قانون مصوب 1334، هیچگونه مرجعی جهت حل و فصل این اختلافات پیش‌بینی نگردیده بود و شاید بتوان با استناد به ماده 3 این قانون گفت از آنجا که سرمایه‌گذاران خارجی از همان حقوق، معافیت‌ها و تسهیلات بخش خصوصی داخلی برخوردار بودند لذا امکان مراجعه به دستگاه قضایی داخلی نیز یکی از این موارد بوده و دادگاه‌های ایران جهت رسیدگی به این دعاوی صالح قلمداد می‌گردیدند. علاوه بر صلاحیت

1- ماده 2 قانون راجع به جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی: برای رسیدگی و اظهار نظر درخصوص پیشنهادهای رسیده راجع به ورود سرمایه‌های خارجی هیأتی به ریاست مدیرکل بانک ملی ایران و مرکب از معاونین وزارت دارایی - وزارت امور خارجه - وزارت اقتصاد ملی - مدیرعامل سازمان برنامه یا یکی از معاونین او - رییس اتاق بازرگانی یا یکی از نواب او و رییس کمیسیون ارز در بانک ملی ایران تشکیل می‌گردد. تصمیمات هیأت به وسیله وزیر اقتصاد ملی به هیأت وزیران برای تصویب و صدور اجازه پیشنهاد خواهد شد. پیشنهادهایی که برای به کار انداختن سرمایه‌های خارجی در شهرستانها واصل می‌شود مقدم بر پیشنهادهای مربوط به مرکز، مورد رسیدگی و صدور اجازه قرار خواهد گرفت.

مراجع قضایی ایرانی جهت رسیدگی به این دعاوی، با توجه به ماده یک این قانون که انعطاف‌پذیری و اختیاری بودن کسب مجوز موضوع این قانون از آن استنباط می‌گردد، طرفین دعوا می‌توانستند چه در صورت کسب مجوز سرمایه‌گذاری خارجی و یا عدم تمایل به کسب مجوز این قانون، با توافق خویش مراجع دیگری از جمله سیستم قضایی سایر کشورها را جهت رسیدگی به این اختلافات پیش‌بینی نمایند. نکته مفیدی که در قانون راجع به جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی به چشم می‌خورد ماده 6 آن است که حمایت‌ها و تسهیلات این قانون را تنها برای اتباع کشورهای جاری می‌دانست که این کشورها نیز به طور متقابل رفتاری مشابه با سرمایه‌گذاران ایرانی داشته باشند امری که جهت پیش‌بینی در قوانین مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی - با هدف اعمال اصل رفتار متقابل - سودمند به نظر می‌رسد.

آیین‌نامه اجرایی این قانون در تاریخ 1335/7/17 به تصویب رسید. در این آیین‌نامه برخلاف اطلاق قانون، نحوه نگارش آن به نحوی است که شروط سه‌گانه‌ای را جهت امکان سرمایه‌گذاری خارجی ذکر نموده است و علاوه بر آن، سرمایه خارجی نیز در ماده 2 آن تعریف شده است. یکی از مزایای این آیین‌نامه آن است که در تبصره 2 ماده 1 عبارت "عمران و آبادی" که یکی از اهداف سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد را به طور کامل تعریف کرده است که به نظر می‌رسد می‌توان در جهت تفسیر مقصود قانونگذار در ماده 2 قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب 1380 نیز به کار برد. در این آیین‌نامه هم مانند قانون سخنی از میزان و سقف سرمایه‌گذاری خارجی مطرح نگردیده است.

مشخصه اصلی قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی، اهمیت نقشی بود که برای هیأت رسیدگی و در حقیقت مقام اجرایی اصلی قانون در نظر گرفته شده بود. زیرا تقریباً تمامی اهرم‌های اقتصادی در دست هیأت رسیدگی - که مرکب از معاونین وزراء و معاونین رؤسای کل سازمان‌های اقتصادی و صنعتی و معدنی کشور بود - قرار داشت و علاوه بر آن نائب رئیس اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران (نماینده بخش خصوصی) نیز حضور داشت و در مجموع، ترکیب مؤثری ایجاد گردیده بود (انصاری، 1374).

با جمع قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه براساس این دو مقرر قانونی امکان‌پذیر بود. نکته‌ای که در این قانون مدنظر قرار نگرفته بود آن است که اشخاص حقیقی و حقوقی ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی، به عنوان سرمایه‌گذار لحاظ نگردیده و نمی‌توانستند وارد این فرآیند گردند و از این رو بخش عظیمی از سرمایه‌گذاران از حمایت‌های قانون محروم می‌گشتند. به عبارت دیگر در قانون مذکور دارا

بودن تابعیت خارجی باعث شمول این قانون می‌گردد و نمی‌توان از خود سرمایه حتی در صورتی که متعلق به فرد ایرانی بوده لکن دارای منشأ خارجی بود به عنوان ملاک توجه قانونگذار یاد نمود. در یک دیدگاه کلی می‌توان گفت که قانون جلب و حمایت از سرمایه‌های خارجی مصوب 1334 با لحاظ موارد فوق‌الذکر و همچنین کلی بودن مواد آن، گستره وسیع موارد قابل سرمایه‌گذاری، از وسعت دید گسترده‌تری نسبت به قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب 1380 برخوردار بود و جنبه حمایتی آن را به مراتب، بیشتر از قانون مصوب 1380 می‌توان حس نمود و شاید به دلیل ذکر شرایط مناسبتر و محدودیت‌های کمتر، دارای مطلوبیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران خارجی بود. قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی مصوب 1334 و آیین‌نامه اجرایی آن مصوب 1335 به موجب ماده 24 قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب 1380/12/19 نسخ گردید.

امروزه گرایش قوانین کشورهای مختلف بر این است که حتی المقدور بین سرمایه‌گذار داخلی و خارجی تبعیض قائل نشوند. تشریفات طولانی سرمایه‌گذاری و کسب مجوزها، تزلزل در حقوق مالکیت، محدودیت آزادی ورود و خروج ارز و ایجاد ناامنی در سرمایه‌گذاری از جمله مواردی است که می‌تواند بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار خارجی مبنی بر وارد نمودن سرمایه خارجی، اثرگذار باشد (عرفانی، 1389).

2) **قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران مصوب 1372/6/7**  
 ماده 8 قانون "چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران" مصوب 1372/6/7، به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی و اقتصادی ایران و شرکت‌های تابع آن اجازه داده است تا قراردادهای لازم را با اشخاص حقیقی و حقوقی داخلی و خارجی منعقد نمایند و با سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی با رعایت اصول قانون اساسی برای انجام طرح‌های عمرانی و تولیدی مشارکت کنند. شاید بتوان گفت براساس این ماده سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی و اقتصادی ایران و شرکت‌های تابعه براساس قراردادهای منعقد شده با سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند توافق نمایند که سرمایه‌گذاران خارجی مبادرت به خرید اوراق بهادار این شرکت‌ها نمایند و یا با خرید اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت طرح‌های عمرانی و تولیدی منابع لازم را جهت انجام این پروژه‌ها تأمین نمایند. همچنین هرچند تصویب نامه شماره 334332/ت 23 ک مورخ 1373/3/16 هیأت وزیران با اصلاحات بعدی درخصوص مقررات مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران برای استفاده در

قلمروی محدوده مناطق آزاد تجاری و نه کل کشور تصویب گردید لکن برای بررسی نگرش مقنن به سرمایه‌گذاری خارجی در حیطه بازار سرمایه مفید می‌باشد. در این تصویب‌نامه براساس ماده 2 آن کلیه اشخاص حقیقی و حقوقی ایرانی و خارجی می‌توانند مبادرت به سرمایه‌گذاری نمایند و می‌توان گفت که بنا بر فلسفه جذب سرمایه‌گذاران خارجی در این مناطق، نسبت به قوانین قبلی الزامات آسانتری در نظر گرفته شده است.

در تاریخ 1388/12/15 قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری - صنعتی مصوب 1372 اصلاح گردید که بنا بر آن تأسیس و فعالیت بورس‌ها با سرمایه داخلی و خارجی در مناطق آزاد براساس مقررات مجاز بوده و تابع آیین‌نامه‌ای است که ظرف شش ماه از تاریخ تصویب این قانون با پیشنهاد شورای عالی بورس و اوراق بهادار به تصویب هیأت وزیران خواهد رسید. گفتنی است این آیین‌نامه در مراحل رفع اشکالات و تصویب نهایی قرارداد. با جمع موارد فوق می‌توان گفت که سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در مناطق آزاد در صورت وجود قوانین خاص و اجازه مقنن تابع آنها می‌باشد و در غیر این صورت، قواعد عام حاکم بر فعالیت در بازار سرمایه در آن مناطق مجری خواهد بود.

