



## کارشناسان در میزگرد تخصصی ماهنامه بورس پیشنهاد کردند لزوم بازتعریف متولی سرمایه گذاری خارجی

معصومه طاهرخانی

سرمایه گذاری خارجی نداریم؟ و چه کنیم که اوضاع بهتر شود؟ پرسش محوری این میزگرد است که پاسخ نهایی کارشناسان میزگرد به آن در یک جمله «لطفاً برای سرمایه گذاری خارجی در بورس ایران یک متولی خاص مشخص کنید» خلاصه شده است. میهمانان این میزگرد «ابوالفضل کودهئی»، رییس مرکز خدمات سرمایه گذاری خارجی سازمان سرمایه گذاری و کمک های فنی و اقتصادی ایران؛ «محمودرضا خواجه نصیری»، مدیر نظارت بر بورس ها و بازارهای سازمان بورس و اوراق بهادار؛ «علی عباس کریمی»، مدیر تحقیق و توسعه بورس اوراق بهادار تهران؛ «مهدی شبانی»، مدیر عامل کارگزاری فیروزه آسیا و «سید محمد هاشمی نژاد»، مدیر توسعه فرهنگ سرمایه گذاری بورس و اوراق بهادار تهران و سردبیر ماهنامه بورس هستند. متن کامل این میزگرد را با هم می خوانیم.

بازدهی صددرصدی یک بازار در کشوری که این روزها رشد اقتصادی منفی را تجربه می کند، چیزی نیست که از دید سرمایه گذاران پنهان بماند. بازار سرمایه ایران این روزها کوردهای چندجانبه را در بازدهی و عملکرد ثبت می کند، ولی ظاهراً نبوه اتفاقات مثبت این بازار نتوانسته برای سرمایه گذاران خارج از مرزهای ایران جذاب باشد چرا که خارجی ها تنها ۲ درصد از کیک ۱۴۰ هزار میلیارد تومانی بورس تهران را به خانه بردند. اینکه چرا بازار سرمایه ایران با نیم قرن سابقه فعالیت، هیچگاه نتوانسته بازاری قابل توجه برای سرمایه گذران خارجی و حتی داخلی باشد، موضوعی است که در این شماره ماهنامه بورس واکاوی می شود. «چرا در بورس تهران

**کوده‌ئی:** سرمایه‌گذار خارجی در صورت دریافت مجوز سرمایه‌گذاری خارجی از طریق سازمان سرمایه‌گذاری، از پوشش‌های حمایتی تصریح شده در قانون مربوط نیز بهره‌مند می‌شود که این مجوز نوعی پوشش و تضمین تکمیلی است که مانند سایر سرمایه‌گذاران در حوزه صنعت، معدن، خدمات کشاورزی، تورسیسم و... می‌توانند به عنوان یک سرمایه‌گذار در حوزه تخصصی بورس خود را تحت پوشش حمایت‌های این قانون قرار دهد.

■ **آقای شبانی شما به عنوان کارگزار که در زمینه جذب سرمایه‌گذار خارجی فعال هستید و با سرمایه‌گذاران به طور مستقیم در ارتباطید، آیا به سرمایه‌گذاری بر خورده‌اید که بخواهد در بورس تهران خرید و فروش انجام دهد و نداند که آیا باید دنبال مجوز برود یا نه؟ آیا شما با چنین**

**موردی برخورد داشته‌اید؟**

**شبانی:** سرمایه‌گذاران خارجی که ما با آنها برخورد داشته‌ایم با چشم باز می‌آیند یعنی تقریباً همه چیز را درباره وضع کشور می‌دانند. با قوانین و مقررات آشنا هستند یا با وکیل مشورت می‌کنند حتی بسیاری از آنها اطلاعات ریز را که شاخص چگونه است و چه صنایعی الان خوب هستند و... نیز دارند. ولی لزوماً آنچه نوشته شده، واقعاً اجرا می‌شود یا به چه ترتیب حمایت‌ها صورت می‌گیرد، موضوعی جدی است و مشکلات اجرایی است که ما با آن برخورد داشته‌ایم.

