



بررسی وضعیت حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران

لیلا سهرابی

کارشناسی ارشد حقوق خصوصی

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 افزون تری 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 یافته‌اند. بازار سرمایه نیز به عنوان یکی از گزینه‌هایی که قابلیت فراوان برای جذب سرمایه‌های خارجی دارد از نظر قانونگذار دور نمانده است و هر چند که در منابع قانونی اولیه سرمایه‌گذاری خارجی به طور کلی تمام بخش‌های اقتصادی از جمله بازار سرمایه شامل این قوانین می‌شدند، ولی در دوره‌های اخیر و بعد از برنامه چهارم توسعه، این شکل از سرمایه‌گذاری با دید تخصصی تری نگر بسته شد؛ اما آنچه باعث تاسف است آن است که در هر دوره‌ای از قانون گذاری، قسمتی

از بازار سرمایه یا توانایی‌های آن مغفول مانده است و به رغم وجود آیین‌نامه تخصصی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، باید به ناچار قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی را در این موارد مجزادانست؛ امری که خود باعث ایجاد تالی فاسد زیادی گردیده است؛ از جمله آن که 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 ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه و همچنین آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازار خارج از بورس، در خصوص بورس کالای ایران اشاره کرد. تمام این نقایص در مجموع باعث می‌شود که از ظرفیت‌های ممکن سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه استفاده نشود یا اینکه سرمایه‌گذار خارجی با توجه به وضعیت مبهم و عدم شمول مقررات تخصصی بر حیطه‌های خاص از جمله بورس کالا دچار سردرگمی شود و در نتیجه تمایل کمتری

به وارد کردن سرمایه خود پیدا کند. از این رو بررسی دقیق تمام 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 قانونی ضروری است.

الف - منابع قانونی امکان سرمایه‌گذاری

خارجی در بازار سرمایه و سیر تحول آن

در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، الزامات قانونی متعددی وضع شده است که برای نمونه می‌توان به قانون جلب و حمایت سرمایه‌های خارجی مصوب ۱۳۳۴/۹/۷، آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱ یا قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری - صنعتی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۷۲/۶/۷ اشاره کرد. وجود قوانین، مقررات، آیین‌نامه‌ها و همچنین بخشنامه‌های درون سازمانی گوناگون گاهی موجب سردرگمی

سرمایه‌گذار خارجی می‌شود که ممکن است در بسیاری از موارد باعث انصراف وی از ادامه فعالیت اقتصادی در ایران شود. با توجه به اینکه تبیین تمام نکات حقوقی مربوط به این مقررات در این مقاله نمی‌گنجد، از این رو به بررسی اجمالی مهم‌ترین منابع قانونی در این زمینه یعنی «قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی» مصوب ۱۳۸۰/۱۲/۱۹ و آیین‌نامه «سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» مصوب ۱۳۸۹/۱۱/۲۹ می‌پردازیم.

■ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۰/۱۲/۱۹

در این قانون در زمینه ارائه تعاریف مناسبی از سرمایه‌گذاری خارجی و به رسمیت شناختن شیوه‌های مختلف به کارگیری سرمایه در کشور اعم از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، انواع روش‌های تامین 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 تامین امنیت مورد نظر سرمایه‌گذاران از طریق تعهد پذیری مستقیم دولت در به رسمیت شناختن حقوق اساسی سرمایه‌گذاران خارجی، گام‌های مؤثری برداشته شده است.

در این قانون، هیچ‌گونه اشارهای به اوراق بهادار یا سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه وجود ندارد و تنها در ماده ۱۷ آیین‌نامه، سرمایه‌گذاری در مورد معاملات سهام ذکر شده است که باید گفت در این مورد قانون‌گذار به دلیل تخصصی بودن مفاهیم اوراق بهادار و ناآشنایی با جزئیات آن تنها به ذکر مصداق اعلامی ورقه بهادار؛ یعنی سهام بسنده کرده است و ذکر نکردن سایر موارد اوراق بهادار از جمله اوراق مشارکت و غیره به منزله عدم جواز سرمایه‌گذاری خارجی در مورد آنها نیست.