3) **قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب 1380/12/19**  
مجلس شورای اسلامی قانون "تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی"<sup>1</sup> را در تاریخ 1380/12/19 تصویب نمود که در ادامه به تفصیل به بررسی این قانون و آیین‌نامه اجرایی آن خواهیم پرداخت. در این قانون گام‌های مؤثری در زمینه ارائه تعاریف مناسبی از سرمایه‌گذاری خارجی و به رسمیت شناختن شیوه‌های مختلف بکارگیری سرمایه در کشور اعم از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، انواع روش‌های تأمین مالی، ساخت، بهره‌برداری و واگذاری، بیع متقابل و همچنین تشکیل مرکز خدمات سرمایه‌گذاری خارجی مستقر در محل سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران به منظور تسریع و تسهیل امور مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خارجی در مراحل قبل و بعد از صدور مجوز و همچنین تأمین امنیت مورد نظر سرمایه‌گذاران از طریق تعهدپذیری مستقیم دولت در به رسمیت شناختن حقوق اساسی سرمایه‌گذاران خارجی، برداشته شده است.

در قانون فوق‌الذکر، هیچگونه اشاره‌ای به اوراق بهادار و یا سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه وجود ندارد و تنها در ماده 7 آیین‌نامه، سرمایه‌گذاری در مورد معاملات سهام ذکر گردیده است که باید

---

1. Foreign Investment Promotion and Protection Act (FIPPA)



گفت در این مورد قانونگذار به دلیل تخصصی بودن مفاهیم اوراق بهادار و عدم آشنایی با جزئیات آن تنها به ذکر مصداق اعلا‌ی ورقه بهادار یعنی سهام بسنده نموده است و ذکر نکردن سایر موارد اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت و غیره به منزله عدم جواز سرمایه‌گذاری خارجی در مورد آنها نیست.

هرچند قانونگذار با حس نمودن ضرورت وجود قوانین مختص سرمایه‌گذاری خارجی جهت ایجاد امکان ورود و فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی در حیطه اقتصادی کشور، در سال‌های 1334 و 1380 با وضع قوانین جلب و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مبادرت به پیش‌بینی الزامات مورد نیاز نموده است لکن باید دید که آیا در صورت عدم وجود این قوانین خاص و با لحاظ قواعد عمومی و کلیات حقوقی آیا می‌توان امکان فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی در کشور را استنباط نمود یا خیر. برای یافتن پاسخ مناسب باید قوانین عام و کلی که بیانگر قواعد عمومی می‌باشد را در نظر گرفت. به عبارت دیگر با توجه به آنکه سرمایه‌گذار خارجی تمایل به ورود و فعالیت در کشور در زمینه تجاری دارد باید در قانون تجارت به جستجوی چگونگی این امکان پرداخت. در قانون تجارت و همچنین لایحه اصلاح قانون تجارت هیچگونه تمایزی بین اشخاص داخلی یا خارجی بدین معنا که فعالان تجاری خارجی ممنوع از فعالیت در این زمینه باشند وجود ندارد. بنابراین از نظر قانون تجارت امکان فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی وجود دارد. در سطحی فراتر از قانون تجارت یعنی در قانون اساسی نیز نمیتوان به طور صریح عدم امکان فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی را استنباط نمود و شاید بتوان جهت ایجاد محدودیت در مورد فعالیت سرمایه‌گذار خارجی به بند 8 اصل 43 قانون اساسی اشاره نمود که فعالیت اقتصادی نباید موجب ایجاد سلطه در اقتصاد کشور شود.

سلطه اقتصادی می‌تواند از روش‌های مختلفی از جمله از طریق تأسیس شرکت‌های چند ملیتی، تأسیس بانک‌های استقرایی و با سوء استفاده از امتیازات دولت میزبان محقق شود بدین معنا که سرمایه‌گذاران خارجی منابع تولید و بازار مصرف کشورهای مستعد سلطه را در اختیار گرفته و با استفاده از منابع ارزان کشور سرمایه‌پذیر و معافیت‌های مالیاتی و تسلط قدرت‌های اقتصادی بزرگ بر بازار، مواد اولیه، جریان‌ات پولی و بانکی و ابتکار عمل در سرمایه‌گذاری‌ها، در طی زمان امتیازات و منافع به سوی کشورهای سلطه‌گر راهی و وابستگی و استضعاف متوجه کشورهای ضعیف می‌گردد و بدین شکل کشور سلطه‌گر و سلطه‌پذیر بوجود می‌آید (هاشمی، 1385). در صورت عدم وجود هیچکدام از قوانینی که میزان فعالیت سرمایه‌گذاری خارجی را مشخص می‌نماید در مجموع می‌توان گفت براساس بند 8 اصل 43 قانون اساسی در جهت جلوگیری از ایجاد سلطه بیگانگان، می‌توان میزان

49 درصد را که موجب عدم سلطه در فعالیت اقتصادی می‌گردد به عنوان نهایت این امکان در نظر گرفت. به عبارت دیگر اگر امکان سرمایه‌گذاری خارجی براساس نظر مقنن قانون اساسی وجود نداشت به طور صریح مبادرت به ممنوع نمودن آن می‌نمود ولی قانونگذار با توجه به نیاز کشور جهت وجود مبادلات اقتصادی با سایر کشورها و باز نمودن درهای اقتصادی جهت پذیرش سرمایه‌های خارجی، امکان سرمایه‌گذاری خارجی را پذیرفته است لکن با درج قید عدم ایجاد سلطه اقتصادی بیگانگان در کشور قصد آن را داشته است که از تبدیل این فرصت اقتصادی به معضل ناگوار سلطه اقتصادی بیگانه جلوگیری نماید لذا در هر فعالیت اقتصادی که خارجیان در آن وارد می‌گردند باید این امر را در نظر گرفت.

یکی از قالب‌هایی که سرمایه‌گذاران خارجی جهت وارد نمودن سرمایه خویش برمی‌گزینند از طریق فعالیت اشخاص حقوقی خارجی می‌باشد. براساس ماده 3 قانون ثبت شرکت‌ها مصوب 1310/3/11 هر شرکت خارجی برای اینکه بتواند به وسیله شعبه یا نماینده به امور تجاری یا صنعتی یا مالی در ایران مبادرت نماید باید در مملکت اصلی خود، شرکت قانونی شناخته شده و در اداره ثبت اسناد تهران به ثبت رسیده باشد لکن بعد از انقلاب اسلامی، با توجه به سابقه نامطلوبی که برخی عملکردهای اقتصادی خارجیان در اقتصاد داخلی که در قالب اخذ امتیاز و یا ایجاد انحصارهای ناروا در خاطره تاریخی ملت ایران به جا گذاشته بود، قانونگذار این مفهوم را در قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران منعکس نمود. اصل 81 قانون اساسی، دادن امتیاز تشکیل شرکت و مؤسسات در امور تجاری و صنعتی و کشاورزی و معادن و خدمات به خارجیان را مطلقاً ممنوع نموده است. به دلیل ممنوعیتی که این اصل قانون اساسی برای ثبت و تشکیل ایجاد شرکت‌های خارجی ایجاد نمود، شرکت‌های خارجی که متمایل به سرمایه‌گذاری و فعالیت اقتصادی در ایران بوده و یا حتی شرکت‌های خارجی که طرف قرارداد دستگاه‌های دولتی بودند با مشکل روبرو گردیدند. از این رو نخست وزیر وقت (شهید محمدعلی رجایی) در تاریخ 1360/1/8 نظر شورای نگهبان را در مورد این امر که آیا شرکت‌های خارجی طرف قرارداد با دستگاه‌های دولتی ایران که در کشور خود به ثبت رسیده و فعالیت دارند می‌توانند جهت انجام امور قانونی و فعالیت‌های خود در حدود قراردادهای منعقد با دولت جمهوری اسلامی ایران به ثبت رسیده و فعالیت نمایند یا خیر، استعلام نمود. شورای نگهبان نیز نظر خویش را در تاریخ 1360/2/2 بدین شرح بیان نمود: "شرکت‌های خارجی که با دستگاه‌های دولتی ایران قرارداد قانونی منعقد نموده‌اند می‌توانند جهت انجام امور قانونی و فعالیت‌های خود در

حدود قراردادهای منعقدۀ طبق ماده 3 قانون ثبت شرکتها به ثبت شعب خود در ایران مبادرت نمایند و این امر با اصل 81 قانون اساسی مغایرتی ندارد".

بعد از اعلام نظر شورای نگهبان، این سؤال پیش آمد که آیا این اجازه تنها مربوط به شرکت‌های خارجی است که طرف قرارداد دستگاه‌های دولتی می‌باشند و سایر شرکت‌های خارجی ممنوع از ثبت و تشکیل در ایران هستند یا خیر. در واقع سؤال از اینجا بوجود آمد که شورای نگهبان در نظریه خویش قید "وجود قرارداد بین شرکت خارجی و دستگاه دولتی" را برای جواز فعالیت شرکت‌های خارجی ذکر نموده است که این قید، دارای مبنای حقوقی و یا شرعی نیست. از طرف دیگر، عمل نمودن به نظر شورای نگهبان و در نظر گرفتن این قید باعث می‌گردد شرکت‌های خارجی که به علت انعقاد قرارداد با دولت مجاز به ثبت شده‌اند برای ادامه جواز قانونی فعالیت خویش، پس از ثبت نیز برای همیشه موظف به همکاری با دولت می‌گردند در حالی که در روال جاری اینگونه نیست.