■ **منشأ اطلاعات کامل سرمایه‌گذاران خارجی کجاست؟ به سایت‌های داخلی ماسر می‌زنند یا از مشاوران و حقوقدانان کمک می‌گیرند؟**

**شبانی:** بخشی از آن بر اساس اطلاعاتی است که در سایت‌ها منتشر می‌شود البته بعضی سایت‌ها نسخه انگلیسی مناسبی ندارند ولی تا جایی که بتوانند از سایت‌ها استخراج می‌کنند. یکی از کارهایی که معمولاً می‌کنند اینکه ابتدای کار با یک دفتر حقوقی تماس می‌گیرند و بعد سراغ بخش‌های دیگر مثل کارگزاری و سازمان سرمایه‌گذاری خارجی و... می‌روند. سرمایه‌گذاران خارجی سعی می‌کنند از قوانین و مقررات اطلاع کامل داشته باشند و بعد وارد مسایل اجرایی شوند.

■ **آیا تا به حال از آنها پرسیده‌اید که چرا وارد بورس ایران نشده‌اند؟ چه جذابیتهایی در این بازار است که تصمیم گرفته‌اند به رغم اخبار گاه منفی در مورد ایران در حوزه بین‌الملل وارد بازار سرمایه ایران شوند؟**

**شبانی:** این نخستین پرسشی است که از هر سرمایه‌گذاری چه داخلی و چه خارجی که قصد دارد وارد بورس کشور شود، می‌پرسیم. آنها چند دلیل برای این کار دارند. اول از همه باید بگویم که این گونه سرمایه‌گذاران عمدتاً سرمایه‌گذار حرفه‌ای هستند که

**کوده‌ئی:** طبق آیین‌نامه سرمایه‌گذار خارجی در بورس، مختار است که مجوز سرمایه‌گذاری خارجی را به منظور بهره‌مندی از مزایای پوشش‌های حمایتی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی دریافت کند یا نکند، به عبارت دیگر اخذ مجوز سرمایه‌گذاری خارجی اجباری نیست

مجاز سرمایه‌گذاری دریافت کند - چه در حوزه بورس یا در حوزه‌های مختلف دیگر - پس از ارائه مستندات لازم، باید نظر موافق دستگاه تخصصی یا اجرایی ذی‌ربط نیز اخذ شود. در حوزه بورس، دستگاه تخصصی ذی‌ربط، سازمان بورس و اوراق بهادار است که متولی صدور مجوز معامله برای سرمایه‌گذاران خارجی است، بنابراین ما سرمایه‌گذار خارجی را به سازمان بورس هدایت می‌کنیم تا مجوز معامله را دریافت کند و البته سازمان سرمایه‌گذاری پس از دریافت درخواست صدور مجوز سرمایه‌گذاری خارجی، نسبت به اخذ مجوز اولیه و یا کسب نظر دستگاه تخصصی ذی‌ربط در چارچوب مقررات اقدام می‌کند. پس نمی‌توان آن را موازی کاری دانست بلکه فرایند تعاملی بین دو سازمان در چارچوب اجرای مفاد آیین‌نامه اجرایی است. در عین حال، یک سری مزایا، ویژگی‌ها و پوشش‌هایی در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس و همچنین در قانون و آیین‌نامه‌های اجرایی تشویق حمایت سرمایه‌گذاری خارجی لحاظ شده است. بر این اساس سرمایه‌گذار خارجی در حوزه بورس، مختار است که مجوز سرمایه‌گذاری خارجی را به منظور بهره‌مندی از مزایای پوشش‌های حمایتی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی را دریافت کند یا نکند، به عبارت دیگر اخذ مجوز سرمایه‌گذاری خارجی اجباری نیست، بنابراین پوشش‌های حمایتی در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری مکمل است که عمده آن پوشش ریسک‌های سیاسی و تضمین برای انتقالات ارزی و بازگشت اصل و منافع حاصل از سرمایه‌گذاری است و مزایای دیگر که برای حل و فصل مشکلات وجود دارد ورود و خروج سرمایه‌گذاران که لحاظ شده است. به عبارتی طبق فرمایش شما، اگر یک سرمایه‌گذار خارجی سراغ سازمان بورس بیاید و مجوزهای لازم را نیز بگیرد، به نوعی خود را در مقابل ریسک‌ها کاور می‌کند.