■ آیین‌نامه «سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» مصوب ۱۳۸۹/۱۱/۲۹

سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای بورسی کشورهای مختلف، به‌عنوان یکی از روش‌های سرمایه‌گذاری در اقتصاد در نظر گرفته شده است. به‌طور 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 عمل می‌کنند:

۱. داد و ستد مستقیم خارجی‌ان در بازار سهام کشور میزبان؛

۲. سرمایه‌گذاری در انواع رسیدهای سپرده؛
۳. مشارکت در صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشوری.

با توجه به تکلیف موضوع بند ۱۴ ماده ۷ و بند ۳ ماده ۴ قانون بازار اوراق بهادار، آیین‌نامه «سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» طی ۱۴ ماده در تاریخ ۱۳۸۹/۱۱/۲۹ توسط هیات وزیران تصویب شد که براساس آن، آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی نسخ شد. 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 شد. بنابراین از این برهه زمانی به بعد الزامات قانونی که حاکم بر سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه هستند، عبارتند از:

■ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری



به بیان کلیات عام در مورد سرمایه‌گذاری خارجی در تمام رشته‌ها و بخش‌های اقتصادی می‌پردازد؛ لکن آیین‌نامه مزبور به‌طور خاص و تخصصی، سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه را مدنظر قرار داده است؛ بنابراین باید در موارد سکوت آیین‌نامه به قانون مادر در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی؛ یعنی قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی رجوع کرد. براساس ماده ۲ آیین‌نامه، ورود و فعالیت در بازار سرمایه با رعایت این آیین‌نامه و اخذ مجوز لازم براساس آن است و اخذ مجوزهای مذکور در قانون تشویق و حمایت مصوب ۱۳۸۰ به تنهایی کفایت نمی‌کند. ذکر این نکته حائز اهمیت است که با توجه به ویژگی انعطاف‌پذیری قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین براساس ماده ۳ 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 است و در صورت کسب مجوز، سرمایه‌گذار خارجی که در بازار سرمایه فعالیت می‌کند 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 برای بهره‌مندی از تسهیلات این آیین‌نامه ضروری است. در آیین‌نامه تنها در مورد به قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی اشاره شده است که اولین مورد در ماده ۳ و دومین مورد در تبصره ۳ ماده ۱۰ یافت می‌شود.

در فرضی که سرمایه‌گذار خارجی مبادرت به اخذ مجوز قانون تشویق و حمایت نمی‌کند و تنها براساس مجوز آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی معامله می‌کند، از آن‌جا که تنها آیین‌نامه بر اعمال وی حکومت می‌کند، وضعیت به خوبی روشن است؛ اما در فرضی که سرمایه‌گذار خارجی در کنار مجوز آیین‌نامه، مبادرت به اخذ مجوز قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی می‌کند، ممکن است در بعضی موارد تلافی‌هایی پیش‌آید که باید به بررسی آنها پرداخت.

■ ب- مرجع اعطای مجوز سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه

براساس ماده ۵ 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 است؛ در حالی که براساس ماده ۴ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، اشخاص خارجی برای دریافت مجوز معامله اوراق بهادار در بورس یا

خارجی مصوب ۱۳۸۰ و آیین‌نامه اجرایی آن.
■ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۱۳۸۹.

■ مقررات مصوب سازمان بورس از قبیل ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه‌گذار خارجی مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳ و دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۱۳۹۰/۷/۱۱.
از این رو باید در بحث سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه تمام این موارد را در کنار هم در نظر گرفت تا بتوان کلیتی جامع راز وضعیت حقوقی آن ترسیم کرد.

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



را از بین ببرد. این اتفاق در خصوص قانون بازار اوراق بهادار که موخر بر قانون تشویق و حمایت است، رخ داده است. در این زمینه می‌توان به بند ۱۴ ماده ۷ قانون بازار اشاره کرد که هر چند در ماده ۵ قانون تشویق، کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی را به سازمان سرمایه‌گذاری واگذار کرده است، اما بنا بر بند ۱۴ ماده ۷ قانون بازار، نظارت بر سرمایه‌گذاری اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی در بورس، جزو یکی از وظایف هیات‌مدیره سازمان بورس است یا اینکه علاوه بر آن، براساس بند ۱۵ ماده ۴ قانون بازار، شورای عالی بورس می‌تواند برای معاملات اشخاص خارجی در بورس، به بورس مجوز اعطا کند 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 ۵ قانون تشویق و حمایت - خارج شده و به سازمان بورس و اوراق بهادار واگذار شده‌اند.