برای حل این مسأله باید گفت شورای نگهبان قراردادهای شرکت‌های خارجی با دولت را مجاز دانسته است و آنها را مغایر با اصل هشتماد و یکم که متضمن دادن امتیاز تشکیل شرکت‌ها به خارجیان است نمی‌داند از این رو می‌توان چنین استنباط نمود که شورای نگهبان، قراردادهای مزبور را به دلیل آنکه در قالب امتیاز نمی‌باشد معتبر و مجاز می‌داند. با جمع موارد فوق، شرکت‌های خارجی که فعالیت آنان متضمن اعطای امتیاز نیست؛ مجاز به ثبت و فعالیت در ایران می‌باشند (هاشمی، 1386).

با لحاظ این تفسیر از اصل 81 قانون اساسی و با توجه به نیازهای اقتصادی جامعه در خصوص ایجاد تعاملات اقتصادی با فعالان و سرمایه‌گذاران خارجی که در قالب شخص حقوقی به فعالیت می‌پردازند، قانونگذار در تاریخ 1376/8/21 قانون اجازه ثبت شعبه یا نمایندگی شرکت‌های خارجی را تصویب نمود که براساس این ماده واحده شرکت‌های خارجی که در کشور محل ثبت خود شرکت قانونی شناخته می‌شوند، مشروط به عمل متقابل از سوی کشور متبوع می‌توانند در زمینه‌هایی که توسط دولت جمهوری اسلامی ایران تعیین می‌شود در چارچوب قوانین و مقررات کشور به ثبت شعبه یا نمایندگی خود اقدام کنند. با تصویب این قانون، شرکتهای خارجی که متمایل به سرمایه‌گذاری در ایران می‌باشند می‌توانند با رعایت الزامات مربوطه مبادرت به ثبت شعبه و یا نمایندگی نمایند.

4) آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی مصوب

1384/3/11

قانونگذار به تدریج به ظرفیت‌های بالای بازار سرمایه و امکان جذب سرمایه‌گذاری خارجی در آن توجه بیشتری نمود و از این رو در تاریخ 1383/6/11 در یکی از مهم‌ترین قانون‌های مدیریتی کشور یعنی طی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی را موظف نمود تا با طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی لازم، امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور و بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار تهران را فراهم آورند لذا در این خصوص هیأت وزیران در تاریخ 1384/3/11 بنا به پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، آیین‌نامه اجرایی مربوطه را تصویب نمود. این آیین‌نامه اولین سند قانونی بود که به طور خاص به مقوله سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه و ترتیبات مقرر در آن پرداخت. در این آیین‌نامه نیز همانند برخی از مقررات پیشین، تنها به اشخاص حقیقی و حقوقی دارای تابعیت خارجی به عنوان سرمایه‌گذار خارجی توجه شده بود و بحث ایرانیان دارای سرمایه با منشأ خارجی مدنظر قرار نگرفت. نکته حائز اهمیت آن است که در بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه، تنها بورس اوراق بهادار لحاظ گردیده است در نتیجه در بند 5 ماده یک این آیین‌نامه در تعریف سرمایه‌گذار خارجی نیز تنها به خرید و فروش اوراق بهادار در بورس توجه شده است و سایر بورس‌ها از جمله بورس فلزات و بورس کشاورزی که در آن زمان مشغول به فعالیت بودند توجهی نشد و سرمایه‌گذار خارجی جهت سرمایه‌گذاری در این دو بورس تنها براساس قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی می‌توانست عمل نماید. ماده 4 این آیین‌نامه نیز سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، سایر اوراق پذیرفته شده در بورس و همچنین هر نوع اوراق مشارکت که در بورس پذیرفته شده‌اند را مجاز می‌دانست. نکته قابل توجه در این آیین‌نامه که در مقررات پیشین پیش‌بینی نشده بود، تفکیک بین انواع سرمایه‌گذاران خارجی براساس قصد آنان بود بدین معنا که براساس بند 6 ماده 1، بین داشتن قصد مدیریت شرکت توسط سرمایه‌گذار خارجی و عدم آن تمایز ایجاد شده است و تنها سرمایه‌گذاری که قصد کسب سود از معامله اوراق بهادار را داشت و به فکر مدیریت شرکت نبود شامل این آیین‌نامه می‌گردید و می‌توانست از مزایا و تسهیلات آن برخوردار گردد در غیر این صورت مشمول سرمایه‌گذاری مستقیم شده و از تحت حاکمیت این آیین‌نامه خارج می‌گردید. شاید بتوان دلیل این خروج (خروج سرمایه‌گذاری که قصد مدیریت دارد از شمول آیین‌نامه) را آن دانست که

قانونگذار متمایل به جذب سرمایه‌گذار خارجی است که در امور تجاری شرکت وارد می‌گردد اما دارای نقش مدیریتی نباشد و سایر شرکای ایرانی امور مدیریتی شرکت را در دست گیرند.

حدود یکسال بعد، در تاریخ 1384/9/1 قانون بازار اوراق بهادار تصویب گردید. براساس این قانون، سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولی بازار سرمایه پیش‌بینی گردیده است و سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان مرکزی که در آیین‌نامه بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم مبادرت به پذیرش درخواست‌های سرمایه‌گذاری می‌نمود؛ براساس ماده 57 قانون بازار اوراق بهادار منحل گردید.

قانونگذار در بند 15 ماده 4 قانون بازار اوراق بهادار، اعطای مجوز به بورس جهت معاملات اشخاص خارجی در بورس را جزء یکی از وظایف شورای عالی بورس ذکر نموده و علاوه بر آن، بند 14 ماده 7، هیأت مدیره سازمان را موظف به نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس نموده است. همچنین ماده 14 آیین‌نامه اجرایی قانون بازار اوراق بهادار، تصویب مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس و نحوه نظارت بر آن، موضوع بند 14 ماده 7 را بر عهده شورا نهاده است.

(5) آیین‌نامه "سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس" مصوب 1389/1/29 سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای بورسی کشورهای مختلف، به عنوان یکی از روش‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد در نظر گرفته شده است. به طور کلی کشورهای مختلف بنا بر عوامل مختلف اقتصادی و قوانین و مقررات جاری، با سه روش کلی برای پذیرش سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه خود، به شرح ذیل عمل می‌نمایند (احمدپور، 1385):

- 1- داد و ستد مستقیم خارجیان در بازار سهام کشور میزبان
- 2- سرمایه‌گذاری در انواع رسیدهای سپرده<sup>1</sup>
- 3- مشارکت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشوری<sup>2</sup>

با توجه به تکلیف موضوع بند 14 ماده 7 قانون بازار، هیأت وزیران با استناد به بند 3 ماده 4 قانون بازار اوراق بهادار آیین‌نامه "سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس" را طی 14 ماده در تاریخ 1389/1/29 تصویب نمود که براساس آن، آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون

برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی نسخ گردید و از این زمان، تقسیم سرمایه‌گذاری خارجی به دو نوع سرمایه‌گذاری با هدف کسب سود به همراه قصد مدیریت شرکت و سرمایه‌گذاری بدون قصد مدیریت شرکت منتفی گردید. لذا از این برهه زمانی به بعد الزامات قانونی که حاکم بر سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه می‌باشند عبارتند از:

1. قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب 1380 و آیین‌نامه اجرایی آن.
2. آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب 1389.
3. مقررات مصوب سازمان بورس از قبیل ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه‌گذار خارجی مصوب 1389/9/13 و یا دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب 1390/7/11.

از این رو باید در بحث سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه تمامی این موارد را در کنار هم در نظر گرفته تا بتوان کلیتی جامع را از وضعیت حقوقی آن ترسیم نمود.

رابطه میان قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس آنگونه است که این قانون به بیان کلیات عام در مورد سرمایه‌گذاری خارجی در تمامی رشته‌ها و بخش‌های اقتصادی می‌پردازد لکن آیین‌نامه مزبور به طور خاص و تخصصی، سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه را مدنظر قرار داده است لذا باید در موارد سکوت آیین‌نامه به قانون مادر در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی یعنی قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی رجوع نمود. براساس ماده 2 این آیین‌نامه، ورود و فعالیت در بازار سرمایه با رعایت این آیین‌نامه و اخذ مجوز لازم براساس آن می‌باشد و اخذ مجوزهای مذکور در قانون تشویق و حمایت مصوب 1380 به تنهایی کفایت نمی‌نماید. ذکر این نکته حائز اهمیت است که با توجه به ویژگی انعطاف‌پذیری قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین براساس ماده 3 قانون تشویق و حمایت که مقرر می‌دارد "سرمایه‌گذاری خارجی که براساس مفاد این قانون پذیرفته می‌شوند از تسهیلات و مزیت‌های این قانون برخوردارند" می‌توان گفت که کسب مجوزهای مذکور در این قانون اختیاری بوده و در صورت کسب مجوز، سرمایه‌گذار خارجی که در بازار سرمایه فعالیت می‌نماید از تسهیلات مذکور در قانون بهره‌مند می‌شود اما در هر صورت، کسب مجوز آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس برای فعالان خارجی جهت بهره‌مندی از تسهیلات این آیین‌نامه ضروری است. در آیین‌نامه تنها در دو مورد به قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی اشاره شده است. اولین مورد در ماده 3 است که براساس آن

سرمایه‌گذار خارجی فقط تا سقف‌های تعیین شده در قانون تشویق و حمایت، مجاز به سرمایه‌گذاری شناخته شده است و دومین مورد در تبصره 3 ماده 10 یافت می‌شود که برای شخص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی یا سرمایه‌گذار خارجی که معجز سرمایه‌گذاری موضوع قانون تشویق را دریافت نموده باشد علاوه بر تسهیلات موضوع این ماده، مزایا و تسهیلات پیش‌بینی شده در قانون یاد شده را نیز برای سرمایه‌گذار خارجی مجرا می‌داند.