## در بورس ایران

■ **نخستین گام برای حضور سرمایه‌گذار خارجی اخذ مجوز است؛ در قانون این اجازه به سرمایه‌گذار خارجی داده شده تا بتواند هم از سازمان سرمایه‌گذاری خارجی مجوز بگیرد و هم از شورای عالی بورس. آقای کوده‌ئی شما به عنوان نماینده سازمان سرمایه‌گذاری خارجی فکر می‌کنید این موضوع یک نقص یا موازی کاری است یا اساساً این دو متولی مکمل یکدیگر هستند؟**

**کوده‌ئی:** این مورد نه یک نقص به حساب می‌آید و نه موازی کاری. در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب سال ۱۳۸۱ و در ماده ۱۵ آیین‌نامه اجرایی آن، فرایند صدور مجوز تشریح شده و به صراحت اشاره کرده که وقتی سرمایه‌گذار خارجی می‌خواهد

سال‌ها سابقه سرمایه‌گذاری در کشورهای مختلف دارند و با مفاهیم سرمایه‌گذاری به طور کامل آشنا هستند. از طرف دیگر آنها هم به رغم تحریم‌ها که در چند سال گذشته وجود داشته بسیار علاقه‌مند هستند که در اقتصادهای در حال رشد و پرتانسیل مثل ایران سرمایه‌گذاری کنند. نکته مهم دیگری که بسیاری از آنها می‌گویند اینکه ما با اقتصادی بکر طرفیم یعنی بخش‌های مختلفی برای سرمایه‌گذاری کردن وجود دارد که چندان به آن پرداخته نشده است مثل بخش نفت و پتروشیمی یا بخش معدن. از طرفی برخی صنایع فعال ایران نسبت به کشورهای دیگر منطقه قوی‌تر و شناخته‌شده‌تر هستند مثل صنعت خودرو، داروسازی و... که می‌توان از آنها سبدسهم متنوع در بازار تشکیل داد. از طرف دیگر عملکرد گذشته بازار نیز مزید بر علت است. مثلاً اگر بورس تهران را در یک بازه ۱۵ تا ۲۰ ساله بررسی کنید، بازدهی متوسط آن حدود ۴۰ درصد بوده که این عدد برای هر سرمایه‌گذاری جذاب است. جز یکی، دو سالی که بحث ارز تاحدی تلاطم داشت و مشکلاتی برای کسانی که سرمایه‌گذاری کرده بودند ایجاد کرد، در زمان ثبات ارز، طبیعتاً این عدد برای سرمایه‌گذاران خارجی بسیار جذاب بود. بحث متنوع سازی هم مورد دیگری است که سرمایه‌گذاران نسبت به آن تمایل دارند، وقتی ما با آنها حرف می‌زنیم اغلب در کشور خود سرمایه‌گذاری دارند اما علاقه‌مندند در چند ناحیه دیگر مثل جنوب شرق آسیا، آفریقا و خاورمیانه هم سرمایه‌گذاری کنند. البته اینکه هر کدام در منطقه خاورمیانه کدام کشور را انتخاب می‌کنند به میزان ریسک‌پذیری شان بستگی دارد. در ایران البته بیشتر دوست دارند از طریق بورس اقدام به سرمایه‌گذاری کنند، مهم‌ترین دلیلش هم این است که شفافیت اطلاعاتی در بورس بیش از جاهای دیگر است.

**عمده‌ترین مشکلات سازمان سرمایه‌گذاری خارجی به عنوان نهادی که حمایت از خارجی‌ها را انجام می‌دهد، در حوزه بازار سرمایه چیست؟ چه چالش عمده‌ای برای حمایت از سرمایه‌گذاران این بازار وجود دارد؟**

**کوده‌ئی:** برای اینکه به درستی به این سوال جواب بدهم، بهتر است ابتدا تفکیکی داشته باشیم بین وظایف سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی فنی ایران و دستگاه‌های ذی‌ربط در موضوع جذب سرمایه‌گذاری خارجی. برای این کار باید ببینیم اساساً دغدغه سرمایه‌گذار خارجی در هر حوزه‌ای که می‌خواهد سرمایه‌گذاری کند، چیست؟ به طور کلی یک بخش از آن قطعاً دغدغه سودآور بودن پروژه یا طرحی است که می‌خواهد در آنجا سرمایه‌گذاری کند و دغدغه دوم مقوله امنیت سرمایه‌گذاری در کشور میزبان یا سرمایه‌پذیر است. سرمایه‌گذار خارجی، در خصوص موضوع سودآور بودن پروژه و پیش‌بینی ضرر