با جمع این موارد می‌توان گفت که قانون گذار قصد انحصار واقعی عملکرد سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی را در زمینه اعطای مجوز نداشته است

۵ قانون تشویق و حمایت و بند ۸ ماده یک آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، دست به تفسیر منطقی الزامات مزبور زد. به نظر می‌رسد که می‌توان گفت:

۱. براساس ماده ۵ قانون تشویق و حمایت، سازمان سرمایه‌گذاری فقط در مورد تشویق سرمایه‌گذاری‌های خارجی در کشور و رسیدگی به کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی، به‌عنوان تنها نهاد رسمی کشور شناخته شده است و در صورتی که اعطای مجوز به‌طور انحصاری توسط این سازمان مدنظر قانون گذار بود، باید صراحتاً ذکر می‌شد. زیرا هر چند این ماده دارای اطلاق است، اما اعطای مجوز، اولین و مهم‌ترین قسمت تعامل با سرمایه‌گذار خارجی است و اهمیت آن به‌نحوی است که نمی‌توان گفت قانون گذار آن را با اطلاق عبارت «رسیدگی به کلیه امور مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی» قصد کرده است و نمی‌توان با قاطعیت از آن، حصر صلاحیت سازمان مزبور در خصوص مساله اعطای مجوز به سرمایه‌گذار خارجی را نتیجه‌گیری کرد.

۲. بنا بر اصول قانون‌نویسی، فقط قانون موخر بعدی که از عام یا خاص بودن هم‌ردیف قانون موجود است، می‌تواند در صورت حصر، بنا بر اراده موخر قانون گذار موارد جدیدی را به آن اضافه کرده و حصر

بازار خارج از بورس باید درخواست خود را به سازمان بورس و اوراق بهادار ارائه کنند. حال این سوال پیش می‌آید که هر چند بحث در مورد اخذ مجوز جداگانه از دو مرجع متفاوت است که هیچ‌کدام مدخلیتی در وظایف دیگری ندارد، اما در قانون تشویق و حمایت، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران به‌عنوان تنها نهاد رسمی اعطای مجوز شناخته شده است و پیش‌بینی سازمان بورس برای اعطای مجوز فعالیت خارجی در بازار سرمایه با آن مغایرت دارد. در حقیقت پرسش اصلی آن است که بین کلمه «تنها» در ماده ۵ قانون تشویق و حمایت و بند ۸ ماده ۱ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی چگونه می‌توان جمع نمود؟ از طرفی در ماده ۵ قانون تشویق و حمایت، وظایف سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های فنی احصا گشته‌اند و از طرف دیگر در بند ۸ ماده ۱ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس، برای ارائه مجوز به سرمایه‌گذار خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس، موخر بر قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، سازمان بورس و اوراق بهادار صالح شناخته شده است؛ ولی باید توجه داشت که شأن آیین‌نامه دون قانون است و نمی‌تواند بر خلاف قانون، حکمی را مقرر دارد؛ از این رو ناگزیر باید برای تبیین رابطه بین ماده

و با توجه به خصوصیت تشویقی بودن این قانون که از ماده ۱۳ آن استنباط می‌شود به نظر می‌رسد که در صورت خلاف این مطلب، قانون‌گذار انحصار در اعطای مجوز به سرمایه‌گذاران خارجی در کشور را به طور صریح ذکر می‌کرد و پیش‌بینی سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان مرجع مجوز دهنده به سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، با ذکر کلمه «تنها» در ماده ۵ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی، مشکلی ایجاد نمی‌کند.