در فرضی که سرمایه‌گذار خارجی مبادرت به اخذ معجز قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذار خارجی نمی‌نماید و تنها براساس معجز آیین‌نامه سرمایه‌گذار خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس معامله می‌نماید از آنجا که تنها آیین‌نامه بر اعمال وی حکومت می‌نماید وضعیت به خوبی روشن است اما در فرضی که سرمایه‌گذار خارجی در کنار معجز آیین‌نامه، مبادرت به اخذ معجز قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی می‌نماید ممکن است در بعضی موارد تلاقی‌هایی پیش آید که باید به بررسی آنها پرداخت.

در آیین‌نامه هیچ اشاره‌ای به منظور و هدف سرمایه‌گذار خارجی از سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه نشده است در حالی که براساس ماده 2 قانون تشویق و حمایت، این سرمایه‌گذاری باید به منظور عمران و آبادی و فعالیت تولیدی اعم از صنعتی، معدنی، کشاورزی براساس ضوابط چهارگانه در این ماده عملی گردد از طرف دیگر در ماده 7 آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت، سرمایه‌گذاری خارجی در بنگاه‌های اقتصادی موجود از طریق خرید سهام و یا افزایش سرمایه و یا تلفیقی از آنها مشروط به ایجاد ارزش افزوده می‌باشد. این ایجاد ارزش افزوده جدید می‌تواند در نتیجه افزایش سرمایه در بنگاه اقتصادی و یا تحقق اهدافی از قبیل ارتقای مدیریت، توسعه صادرات و یا بهبود سطح فناوری در بنگاه اقتصادی حاصل گردد.

#### ب) مرجع اعطای معجز سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه

براساس ماده 5 قانون تشویق و حمایت، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران تنها نهاد رسمی تشویق سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کشور و مرجع رسیدگی به کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خارجی می‌باشد در حالی که براساس ماده 4 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، اشخاص خارجی برای دریافت معجز معامله اوراق بهادار در بورس و یا بازار خارج از بورس باید درخواست خویش را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه نمایند حال این سؤال پیش می‌آید که هرچند بحث در مورد اخذ دو معجز جداگانه از دو مرجع متفاوت

است که هیچکدام مدخلیتی در وظایف دیگری ندارد لکن در قانون تشویق و حمایت، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران به عنوان تنها نهاد رسمی اعطای مجوز شناخته شده است و پیش‌بینی سازمان بورس برای اعطای مجوز فعالیت خارجی در بازار سرمایه با آن مغایرت دارد زیرا هرچند در زمان تصویب قانون تشویق و حمایت در سال 80، تشکیلات جدید بازار سرمایه و نهاد متولی خاص آن یعنی سازمان بورس و اوراق بهادار به شکل کنونی وجود نداشت لکن براساس قانون تأسیس بورس - مصوب 1345 که در زمان تصویب قانون تشویق و حمایت، لازم الاجرا بود - بازار سرمایه دارای ارکان مشخص و مستقلی از قبیل شورای عالی بورس، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار و هیأت‌مدیره سازمان کارگزاران بوده است. حتی سه سال بعد از تصویب قانون تشویق و حمایت، در هنگام توجه خاص به سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران و تصویب آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی در مورد سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار، علیرغم وجود این ارکان و حتی ذکر نام سازمان کارگزاران اوراق بهادار در ماده یک و قسمت تعاریف آیین‌نامه، ماده 2 این آیین‌نامه فعالیت سرمایه‌گذار خارجی را در بورس منوط به دریافت مجوز از سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی ایران نموده بود. لذا تنها نقش ارکان بازار سرمایه در پذیرش سرمایه‌گذاران خارجی در بازار، بنا بر تبصره این ماده اعلام سقف مجاز سرمایه‌گذاری خارجی در بورس در مقاطع سه ماهه به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی اقتصادی بوده است. از این رو نمی‌توان گفت از آنجا که در زمان تصویب قانون تشویق و حمایت، قانون بازار اوراق بهادار تصویب نشده و سازمان بورس و اوراق بهادار وجود نداشته، بعد از تصویب قانون بازار و تشکیل سازمان بورس، سازمان بورس و اوراق بهادار متولی اعطای مجوزهای سرمایه‌گذاری های خارجی می‌باشد. در حقیقت پرسش اصلی آن است که بین کلمه "تنها" در ماده 5 قانون تشویق و حمایت و بند 8 ماده 1 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی چگونه می‌توان جمع نمود؟ از طرفی در ماده 5 قانون تشویق و حمایت، وظایف سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی احصا گشته‌اند و از طرف دیگر در بند 8 ماده 1 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس، جهت ارائه مجوز به سرمایه‌گذار خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، مؤخر بر قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، سازمان بورس و اوراق بهادار صالح شناخته شده است لکن باید توجه داشت که شأن آیین‌نامه دون قانون می‌باشد و نمی‌تواند برخلاف قانون، حکمی را مقرر دارد از این رو ناگزیر باید برای تبیین رابطه بین ماده 5 قانون تشویق و حمایت و بند 8



ماده 1 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، دست به تفسیر منطقی الزامات مزبور زد. به نظر می‌رسد که میتوان گفت:

(1) براساس ماده 5 قانون تشویق و حمایت، سازمان سرمایه‌گذاری فقط در مورد تشویق سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کشور و رسیدگی به کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی، به عنوان تنها نهاد رسمی کشور شناخته شده است و در صورتی که اعطای مجوز به طور انحصاری توسط این سازمان مدنظر قانونگذار بود بایستی صراحتاً ذکر می‌گردید زیرا هرچند این ماده دارای اطلاق می‌باشد لکن اعطای مجوز، اولین و مهم‌ترین قسمت تعامل با سرمایه‌گذار خارجی می‌باشد و اهمیت آن به نحوی است که نمی‌توان گفت قانونگذار آن را با اطلاق عبارت "رسیدگی به کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی" قصد نموده است و نمی‌توان از آن، حصر صلاحیت سازمان مزبور در خصوص مسأله اعطای مجوز به سرمایه‌گذار خارجی را نتیجه‌گیری نمود.

(2) ذکر عبارت "کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی" بسیار کلی و مبهم می‌باشد.

(3) بنا بر اصول قانون نویسی، فقط قانون مؤخر بعدی که از عام و یا خاص بودن هم ردیف قانون موجود می‌باشد می‌تواند در صورت حصر، بنا بر اراده مؤخر قانونگذار موارد جدیدی را به آن اضافه کرده و حصر را از بین ببرد. این اتفاق درخصوص قانون بازار اوراق بهادار که مؤخر بر قانون تشویق و حمایت می‌باشد، رخ داده است. در این زمینه می‌توان به بند 14 ماده 7 قانون بازار اشاره نمود که هرچند در ماده 5 قانون تشویق، کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی را به سازمان سرمایه‌گذاری واگذار نموده است اما بنا بر بند 14 ماده 7 قانون بازار، نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس، جزء یکی از وظایف هیأت‌مدیره سازمان بورس می‌باشد و یا اینکه علاوه بر آن، براساس بند 15 ماده 4 قانون بازار، شورای عالی بورس می‌تواند جهت معاملات اشخاص خارجی در بورس، به بورس مجوز اعطا نماید که می‌توان گفت امور مذکور در این مواد ناظر به آن است که تمام فرایند سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه از مرحله صدور مجوز و نظارت بر اجرای آن با توجه به تخصصی بودن سازمان بورس در زمینه بازار سرمایه از اطلاق عبارت "کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی" - مذکور در ماده 5 قانون تشویق و حمایت - خارج گشته و به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار گردیده‌اند.