و زیان آن قاعدتاً بر اساس سازوکارهای تعریف شده، شامل مطالعه بازار، مطالعه امکان‌سنجی و وضعیت اقتصادی کشور میزبان به لحاظ مزیت‌های نسبی و رقابتی آن تشخیص می‌دهد و تصمیم می‌گیرد که مثلاً وارد بورس و بازار سرمایه یا سرمایه‌گذاری در هر بخش و صنعت ایران بشود یا خیر. بدیهی است تشخیص این موضوع بر عهده سرمایه‌گذار یا شرکای داخلی آن است که به سرمایه‌گذار در تهیه مطالعات امکان‌سنجی و مشق‌هایی که می‌تواند استفاده کند، راهنمایی بدهد. در حوزه بازار سرمایه نیز، بورس برای اینکه بتواند منابع مالی خارجی را جذب کند و در ارتقاء سهم جذب خود از گردش جهانی سرمایه‌های خارجی موفق‌تر عمل کند، لازم است که در چارچوب ترویج و تشویق سرمایه‌گذاری در این حوزه اقدامات خود را انجام دهد و به سمت و سوی کاهش و رفع دغدغه سودآوری سرمایه‌گذار خارجی در این بخش حرکت کند. اما آنچه

**شبنانی: سرمایه‌گذاران خارجی علاقه‌مندند در نواحی دیگر مثل جنوب شرق آسیا، آفریقا و خاورمیانه هم سرمایه‌گذاری کنند. البته اینکه هر کدام در منطقه خاورمیانه کدام کشور را انتخاب می‌کنند به میزان ریسک‌پذیری شان بستگی دارد**

به ما به عنوان سازمان سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود، موضوع دوم یعنی رفع دغدغه امنیت سرمایه‌گذاری خارجی است.

**قانون، شاخص‌هایی برای امنیت سرمایه‌گذار خارجی تعریف کرده‌است؟**

**کوده‌ئی:** بله، پوشش ریسک‌های سیاسی و غیرتجاری سرمایه‌گذار خارجی در هر حوزه‌ای که قصد ورود دارد و تضمین‌ها و حمایت‌هایی که ما برای سرمایه‌گذار خارجی تعریف کردیم که عموماً شامل پوشش ریسک‌هایی چون سلب مالکیت، ملی شدن و دخالت دولت که منجر به ضرر و زیان سرمایه‌گذار می‌شود، می‌گردد. این موارد ریسک‌هایی است که دولت در چارچوب این قانون متعهد شده و تضمین داده که سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند از آنها بهره‌مند شود و همچنین بتواند اصل و سود سرمایه و منافع خود را در چارچوب قانون و تشریفات ذکر شده در آیین

نامه اجرایی آن خارج کند. به عنوان مثال قانونگذار در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذار خارجی، در تبصره ۳ ماده ۱۷ قانون موصوف، تصریح کرده که بانک مرکزی مکلف است معادل ارزی وجوه قابل انتقال سرمایه‌گذاران خارجی را با موافقت سازمان سرمایه‌گذاری و تأییدوزیر امور اقتصادی و دارایی تأمین و در اختیار سرمایه‌گذار خارجی قرار دهد. به عبارت دیگر سیستم بانکی کشور مکلف به تأمین و انتقال ارز برای انتقالات ارزی سرمایه‌گذاران خارجی شده است. یعنی دستگاه‌های اجرایی ذی‌ربط مثل بانک مرکزی و بانک عامل تکالیفشان روشن و مشخص شده است. لازم به ذکر است که سازمان سرمایه‌گذاری خدمات دیگری در خصوص ورود و خروج و اقامت سرمایه‌گذاران، کارشناسان خارجی و خانواده و بستگان درجه یک سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد. بنابراین در خصوص پاسخ به سوال مطرح شده مبنی بر مشکلات سازمان سرمایه‌گذاری در حوزه بورس باید ببینیم که دستگاه‌های ذی‌ربط و سازمان سرمایه‌گذاری به عنوان نقش‌آفرینان در جذب و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی چقدر در تعامل با یکدیگر و در ایفای نقش تعریف شده خود هدفمند عمل کرده‌اند بنابراین خواهش من این است که در تقسیم بندی این مشکلات ببینید نقش‌های چیست، مادر چه جایگاه و کجا هستیم و نهادها و دستگاه‌های مختلف چه جایگاه و نقشی را دارند. آنچه مهم است اینکه جذب سرمایه‌گذاری خارجی موضوعی است که منحصر به فعالیت و عملکرد یک سازمان مشخص نیست، بلکه سرمایه‌گذاری خارجی در ظرف میدانی انجام می‌گیرد که بازیگران و عوامل تاثیرگذار در آن متعدد هستند بنابراین برخی از مشکلات ما در جذب سرمایه‌گذاری در حوزه بورس، متأثر از این قاعده کلی و مشابه سایر بخش‌هاست که توضیح داده می‌شود.