ج - اشخاص سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه

بر اساس ماده یک قانون تشویق، سرمایه‌گذار خارجی در سه نوع، شخص حقیقی غیر ایرانی، حقوقی غیر ایرانی و ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی است. از زمانی که قانون‌گذار دید جامع و تخصصی به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه اخذ کرد؛ با تصویب دو آیین‌نامه اخیر که سابقاً ذکر شد، سرمایه‌گذاران خارجی را در دسته‌های مجزایی لحاظ کرد. به این معنا که در آیین‌نامه اجرایی بند (ج) ماده ۱۵ قانون بر نامه چهارم سرمایه‌گذاران بر اساس وجود یا نبود قصد مدیریت شرکت به دو دسته مجزا تقسیم می‌شدند و باز هم در زمان تصویب آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس، تقسیم سرمایه‌گذاران خارجی در دو قسمت جداگانه مدنظر قانون‌گذار قرار گرفت و در این آیین‌نامه نیز سرمایه‌گذاران خارجی به دو دسته راهبردی و غیر راهبردی تقسیم شده‌اند. به این معنا که سرمایه‌گذاری خارجی در صورتی که قصد تملک بیش از ۱۰ درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را داشته باشد یا اینکه پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس یک کرسی هیات‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد، راهبردی تلقی می‌شود. همچنین بر اساس تبصره ۲ ماده ۷ در صورتی که سازمان پس از بررسی تشخیص دهد که نصاب مذکور برای سرمایه‌گذار غیر راهبردی بر اثر فعل وی نقض شده است، وی را به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی محسوب می‌کند. در ماده ۸ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، 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 است.

د - قلمرو و حدود فعالیت سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه

سرمایه‌گذاری خارجی به همان میزان که برای کشورهای صنعتی مهم است برای کشورهای در حال توسعه نیز اهمیت دارد. البته کشورهای

پذیرنده سرمایه‌علاقه‌ای به اینکه سرمایه‌گذاران خارجی نبض اقتصادی کشور را در دست داشته باشند، ندارند؛ با این وصف که در کشورهای کمتر توسعه‌یافته، بخش عظیمی از اقتصاد ملی در دست سرمایه‌گذاران خارجی است؛ بنابراین کشورهای میزبان به دنبال تعیین قلمروی دقیق فعالیت سرمایه‌گذار خارجی و وضع الزامات آن هستند. برای بررسی در مورد اینکه سرمایه‌گذار خارجی در چه زمینه و تا چه میزان می‌تواند فعالیت کند، 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 هر چند سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه بر اساس عموماً تشویق و حمایت و همچنین سایر قوانین جاری کشور مجاز است، ولی بنابر نظر قانون‌گذار، بخشی از بازار سرمایه دارای نظامی متفاوت با بخش‌های دیگر آن است. به این

شورای عالی بورس با پیشنهاد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس به هیات وزیران، امکان سرمایه‌گذاری مزبور را در بورس اوراق بهادار فراهم آورده است؛ اما هیچ‌گونه ترتیباتی اخذ نشده است

شرح که بند ۱۵ ماده ۴ قانون بازار، اعطای مجوز به بورس برای معاملات اشخاص خارجی را جزو یکی از وظایف شورای عالی بورس بر شمرده است و در این خصوص و در راستای بند ۳ ماده ۱۴ این قانون، شورای عالی بورس آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی را برای تصویب به هیات وزیران پیشنهاد کرد. هر چند عنوان آیین‌نامه مزبور مطلق است و شامل تمامی انواع بورس‌ها می‌شود، ولی در بند ۳ ماده یک آیین‌نامه، تنها بورس اوراق بهادار دارای مجوز از شورا، به عنوان بورس تعریف شده است و هیچ‌اثری از بورس کالا در این آیین‌نامه به چشم نمی‌خورد. با منتفی بودن شمول این آیین‌نامه نسبت به بورس کالا، باید به قوانین صادر در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین بازار سرمایه؛ یعنی قانون تشویق و حمایت و همچنین قانون بازار باز گشت. هر چند بر اساس

عمومات قانون تشویق و حمایت، سرمایه‌گذاری خارجی در بورس کالایی مجاز است، ولی بر اساس بند ۱۵ ماده ۴ قانون بازار که نسبت به قانون تشویق و حمایت، موخرالتصویب است در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی، انجام هر گونه معامله اشخاص خارجی در بورس منوط به اعطای مجوز توسط شورای عالی بورس به بورس است و در صورت نبود آن، فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی در بورس‌ها فاقد وجاهت قانونی است. شورای عالی بورس با پیشنهاد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس به هیات وزیران، امکان سرمایه‌گذاری مزبور را در بورس اوراق بهادار فراهم آورده است؛ اما در زمینه بورس کالایی هیچ‌گونه ترتیباتی اخذ نشده است؛ از این رو نتیجه آن می‌شود که سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار و بازار خارج از بورس (OTC) مجاز است، ولی تا زمان اعطای مجوز شورای عالی بورس و پیش‌بینی ترتیباتی همانند آنچه در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد، امکان فعالیت در بازار بورس کالایی بر اساس آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی وجود ندارد.