4) با لحاظ ماده 2 قانون بازار اوراق بهادار با هدف حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران چه داخلی و چه خارجی بازار سرمایه ایران، اطلاق نظارت سازمان بورس موجب می‌گردد که سازمان بر حیطه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس نیز نظارت داشته باشد و صدور مجوز سرمایه‌گذاری خارجی را با در نظر گرفتن مصالح بازار سرمایه نیز توسط آن انجام می‌پذیرد. برای تقویت این نظر می‌توان گفت که هرچند قانون تشویق به طور مطلق رسیدگی به کلیه امور را در صلاحیت سازمان سرمایه‌گذاری قرار داده است لکن بعد از تصویب قانون بازار و شکل‌گیری نهاد نظارتی جدید و نظام‌مند نمودن بازار سرمایه، تغییر مرجع نظارتی در خصوص سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، از سازمان سرمایه‌گذاری به سازمان بورس و اوراق بهادار در طی بندهای 14 و 15 ماده 4 و بند 14 ماده 7 قانون بازار مشاهده می‌گردد. با جمع موارد فوق می‌توان گفت که قانونگذار قصد انحصار واقعی عملکرد سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی را در زمینه اعطای مجوز نداشته است و با توجه به خصوصیت تشویقی بودن این قانون که از ماده 3 آن استنباط می‌گردد به نظر می‌رسد که در صورت خلاف این مطلب، قانونگذار انحصار در اعطای مجوز به سرمایه‌گذاران خارجی در کشور را به طور صریح ذکر می‌نمود و پیش‌بینی نمودن سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مرجع مجوز دهنده به سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، با ذکر کلمه "تنها" در ماده 5 قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، مشکلی ایجاد نمی‌نماید.

#### ج) اشخاص سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه

بر اساس ماده 1 قانون تشویق، سرمایه‌گذار خارجی در سه نوع، شخص حقیقی غیر ایرانی، حقوقی غیر ایرانی و ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی می‌باشد. در آیین‌نامه بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه سابق در تعریف سرمایه‌گذار خارجی، آن را عبارت از شخص حقیقی و یا حقوقی خارجی می‌دانست که تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، نسبت به خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اقدام می‌نمود. در این آیین‌نامه هرچند به حاکمیت قانون تشویق و حمایت اشاره گردیده بود لکن به دلیل عدم جامعیت در تعریف سرمایه‌گذار خارجی در این آیین‌نامه، ایرانیانی که دارای سرمایه با منشأ خارجی بودند به عنوان سرمایه‌گذار خارجی لحاظ نگردیدند. از زمانی که قانونگذار دید جامع و تخصصی به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اخذ نمود و با تصویب دو آیین‌نامه اخیر که در فوق مشروح گردید، سرمایه‌گذاران خارجی را در دسته‌های مجزایی لحاظ نمود. بدین معنا که در آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم سرمایه‌گذاران بر اساس وجود یا عدم وجود قصد مدیریت شرکت به دو دسته مجزا تقسیم می‌گشتند و باز هم در زمان تصویب

آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس، تقسیم نمودن سرمایه‌گذار خارجی در دو قسمت جداگانه مدنظر قانونگذار قرار گرفت و در این آیین‌نامه نیز سرمایه‌گذاران خارجی به دو دسته راهبردی و غیر راهبردی تقسیم گردیده‌اند. بدین معنا که سرمایه‌گذاری خارجی در صورتی که قصد تملک بیش از 10% سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس و یا بازار خارج از بورس داشته باشد و یا اینکه پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس و یا بازار خارج از بورس یک کرسی هیأت‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد، راهبردی تلقی می‌گردد. همچنین براساس تبصره 2 ماده 7 در صورتی که سازمان پس از بررسی تشخیص دهد که نصاب مذکور برای سرمایه‌گذار غیر راهبردی بر اثر فعل وی نقض گردیده است، سرمایه‌گذار خارجی به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی محسوب می‌گردد و براساس تبصره 1 ماده 8 در صورتی که به علت افزایش سرمایه شرکت، درصد مالکیت سرمایه‌گذار راهبردی به گونه‌ای کاهش یابد که از شمول تعریف سرمایه‌گذاری راهبردی خارج گردد وی سرمایه‌گذار غیر راهبردی تلقی می‌گردد. در ماده 8 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، سرمایه‌گذار خارجی راهبردی پس از خرید سهام نمی‌تواند تا دو سال بدون مجوز سازمان، اصل سهام خریداری شده را بفروشد و فروش این سهام مستلزم رعایت مقررات معاملات عمده سهام در بورس یا بازار خارج از بورس می‌باشد.

نکته دیگر آن است که هرچند در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، اشخاص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی می‌توانند همانند اشخاص خارجی مبادرت به سرمایه‌گذاری نمایند لکن در بند 9 ماده 1 تنها اشخاص خارجی که مجوز معامله را از سازمان بورس دریافت می‌نمایند به عنوان سرمایه‌گذار خارجی ذکر گردیده‌اند و باید در این تعریف ایرانیان نیز لحاظ گردند.

#### د) قلمرو و حدود فعالیت سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه

درخصوص حیطة عملکرد سرمایه‌گذاران خارجی، کشورهای سرمایه‌پذیر رویه‌های مختلفی را برگزیده‌اند. سرمایه‌گذاری خارجی به همان میزان که برای کشورهای صنعتی مهم است برای کشورهای در حال توسعه نیز دارای اهمیت می‌باشد. البته کشورهای پذیرنده سرمایه علاقه‌ای به اینکه سرمایه‌گذاران خارجی نبض اقتصادی کشور را در دست داشته باشند ندارند با این وصف در کشورهای کمتر توسعه یافته، بخش عظیمی از اقتصاد ملی در دست سرمایه‌گذاران خارجی است لذا کشورهای میزبان به دنبال تعیین قلمروی دقیق فعالیت سرمایه‌گذار خارجی و وضع الزامات آن می‌باشند (حاجی نوروزی، 1389). در برخی از کشورها همانند ارمنستان برای نوع و میزان سهم

مالکیت شرکتها و اشخاص خارجی و نیز تعداد پرسنل خارجی حدی معین نشده و این شرکتها در تعیین شیوه دسترسی به منابع مالی نیز از آزادی عمل برخوردارند. در این کشور، سرمایه‌گذاران خارجی می‌توانند مبادرت به خریداری سهام در شرکت‌های موجود و همچنین اوراق بهاداری که توسط قوانین کشور ارمنستان به رسمیت شناخته شده باشند، نمایند (ماهانامه مناطق آزاد، 1389). برای بررسی در مورد اینکه سرمایه‌گذار خارجی در چه زمینه و تا چه میزان می‌تواند فعالیت نماید باید موارد مربوط به حوزه، محدودیت و سقف‌های تمام الزامات قانونی را با یکدیگر در نظر گرفت. نکته‌ای که در ابتدای امر ضروری به نظر می‌رسد آن است که هرچند سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه براساس عموماً قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین سایر قوانین جاری کشور مجاز می‌باشد لکن بنا بر نظر قانونگذار، بخشی از بازار سرمایه دارای نظامی متفاوت با بخش‌های دیگر آن می‌باشد. بدین شرح که بند 15 ماده 4 قانون بازار، اعطای مجوز به بورس جهت معاملات اشخاص خارجی را جزء یکی از وظایف شورای عالی بورس برشمرده است و در این خصوص و در راستای بند 3 ماده 4 این قانون، شورای عالی بورس آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس را جهت تصویب به هیأت وزیران پیشنهاد نمود. هرچند عنوان آیین‌نامه مزبور مطلق بوده و شامل تمامی انواع بورس‌ها می‌گردد لکن در بند 3 ماده 1 آیین‌نامه، تنها بورس اوراق بهادار دارای مجوز از شورا، به عنوان بورس تعریف گشته است و هیچ اثری از بورس کالا در این آیین‌نامه به چشم نمی‌خورد. به عبارت دیگر ممکن است که کالایی خاص در کشور ایران نسبت به سایر کشورها و یا حتی در منطقه، دارای قیمتی به نسبت پایین‌تر از سایر کشورها باشد و سرمایه‌گذار خارجی متمایل به خرید آن در بازار بورس کالایی ایران باشد اما از آنجا که آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، تنها به بورس اوراق بهادار توجه نموده است شامل این آیین‌نامه نگردیده و باید به سایر منابع قانونی مراجعه نمود. با منتفی بودن شمول این آیین‌نامه نسبت به بورس کالا، باید به قوانین مادر در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین بازار سرمایه یعنی قانون تشویق و حمایت و همچنین قانون بازار بازگشت. هرچند براساس عموماً قانون تشویق و حمایت، سرمایه‌گذاری خارجی در بورس کالایی مجاز به نظر می‌رسد لکن براساس بند 15 ماده 4 قانون بازار که نسبت به قانون تشویق و حمایت، مؤخر التصویب می‌باشد در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، انجام هرگونه معامله اشخاص خارجی در بورس منوط به اعطای مجوز توسط شورای عالی بورس به بورس می‌باشد و در صورت عدم وجود آن، فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی در بورس‌ها فاقد وجهت قانونی می‌باشد. شورای عالی بورس با پیشنهاد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج

از بورس به هیأت وزیران، امکان سرمایه‌گذاری مزبور را در بورس اوراق بهادار فراهم آورده است لکن در زمینه بورس کالایی هیچگونه ترتیباتی اخذ نگردیده است که از این رو نتیجه آن می‌شود که سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس<sup>1</sup> (OTC) مجاز بوده لکن تا زمان اعطای مجوز شورای عالی بورس و پیش بینی ترتیباتی همانند آنچه که در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد، امکان فعالیت در بازار بورس کالایی براساس آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی وجود ندارد.