**قطعا سرمایه‌گذار وقتی یک حوزه خاصی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کند علم به این موضوع دارد که هم در سود و هم در زیان شریک است...**

**کوده‌ئی:** الزاماً هم در گام اول شاید به این موضوع علم نداشته باشد. ببینید سرمایه‌گذاران را هم می‌توان به دو دسته تقسیم کرد؛ یک عده سرمایه‌گذاران عمومی هستند، به خصوص سرمایه‌گذاران حوزه خلیج فارس و اعراب که پولدار هستند و می‌خواهند جایی پروژه بگیرند که سودآور است. دومین گروه که خاص و مشخص هستند دانش فنی و تخصص در حوزه خاصی مثل حوزه صنعت، توربین، کشاورزی یا بورس دارند. در مورد این افراد که می‌خواهند در بازار یک کشور دیگر سرمایه‌گذاری کنند، نمی‌شود گفت که کاملاً علم و آگاهی دارند. بنابراین سرمایه‌گذار که وارد بازار یک کشور می‌شود، مطالعه می‌کند، با شرکایشان مشورت

دارد تمام سرمایه مصوب به کشور وارد نشود یا در برخی موارد بیشتر از آن نیز وارد شود. اما از آن طرف، ممکن است سرمایه گذار خارجی اصلاً به ما مراجعه نکند و مجوز سرمایه گذاری خارجی را اخذ نکند، ولی می‌تواند سرمایه خود را وارد بورس کند. من آماری را می‌گویم که به سازمان مراجعه کرده و مجوز گرفته‌اند. سر جمع ارزش این مجوزهای صادر شده این رقم است. با این حال تمام این رقم هم بنا به دلایلی محقق نشده است.

### ■ پس آمار ۲۰۰ میلیون دلاری که اشاره کردید آماري است که شما مجوز داده اید؟

**کوده‌ئی:** مجوز داده‌ایم و محقق شده است. اما آن عدد تجمعی و کل سرمایه وارده در بورس قاعدتاً از این مبلغ بالاتر است که البته من آمار دقیقی از آن ندارم و در تعامل با بورس هستیم و به استناد ماده ۲۲ قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی کلیه دستگاه‌ها مکلف شدند که آمار خود را در بخش سرمایه گذاری خارجی به سازمان سرمایه گذاری ارائه کنند.

### ■ با این آمار سهم بورس نسبت به صنایع دیگر مانند توریسم و صنایع دیگر پایین تر است یا بالاتر؟

**کوده‌ئی:** نسبت به صنعت بسیار پایین تر است. در صنعت میلیاردها دلار جذب سرمایه مصوب داشتیم اما آمار بورس نسبت به برخی حوزه‌های دیگر بهتر است. مثلاً نسبت به حوزه زیربناها و حمل و نقل که بسیار هم مهم هستند، بورس جایگاه بهتری دارد. نسبت به کشاورزی و حتی در حوزه توریسم هم بورس سهم بیشتر دارد یا برابری می‌کند. منتها بیشترین سهم سرمایه گذاری خارجی در ایران در حوزه صنعت و معدن است که بیش از ۷۶ درصد را به خود اختصاص داده است.