حال که حوزه سرمایه‌گذاری خارجی مشخص شد، باید به بررسی میزان و حدود این سرمایه‌گذاری پرداخت. بر اساس اصل ۴۳ قانون اساسی، فعالیت اقتصادی باید در راستای جلوگیری از سلطه اقتصادی بیگانه بر اقتصاد کشور باشد؛ بنابراین 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 مقنن در ماده ۲ قانون تشویق و حمایت، در سه بند جداگانه الزاماتی را در این مورد تعیین کرده است که وجود هر کدام از شرایط مذکور باعث ایجاد ممنوعیت سرمایه‌گذاری خارجی می‌شود؛ اما در بند (د) این ماده، قانون‌گذار ملاک عددی را برای سقف سرمایه‌گذاری مقرر می‌دارد که بر این اساس، سهم ارزش کالا و خدمات تولیدی حاصل از سرمایه‌گذاری خارجی موضوع این قانون نسبت به ارزش کالا و خدمات عرضه‌شده در بازار داخلی در زمان صدور مجوز، در هر بخش اقتصادی از ۲۵ درصد در هر رشته از ۳۵ 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، بر اساس این قانون می‌تواند تا سقف مذکور در این ماده مبادرت به سرمایه‌گذاری کند. نکته‌ای که در اینجا مهم به نظر می‌رسد این است که ممکن است سرمایه‌گذار خارجی هم در اوراق بهادار شرکت‌های بورسی و فرابورسی و



باشد، براساس بند ۲ ماده ۷ آیین نامه تنها می تواند ۱۰ درصد از سهام شرکت را تملک کند؛ در حالی که براساس بندی یک این ماده سقف ۲۰ درصد برای مجموع سرمایه گذاری خارجی امکان پذیر است، شاید بتوان در مورد فلسفه بند ۱۲ این ماده گفت که با فرض تعدد سرمایه گذار خارجی و برای ممکن کردن سرمایه گذاری برای تمام آنان در شرکت مزبور این سقف پیش بینی شده است؛ زیرا ممکن است شرکت مزبور با سودهی فراوان خویش برای سرمایه گذاران خارجی مطلوبیت فراوانی داشته باشد؛ از این رو بیشتر آنان باید این امکان را داشته باشند؛ اما در حالت متقابل ممکن است شرکت در وضعیت مطلوبی قرار نداشته باشد و از این رو ممکن است تنها یک سرمایه گذار تمایل به سرمایه گذاری داشته باشد؛ ولی وی با محدودیت ۱۰ درصد در بند ۲ این ماده مواجه است. در مورد تملک سایر اوراق بهادار براساس ماده ۱۲ آیین نامه، شورای عالی بورس، سقف سرمایه گذاری خارجی را تعیین می کند و تا قبل از زمان تعیین سقفهای مزبور توسط شورا برای سایر اوراق بهادار، قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی مجرا می باشد.

■ ه- نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار بر روند سرمایه گذاری خارجی
قانون بازار اوراق بهادار در ماده ۲، سازمان