حال آن که حوزه سرمایه‌گذاری خارجی مشخص گردید باید به بررسی میزان و حدود این سرمایه‌گذاری پرداخت. براساس اصل 43 قانون اساسی، فعالیت اقتصادی باید در راستای جلوگیری از سلطه اقتصادی بیگانه بر اقتصاد کشور باشد لذا در این خصوص طبیعی است که با هدف جلوگیری از تسلط بیگانه، برای فعالیت سرمایه‌گذار خارجی چه در بازار سرمایه و چه در سایر بخش‌های اقتصادی کشور محدودیت‌های منطقی و منصفانه که منجر به از دست دادن مطلوبیت سرمایه‌گذاری در ایران نگردد، وضع شود از این رو در ماده 2 قانون تشویق و حمایت، در سه بند جداگانه الزاماتی در این مورد مقرر گشته است:

1- براساس بند (الف) در صورتی که سرمایه‌گذاری خارجی منجر به رشد اقتصادی، ارتقای فناوری، ارتقای کیفیت تولیدات، افزایش فرصت‌های شغلی و افزایش صادرات نگردد و به معنای دیگر اگر سرمایه‌گذاری خارجی در یکسری فعالیت‌ها و مشاغل کاذب شکل گیرد و منجر به اهداف فوق‌الذکر نگردد.

2- براساس بند (ب)، در صورتی که سرمایه‌گذاری خارجی منجر به تهدید امنیت ملی و منافع عمومی، تخریب محیط زیست، اختلال در اقتصاد کشور و تضعیف تولیدات مبتنی بر سرمایه‌گذاری داخلی گردد.

3- براساس بند (ج) سرمایه‌گذاری خارجی متضمن اعطای امتیاز توسط دولت به آن گردد به نحوی که سرمایه‌گذار را در موقعیت انحصاری قرار دهد

وجود هرکدام از شرایط فوق باعث ایجاد ممنوعیت سرمایه‌گذاری خارجی می‌گردد. اما در بند (د) این ماده، قانونگذار ملاک عددی را جهت سقف سرمایه‌گذاری مقرر می‌دارد که بر این اساس، سهم ارزش کالا و خدمات تولیدی حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی موضوع این قانون نسبت به ارزش

1. بازارهای خارج از بورس (فرا بورس): بازاری است در قالب شبکه ارتباط الکترونیک یا غیر الکترونیک که معاملات اوراق بهادار در آن بر پایه مذاکره صورت می‌گیرد (بند 8 ماده 1 قانون بازار).

کالا و خدمات عرضه شده در بازار داخلی در زمان صدور مجوز، در هر بخش اقتصادی از بیست و پنج درصد و در هر رشته از سی و پنج درصد بیشتر نخواهد بود.

به عبارت دیگر می‌توان گفت در صورتی که سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه متمایل به اخذ مجوز قانون تشویق و حمایت باشد براساس این قانون می‌تواند تا سقف مذکور در این ماده مبادرت به سرمایه‌گذاری نماید. نکته ای که در اینجا مهم به نظر می‌رسد آن است که ممکن است سرمایه‌گذار خارجی هم در اوراق بهادار شرکت‌های بورسی و فرابورسی و هم در شرکت‌های غیر بورسی اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند در خصوص بازارهای تحت نظارت سازمان بورس، امکان کنترل رعایت سقف مزبور برای این سازمان وجود دارد لکن در مورد شرکت‌های غیر بورسی و غیر فرابورسی این امکان برای سازمان وجود ندارد اما با لازم الاجرا شدن ماده 99 قانون برنامه پنجم توسعه از ابتدای سال 90 جهت متشکل نمودن و ساماندهی بازار سرمایه، تمامی ناشران موظف به ثبت اوراق بهادار خود نزد سازمان گردیده‌اند و معاملات این اوراق بهادار باید در بازارهای بورسی و یا فرابورسی انجام پذیرد و در غیر این صورت باطل می‌گردد لذا می‌توان گفت با اجرای این قانون، امکان نظارت سازمان بر فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی در اوراق بهادار شرکت‌هایی که در بورس و فرابورس پذیرفته شده‌اند و همچنین سایر شرکت‌های سهامی عامی که در این بازارها پذیرفته نشده‌اند لکن براساس قانون برنامه پنجم، تمام معاملات آنها باید در بازارهای مزبور انجام پذیرد، ایجاد گردیده است اما باز ممکن است که سرمایه‌گذار خارجی علاوه بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مزبور در ماده 99 قانون برنامه پنجم مبادرت به سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌های سهامی خاص و یا شرکت‌های دیگر نماید اما از آنجا که این شرکت‌ها تحت نظارت سازمان بورس قرار ندارند نمی‌توان از رعایت سقفهای مذکور در مورد تمامی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورسی و غیر بورسی اطمینان یافت. باید توجه داشت که درصد مزبور دارای مقیاس بزرگی است که برای تمامی سرمایه‌گذاران خارجی که فعالیت می‌نمایند مدنظر است و لحاظ تمامی سرمایه‌گذاری‌های خارجی در این خصوص جهت بررسی رعایت این سقف بسیار دشوار است.

در آیین‌نامه بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه براساس مواد 9 و 10 حداکثر تعداد سهام قابل خرید و سایر اوراق بهادار در هر شرکت پذیرفته‌شده در بورس توسط کل سرمایه‌گذاران خارجی که مبادرت به خرید سهام شرکت و یا گواهی سپرده ملی سهام شرکت می‌نمودند، 10 درصد و حداکثر سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق مشارکت 10 درصد تعیین گشته بود. آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس نیز با در نظر گرفتن 10 درصد مزبور در آیین‌نامه قبلی،

سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک بیش از این درصد را داشته باشد سرمایه‌گذار خارجی راهبردی تلقی می‌نماید لکن جهت تعیین سقف تملک سهام توسط سرمایه‌گذار خارجی غیر راهبردی در ماده 7 مقرر می‌دارد که تعداد سهام در مالکیت مجموع سرمایه‌گذاران خارجی نباید از بیست درصد مجموع تعداد سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و یا بازار خارج از بورس یا بیست درصد تعداد سهام هر شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس بیشتر باشد و هنگامی که صحبت از مقدار مالکیت سرمایه‌گذار خارجی به طور فردی و نه مجموع سرمایه‌گذاران خارجی می‌گردد وی نمی‌تواند بیش از 10 درصد سهام یک شرکت بورسی و یا فرابورسی را تملک نماید. با نگاهی جامع جهت اختصار این دو ماده می‌توان گفت قانونگذار در آنها سرمایه‌گذار خارجی را یکبار به صورت جمعی و یکبار به صورت فردی لحاظ نموده است. بدین معنا همانند 25 درصدی که در ماده 2 قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی برای سقف مجموع سرمایه‌گذاری درج نموده است در این آیین‌نامه نیز سقف 20% را برای مجموع سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه در نظر گرفته است همچنین سقف مزبور یعنی 20% برای مجموع سرمایه‌گذاری خارجی برای هر شرکت پذیرفته‌شده در بورس و یا فرابورس می‌باشد و در مورد سرمایه‌گذاری هر فرد خارجی حداکثر میزان 10% پیش‌بینی شده است. حال مشکلی که به نظر می‌رسد آن است که اگر تنها یک سرمایه‌گذار خارجی در مورد یک شرکت تمایل به تملک سهام آن داشته باشد براساس بند 2 ماده 7 آیین‌نامه تنها می‌تواند 10 درصد از سهام شرکت را تملک نماید در حالی که براساس بند 1 این ماده سقف 20 درصد برای مجموع سرمایه‌گذاری خارجی امکان‌پذیر می‌باشد شاید بتوان در مورد فلسفه بند 2 این ماده گفت که با فرض تعدد سرمایه‌گذار خارجی و جهت ممکن نمودن سرمایه‌گذاری برای تمامی آنان در شرکت مزبور این سقف پیش‌بینی شده است زیرا ممکن است شرکت مزبور با سوددهی فراوان خویش برای سرمایه‌گذاران خارجی مطلوبیت فراوانی داشته باشد از این رو بیشتر آنان باید این امکان را داشته باشد اما در حالت متقابل ممکن است شرکت در وضعیت مطلوبی قرار نداشته باشد و از این رو ممکن است تنها یک سرمایه‌گذار تمایل به سرمایه‌گذاری داشته باشد لکن وی با محدودیت 10 درصد در بند 2 این ماده مواجه است. در مورد تملک سایر اوراق بهادار براساس ماده 12 آیین‌نامه، شورای عالی بورس، سقف سرمایه‌گذاری خارجی را تعیین می‌نماید و تا قبل از زمان تعیین سقف‌های مزبور توسط شورا برای سایر اوراق بهادار، قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مجری می‌باشد.

از جمله موارد حائز اهمیت که باید مورد توجه قرار گیرد آن است که براساس ماده 1 قانون تشویق و حمایت، به کارگیری سرمایه‌گذاری در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود با عنوان سرمایه‌گذاری

خارجی تعریف گشته است بدین معنا که هم در بنگاه‌هایی که موجود می‌باشند و هم در بنگاه‌های اقتصادی جدیدی که تأسیس می‌گردند امکان سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد و علاوه بر آن در بند (ب) ماده 1 آیین‌نامه اجرایی این قانون هر دو نوع بنگاه مدنظر قرار گرفته‌اند لکن ماده 7 این آیین‌نامه که در خصوص سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌باشد تنها سرمایه‌گذاری خارجی در بنگاه‌های اقتصادی موجود را پیش‌بینی نموده است به عبارت دیگر هرچند قانون تشویق و حمایت، سرمایه‌گذاری در هر دو نوع این بنگاه‌ها را مجاز دانسته است لکن آیین‌نامه اجرایی آن برخلاف اصول قانون نویسی مبادرت به تحدید حیطه قانون نموده است و در صورت اخذ تفسیر لفظی از آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی نمی‌تواند در اوراق بهادار شرکت‌های جدید که تأسیس می‌گردد سرمایه‌گذاری نماید لکن در این خصوص باید به تفسیر منطقی دست یازید. بدین معنا که با توجه به اینکه هم در قانون تشویق و حمایت و هم در ماده 1 آیین‌نامه، سرمایه‌گذاری خارجی در هر دو بنگاه موجود و جدید مجاز شناخته شده است لذا عدم ذکر بنگاه اقتصادی جدید در ماده 7 آیین‌نامه ناشی از تسامح قانونگذار می‌باشد و سرمایه‌گذار خارجی میتواند با رعایت حدنصاب‌های مزبور با سایر شرکای ایرانی مبادرت به تأسیس شرکت جدید نماید.

#### ه) نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر روند سرمایه‌گذاری خارجی

قانون بازار اوراق بهادار در ماده 2، سازمان بورس و اوراق بهادار را به عنوان نهاد ناظر و متولی حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیش‌بینی نموده است و علاوه بر آن، بند 14 ماده 7 قانون بازار اوراق بهادار با لحاظ سطح تخصصی و نظارتی سازمان بورس، نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس را بر عهده هیأت‌مدیره سازمان نهاده است لذا این سازمان در راستای انجام وظایف نظارتی خویش بر تمامی فعالیت‌های بازار سرمایه که یکی از آنها سرمایه‌گذاری خارجی در بازار می‌باشد نیز مبادرت به وضع یکسری از الزامات در مورد ترتیبات اجرایی جهت نظارت بر سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور نموده است. در این خصوص سازمان، در زمان لازم الاجرا بودن آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه بخشنامه شماره 11010022 را با موضوع نحوه تخصیص کد سهامداری برای سرمایه‌گذاران خارجی مستقیم در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران صادر نمود که براساس آن سرمایه‌گذاران مزبور که قصد خرید اوراق بهادار بورسی را داشتند بایستی پس از اخذ مجوز سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی و اقتصادی، درخواست خود را طی نامه‌ای به سازمان بورس و اوراق بهادار با ترجمه رسمی اساسنامه و ترجمه رسمی آگهی تأسیس، مشخصات دارندگان بیش از 5 درصد سهام سرمایه‌گذار خارجی و



مشخصات مدیران ارشد سرمایه‌گذار خارجی ارائه می‌نمودند. شرکت سپرده‌گذاری مرکزی با بررسی مدارک فوق و تخصیص کد سهامداری مراتب را به سازمان بورس و شرکت کارگزاری اعلام می‌نمود. کد سهامداری برای خرید اوراق بهادار استفاده می‌گردید و جهت فروش اوراق، سرمایه‌گذار خارجی مستقیم از طریق کارگزاری درخواست فعال نمودن کد سهامداری برای فروش را به سازمان ارائه می‌نمود.

بعد از تصویب آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازار خارج از بورس و نسخ آیین‌نامه قبلی، ترتیبات مزبور در آن درخصوص تقسیم سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری مستقیم و غیر آن، لغو گردید و لذا هیأت‌مدیره سازمان بورس در تاریخ 1389/9/13 ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه‌گذار خارجی را تصویب نمود که براساس آن، متقاضی حقیقی و یا حقوقی حسب مورد باید مدارک شناسایی، اساسنامه و مدرک نشان دهنده مشخصات و حدود اختیارات صاحبان امضای مجاز را از طریق شرکت کارگزاری به سازمان ارائه می‌نمود.

شورای عالی بورس و اوراق بهادار در تاریخ 1390/7/11 در اجرای ماده 13 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، دستورالعملی را تحت عنوان "دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس"<sup>1</sup> تدوین نمود. براساس ماده 2 این آیین‌نامه متقاضی سرمایه‌گذاری خارجی باید تقاضا نامه خویش را مطابق فرم‌های سازمان، فرم‌های دریافت کد معاملاتی و همچنین اصل و تصویر شناسنامه یا گذرنامه و کارت ملی برای ایرانیان با سرمایه با منشأ خارجی و اصل و تصویر گذرنامه برای اشخاص خارجی (در صورتی که متقاضی شخص حقیقی باشد) و اصل و تصویر اساسنامه یا مدارک مشابه، مدرک تأسیس و مدرک نشان‌دهنده مشخصات و حدود و اختیارات صاحبان امضای مجاز شخص حقوقی (در صورتی که متقاضی شخص حقوقی باشد)، به سازمان ارائه نماید. براساس تبصره 2 ماده 2 چنانچه تصویر مدارک مورد نیاز جهت اخذ مجوز، توسط دفترخانه اسناد رسمی دارای مجوز از قوه قضاییه جمهوری اسلامی ایران، سفارتخانه یا کنسولگری جمهوری اسلامی ایران در محل اقامت متقاضی و یا مراجع صالحی که در کشور محل اقامت متقاضی یا محل صدور مدرک برای این امر تعیین شده‌اند برابر اصل شوند ارائه اصل مدرک ضروری نمی‌باشد. هرچند ماده 2 این دستورالعمل ارائه مدارک توسط متقاضی را به سازمان پیش‌بینی نموده است لکن براساس تبصره 3 ماده 2 سازمان می‌تواند وظایف و اختیارات خود را برای دریافت مدارک و تطبیق تصویر آنها با اصل مدارک به نهادهای

1. سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی [www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)

مالی، شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه تفویض نماید لکن این تفویض باعث نمی‌گردد که این اشخاص تحت نظارت به حال خود رها گردند و در هر حال سازمان موظف می‌باشد که بر عملکرد آنان و نحوه انجام وظایف تفویض شده در خصوص تعامل با سرمایه‌گذار خارجی نظارت نماید. سازمان پس از دریافت مدارک مورد نیاز آنها را بررسی نموده و در صورت مقتضی مبادرت به اعطای مجوز می‌نماید. بعد از صدور مجوز، جهت اعمال نظارت بر سرمایه‌گذار خارجی از حیث رعایت سقف مجاز سرمایه‌گذاری و رعایت حدنصاب‌های قانونی، بورس‌ها، بازارهای خارج از بورس و شرکت‌های سپرده‌گذاری مرکزی موظفند سامانه معاملاتی و سپرده‌گذاری اوراق بهادار خود را به گونه‌ای تنظیم نمایند که موارد زیر قابلیت اعمال داشته باشند:

- 1- محدودیت‌های موضوع ماده 7 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی توسط اشخاص دارای مجوز معامله قابل نقض نباشد، مگر اینکه با تأیید سازمان شخص دارای مجوز معامله در مورد خرید اوراق بهادار خاص، به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی تلقی شود.
- 2- به محض اینکه شخص دارای مجوز معامله براساس تبصره 2 ماده 7 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی تلقی شود، فروش اوراق بهادار مربوطه با رعایت ماده 8 آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی امکان‌پذیر باشد.
- 3- تبصره 3 ماده 7 آیین‌نامه سرمایه‌گذار خارجی، توسط اشخاص دارای مجوز معامله، قابل نقض نباشد.

ماده 6 این آیین‌نامه امری را در مورد بحث سرمایه‌گذاری خارجی مطرح نموده است که پیش از این دارای سابقه نبوده است. بدین توضیح که هرچند شخص ایرانی که دارای سرمایه با منشأ خارجی می‌باشد نیز می‌تواند در قالب سرمایه‌گذاری خارجی در ایران فعالیت نماید اما در هیچکدام از منابع قانونی که سابقاً ذکر گردید، سرمایه‌گذار ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی نیازی به اثبات منشأ خارجی سرمایه خویش ندارد. لکن ماده 6 این دستورالعمل اثبات این امر را پیش‌بینی نموده است. برای اثبات منشأ خارجی سرمایه شخص ایرانی که مجوز معامله دریافت کرده است، ارائه گواهی بانک یا مؤسسه اعتباری ایرانی که حساب یا حساب‌های بانکی زیر در آن افتتاح شده است، مبنی بر اینکه سرمایه شخص ایرانی مذکور به صورت ارز یا ریال از یک شعبه بانکی در خارج از ایران به یکی از حساب‌های بانکی زیر واریز شده باشد کافی است:

- 1- حساب بانکی در یک بانک یا مؤسسه اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی که به نام شخص ایرانی دارای مجوز معامله افتتاح شده است.