سهام توسط سرمایه گذار خارجی غیر راهبردی در ماده ۷ مقرر می دارد که تعداد سهام در مالکیت مجموع سرمایه گذاران خارجی نباید از ۲۰ درصد مجموع تعداد سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس بیشتر باشد. همچنین هنگامی که صحبت از مقدار مالکیت سرمایه گذار خارجی به طور فردی و نه مجموع سرمایه گذاران خارجی می شود، وی نمی تواند بیش از ۱۰ درصد سهام یک شرکت بورسی یا فرابورسی را تملک کند. با نگاهی جامع برای اختصار این دو ماده می توان گفت قانون گذار در آنها سرمایه گذار خارجی را یک بار به صورت جمعی و یک بار به صورت فردی لحاظ کرده است. به این معنا که همانند ۲۵ درصد که در ماده ۲ قانون تشویق و حمایت برای سقف مجموع سرمایه گذاری درج کرده است در این آیین نامه نیز سقف ۲۰ درصد را برای مجموع سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه در نظر گرفته است. همچنین سقف مزبور؛ یعنی ۲۰ درصد برای مجموع سرمایه گذاری خارجی برای هر شرکت پذیرفته شده در بورس یا فرابورس است و در مورد سرمایه گذاری هر فرد خارجی حداکثر میزان ۱۰ درصد پیش بینی شده است. حال مشکلی که به نظر می رسد آن است که اگر تنها یک سرمایه گذار خارجی در مورد یک شرکت تمایل به تملک سهام آن داشته

هم در شرکت های غیر بورسی اقدام به سرمایه گذاری کنند. در خصوص بازارهای تحت نظارت سازمان بورس، امکان کنترل رعایت سقف مزبور برای این سازمان وجود دارد و در مورد شرکت های غیر بورسی و غیر فرابورسی با لازم الاجرا شدن ماده ۹۹ قانون برنامه پنجم توسعه (که براساس آن تمام ناشران موظف به ثبت اوراق بهادار خود نزد سازمان شده اند و معاملات این اوراق بهادار باید در بازارهای بورسی یا فرابورسی انجام پذیرد)، امکان نظارت سازمان بر فعالیت سرمایه گذاران خارجی در اوراق بهادار سایر شرکت های سهامی عامی که در این بازارها پذیرفته نشده اند، اما براساس قانون برنامه پنجم، تمام معاملات آنها باید در بازارهای مزبور انجام پذیرد، ایجاد شده است. باید توجه داشت که درصد مزبور (یعنی ۲۵ درصد) دارای مقیاس بزرگی است که برای تمام سرمایه گذاران خارجی که فعالیت می کنند مدنظر است و لحاظ تمام سرمایه گذاری های خارجی در این خصوص برای بررسی رعایت این سقف بسیار دشوار است.

آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس نیز با در نظر گرفتن ۱۰ درصد مزبور در آیین نامه قبلی، سرمایه گذار خارجی را که قصد تملک بیش از این درصد را داشته باشد، راهبردی تلقی می کند؛ ولی برای تعیین سقف تملک

بورس را به عنوان نهاد ناظر و متولی حفظ حقوق سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیش‌بینی کرده است و علاوه بر آن، بند ۱۴ ماده ۷ 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 هیات‌مدیره سازمان نهاده است؛ بنابراین این سازمان در راستای انجام وظایف نظارتی خویش مبادرت به وضع یکسری از الزامات در مورد ترتیبات اجرایی برای نظارت بر سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور کرده است.

بعد از تصویب آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازار خارج از بورس و نسخ آیین‌نامه قبلی، ترتیبات مزبور در آن در خصوص تقسیم سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری مستقیم و غیر آن، لغو شد؛ بنابراین هیات‌مدیره سازمان بورس در تاریخ ۱۳۸۹/۹/۱۳ ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه‌گذار خارجی را تصویب کرد که براساس آن، متقاضی حقیقی یا حقوقی حسب مورد باید مدارک شناسایی، اساس‌نامه و مدرک نشان‌دهنده مشخصات و حدود اختیارات صاحبان امضای مجاز را از طریق شرکت کارگزاری به سازمان ارائه می‌کند.

شورای عالی بورس در تاریخ ۱۳۹۰/۷/۱۱ در اجرای ماده ۱۳ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، دستورالعملی را با عنوان «دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» تدوین کرد. براساس ماده ۲ این دستورالعمل متقاضی سرمایه‌گذاری خارجی باید مدارک مربوطه را به سازمان ارائه کند. سازمان پس از دریافت مدارک مورد نیاز آنها را بررسی و در صورت مقتضی مبادرت به اعطای مجوز می‌کند. بعد از صدور مجوز، برای 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 کنند که موارد زیر قابلیت اعمال داشته باشند:

۱. محدودیت‌های موضوع ماده ۷ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی توسط اشخاص دارای مجوز معامله قابل نقض نباشد، مگر اینکه با تایید سازمان شخص دارای مجوز معامله در مورد خرید اوراق بهادار خاص، به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی تلقی شود.
۲. به محض اینکه شخص دارای مجوز معامله براساس تبصره ۲ ماده ۷ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی، به عنوان سرمایه‌گذار راهبردی تلقی شود، فروش اوراق بهادار مربوطه با رعایت ماده ۸ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی امکان‌پذیر باشد.
۳. تبصره ۳ ماده ۱۷ آیین‌نامه سرمایه‌گذار خارجی،

توسط اشخاص دارای مجوز معامله، قابل نقض نباشد. بعد از اخذ مجوز نیز قانون‌گذار وظایفی را برای سرمایه‌گذار خارجی تعیین کرده است:

۱. ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک لازم به سازمان، بورس یا بازار خارج از بورس یا مراجعی که سازمان تعیین می‌کند (ماده ۹ دستورالعمل اجرایی سرمایه‌گذاری خارجی).
۲. 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 ۳ ماده ۹ دستورالعمل اجرایی).
- ضمانت اجرای عدم ارائه اطلاعات، اسناد و مدارک به سازمان توسط دارنده مجوز معامله، تعلیق یا لغو مجوز معامله سرمایه‌گذار خارجی است 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.

بررسی دقیق تمام 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 قانونی ضروری است

با جمع تمام این موارد که در این نوشتار ارائه شد، می‌توان گفت که با وجود قانون تاسیس بورس مصوب ۱۳۴۵ و عملکرد چهل‌ساله بازار سرمایه کشور براساس آن، اما قانون‌گذار با درک نیازهای روبه‌رشد بخش اقتصاد کشور، قصد ایجاد بازاری متشکل و نظام‌مند براساس ضرورت‌های جدید اقتصادی کشور را در این برهه زمانی کرده است؛ بنابراین با تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ گام‌های نوینی در این مسیر برداشته شده است. سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، به عنوان یکی از فعالیت‌هایی است که در این بازار امکان‌پذیر است؛ از این رو این فعالیت نیز باید همسو با قانون مادر بازار سرمایه با دید تازه‌تری نگرینگ شده. هر چند که تصویب دو آیین‌نامه در این خصوص؛ یعنی آیین‌نامه اجرایی

بند (ج) ماده ۱۵ 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، ولی عدم جامعیت و شمول همه‌جانبه آنها نسبت به این بازار، از جمله بزرگ‌ترین نواقص است که به چشم می‌خورد؛ بنابراین در بخش بورس کالایی کشور به دلیل نبود تصریح این بازار بورسی در مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه، قانون تشویق و حمایت وارد این چرخه می‌شود. از این رو تصویب آیین‌نامه جدیدی که متضمن وضع ترتیباتی برای بورس کالایی باشد، ضروری به نظر می‌رسد. آنچه باعث تأسف بسیار است، عدم شفافیت قانون مادر در زمینه سرمایه‌گذاری خارجی؛ یعنی قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی است؛ به این معنا که هر چند وجود احکام و اوامر قانون‌گذار برای تمام مسائلی موجود لازم و ضروری است و قانون‌گذار نباید از آنها غافل شود، ولی وضع مواد بسیار فراوان با ادبیاتی که نه تنها برای سرمایه‌گذار خارجی بلکه برای کسانی که در زمینه‌های حقوقی فعالیت می‌کنند، ثقیل است، پسندیده نیست و عدم فهم این قوانین و مقررات باعث می‌شود که سرمایه‌گذار خارجی از فعالیت در این بازار منصرف شود. برای حل این معضل باید تاجایی که به مفهوم قانون آسیب‌نمی‌رساند، احکامی کلی با دیدی وسیع و همه‌جانبه با لحاظ جنبه حمایتی و تشویقی مقرر کرد تا سرمایه‌گذار با وارد کردن سرمایه خود احساس ضرر نکند. 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 بی‌توجهی به بخشی از بازار سرمایه یا اتخاذ مفاهیمی محدود از این بازار موجب ایجاد لطمات بزرگی خواهد شد. بی‌دقتی 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 نشده و تنها موجب تشتت و عدم شفافیت در وضعیت حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه خواهد شد. بنابراین تصویب آیین‌نامه‌های 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... امری اجتناب‌ناپذیر است.