2- حساب بانکی در یک بانک یا مؤسسه اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی که به نام آن نهاد مالی افتتاح شده که شخص ایرانی دارای مجوز معامله به عنوان واسطه انجام معاملات اوراق بهادار انتخاب نموده است.

3- حساب بانکی در یک بانک یا مؤسسه اعتباری دارای مجوز از بانک مرکزی که به نام نماینده شخص ایرانی که توسط وی برای انجام معاملات اوراق بهادار انتخاب شده، افتتاح شده است.

بعد از احراز صحت گواهی، سازمان بایستی میزان انتقال سرمایه شخص ایرانی دارای مجوز معامله به داخل ایران را مطابق گواهی بانک به عنوان سرمایه دارای منشأ خارجی ثبت و تأیید نماید. تأییدیه صادره توسط سازمان باید شامل مشخصات شخص ایرانی دارای مجوز معامله، مبلغ ارز منتقل شده به ایران، نوع ارز منتقل شده و تاریخ انتقال باشد. فایده‌ای که از صدور این تأییدیه فرض گردیده آن است که منشأ خارجی سرمایه اثبات گردیده و در هنگام خروج ارز، مورد سؤال و بررسی مجدد قرار نمی‌گیرد.

بر اساس ماده 8 این دستورالعمل، تملک و معامله سایر اوراق بهادار صادره توسط ناشران ایرانی - به غیر از سهام پذیرفته شده در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس که سرمایه‌گذاری در آنها تابع آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی است - از قبیل اوراق مشارکت، اوراق صکوک، گواهی سپرده بانکی و واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها توسط اشخاص خارجی پس از دریافت مجوز معامله، بدون محدودیت و مجاز و تابع مقرراتی که برای اشخاص ایرانی لازم‌الاجرا می‌باشد، دانسته است.

بعد از اخذ مجوز، قانونگذار وظایفی را برای سرمایه‌گذار خارجی تعیین نموده است:

- 1- ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک لازم به سازمان، بورس یا بازار خارج از بورس یا مراجعی که سازمان تعیین می‌کند (ماده 9 دستورالعمل اجرایی سرمایه‌گذاری خارجی).
- 2- ارائه اسناد، مدارک یا اطلاعات معاملات اوراق بهادار ناشران ایرانی و ناشران خارجی که مجوز انتشار خود را از سازمان دریافت کرده یا نزد سازمان به ثبت رسیده باشند (تبصره 3 ماده 9).

اخذ این اطلاعات توسط سازمان به منظور وصول اهداف خاصی می‌باشد که ماده 9 دستورالعمل

آنها را به شرح ذیل می‌داند:

- 1- بررسی شکایاتی که از فعالیت دارنده مجوز معامله ارائه شده است.
- 2- اطمینان از تطبیق فعالیت دارنده مجوز معامله با قوانین و مقررات و بررسی تخلفات احتمالی

### 3- تهیه گزارش برای تصمیم‌گیری یا انتشار عمومی

ضمانت اجرای عدم ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک به سازمان توسط دارنده مجوز معامله، تعلیق و یا لغو مجوز معامله سرمایه‌گذار خارجی می‌باشد و در دوران تعلیق یا پس از لغو مجوز خرید، سرمایه‌گذار خارجی فقط دارای حق خرید و فروش اوراق بهاداری که به نام خود خریده است می‌باشد.

### نتیجه‌گیری

با جمع تمامی موارد فوق‌الذکر که در این نوشتار ارائه گردید می‌توان گفت که با وجود قانون تأسیس بورس مصوب 1345 و عملکرد چهل‌ساله بازار سرمایه کشور براساس آن، لکن قانونگذار با درک نیازهای رو به رشد بخش اقتصاد کشور، قصد ایجاد بازاری متشکل و نظام‌مند بر اساس ضرورت‌های جدید اقتصادی کشور را در این برهه زمانی نموده‌است لذا با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال 1384 گام‌های نوینی در این مسیر برداشته شده است. سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، به عنوان یکی از فعالیت‌هایی است که در این بازار امکانپذیر می‌باشد از این رو این فعالیت نیز باید همسو با قانون مادر بازار سرمایه با دید تازه‌تری نگریسته شود. هرچند که تصویب دو آیین‌نامه در این خصوص یعنی آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده 15 قانون برنامه چهارم توسعه و آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس پنجره وسیعی را برای سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه گشود لکن عدم جامعیت و شمول همه جانبه آنها نسبت به این بازار، از جمله بزرگترین نواقصی است که به چشم می‌خورد لذا در بخش بورس کالایی کشور به دلیل عدم تصریح این بازار بورسی در مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه - با فرض اعطای مجوز شورای عالی بورس، به بورس کالا جهت سرمایه‌گذاری خارجی - قانون تشویق و حمایت وارد این چرخه می‌گردد. از این رو، تصویب آیین‌نامه جدیدی که متضمن وضع ترتیباتی برای بورس کالایی باشد ضروری به نظر می‌رسد. آنچه که باعث تأسف بسیار است عدم شفافیت قانون مادر در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، یعنی قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد بدین معنا که هرچند وجود احکام و اوامر قانونگذار برای تمامی مسائل موجود لازم و ضروری است و قانونگذار نباید از آنها غافل گردد لکن وضع مواد بسیار فراوان با ادبیاتی که نه تنها برای سرمایه‌گذار خارجی بلکه برای کسانی که در زمینه‌های حقوقی فعالیت می‌نمایند ثقیل می‌باشد، پسندیده نیست و عدم فهم این قوانین و مقررات باعث می‌گردد که سرمایه‌گذار خارجی از فعالیت در این بازار منصرف گردد. برای حل این معضل باید تا جایی که به مفهوم قانون آسیب نمی‌رساند احکامی کلی با دیدی وسیع و همه جانبه با لحاظ

جنبه حمایتی و تشویقی مقرر نمود تا سرمایه‌گذار با وارد نمودن سرمایه خویش احساس ضرر ننماید. نکته مهمی که در تصویب مقررات جدید تخصصی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه باید لحاظ شود آن است که شمول و گستردگی این مقررات باید در راستای حفظ انسجام بازار سرمایه باشد و عدم توجه به بخشی از بازار سرمایه و یا اتخاذ مفاهیمی محدود از این بازار موجب ایجاد لطمات بزرگی خواهد گردید. عدم دقت در بیان احکام و ارجاع نامفهوم سرمایه‌گذار خارجی به قانون تشویق و حمایت که خود دارای پیچیدگی‌های خاصی است، به هیچ وجه باعث رشد سرمایه‌گذاری خارجی نگردیده و تنها موجب تشتت و عدم شفافیت در وضعیت حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه خواهد گردید. از این رو تصویب آیین‌نامه‌ای جدید با حفظ نگاه تخصصی به کلیات سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین بازار سرمایه و استفاده از تمام قابلیت‌های موجود از قبیل سهام، اوراق مشارکت، واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری و همچنین ابزار جدید مالی از قبیل انواع صکوک و غیره امری اجتناب‌ناپذیر می‌باشد.



**منابع و مأخذ:**

1. امام، فرهاد. (1374)، "حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در ایران"، انتشارات یلدا، تهران.
2. احمدپور، احمد. (1385)، "سرمایه‌گذاری خارجی و رشد اقتصادی"، ماهنامه بورس، شماره 53، تهران.
3. انصاری، احمدرضا (1374)، سرمایه‌های فیزیکی خارجی و روشهای جذب آن، تهران، معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و ایران.
4. حاجی نوری، غلامرضا (1389). "امنیت سرمایه‌گذاری در سایه مقررات"، دو فصلنامه علمی - تخصصی علامه، سال دهم، شماره 24، تهران.
5. عمادزاده، محمد کاظم/عبازاده، محمد علی/برجی دولت آبادی (1387)، "موانع حقوقی جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی"، مجله سیاسی اقتصادی، شماره 243، تهران.
6. عرفانی، محمود. (1389)، حقوق تجارت بین الملل، جلد پنجم، انتشارات جنگل، تهران.
7. ماهنامه مناطق آزاد، "بررسی وضعیت سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای همسایه" شماره 210، تهران.
8. موسوی، افسانه/طاهری فرد، احسان (1389)، "جهت‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خارجی در برنامه پنجم" هفته‌نامه برنامه، سال هشتم، شماره 367، تهران.
9. هاشمی، سید محمد، (1385)، حقوق اساسی جمهوری اسلامی ایران، جلد اول، نشر میزان، تهران.
10. هاشمی، سید محمد، (1386)، حقوق اساسی جمهوری اسلامی ایران، جلد دوم، نشر میزان، تهران.
11. سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار به نشانی

[www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)