**■ منابع اطلاعاتی ما به زبان انگلیسی برای سرمایه گذاران خارجی مناسب است؛ چون ممکن است با ایرانیان مقیم خارج هم بخواهند با حضور در صندوقی وارد بازار سرمایه شوند، اساساً سرمایه گذاران ایرانی مقیم خارج را هم جزو سرمایه گذاران خارجی محسوب می‌کنید؟**

**کوده‌ئی:** بر اساس قانون فیپا (قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی) برای ما ملیت سرمایه گذار مهم نیست، بلکه منشأ سرمایه مهم است. منشأ سرمایه از خارج باشد، آورنده آن سرمایه گذار خارجی تلقی می‌شود.

**■ چقدر منابع اطلاعاتی طبقه بندی شده است؟ چقدر از آن به زبان انگلیسی تهیه می‌شود و اساساً چقدر با گزارشگری مالی بین‌المللی متفاوت است؟**

**کوده‌ئی:** شما دست روی دردی گذاشته‌اید که ما مرتباً آن را منعکس می‌کنیم و از دستگاه‌های اجرایی

مراجعه سرمایه گذاران خارجی به ما و سایر شیوه‌های ارتباطی که با آنها داریم اطلاعات مناسب از فرصت‌ها و ظرفیت‌های کشور را در اختیار آنها بگذاریم. البته اطلاعات مناسب و استاندارد دی که قاعدتاً اشخاص و بنگاه‌ها و دستگاه‌های بخشی به صورت حرفه‌ای روی آن کار کردند و با بهره‌گیری از توان مشاوران حرفه‌ای جنبه‌های فنی، مالی، اقتصادی و حقوقی فعالیت‌های اقتصادی را سنجیده‌اند مورد نیاز است که ما به عنوان فرصت سرمایه گذاری آن را می‌نامیم. پیشنهاد مامنوط به این موضوع است که خوراک و فرصت سرمایه گذاری پیشنهادی را دستگاه ذی‌ربط به ما بدهد. مرحله بعد ترویج، تشویق و ارائه این موضوعات و کانال زدن و ایجاد ارتباط با ماست اما اینکه در واقع تعیین کنیم که این پیشنهاد سودآور است یا نه قاعدتاً و به لحاظ فنی مرتبط با حوزه ما نیست.

### ■ بر اساس آمار سازمان شما، سهم

کریمی: یکی از مشکلاتی که در حوزه قوانین و مقررات داریم بی‌ثباتی و تغییرات مستمر است به نحوی که در فواصل کم و هر چند سال یک‌بار شاهد تغییر در مقررات هستیم. باید تلاش کنیم تادر مقررات به سرمایه گذار خارجی و داخلی نگاه یکسانی داشته باشیم

سرمایه گذاری خارجی‌ها در بورس نسبت به دیگر صنایع چقدر است؟

**کوده‌ئی:** تاکنون در بورس حدود ۷۲۱ میلیون و ۶۰۵ هزار دلار سرمایه گذاری خارجی مصوب شده که البته رقم تجمعی و قاعدتاً مربوط به بعد از جنگ تحمیلی است. تاکید می‌کنم این مقدار طرح را تصویب کرده‌ایم، یعنی به معنای این نیست که تمام این طرح‌ها وارد بورس شده‌اند.

**کریمی:** آقای کوده‌ئی! در مورد این مبلغ مطمئن هستید؟ چون این مبلغ زیر یک میلیارد دلار است در حالی که بعضی از سال‌ها رقم بیش از چند میلیارد دلار اعلام شده است؟

**کوده‌ئی:** اجازه بدهید من توضیح کوتاهی بدهم. وقتی می‌گوییم مصوب یعنی ما (سازمان سرمایه گذاری خارجی) به سرمایه گذار مجوز داده‌ایم و ارزش مصوبات و مجوز صادره این میزان است. طبیعی است که امکان

می‌کنند و اوضاع را می‌سنجند. درست است که با توجه به اطلاعات و شاخص‌های کلان که در کشور وجود دارد می‌توانند به یک استدلال و جمع‌بندی کلی برسند اما لزوماً یک سرمایه گذار به خصوص آنهایی که در حوزه عمومی فعالیت و دنبال طرح و فرصت و بازاری هستند که بر سود و درآمد آنها بیفزاید، دارای اطلاعات کامل از بازار و امکان پذیری طرح نیستند. برای همین هم است که در دنیا موسسات و بنگاه‌های مشاوره مالی و اقتصادی نقش فعال خود را ایفاء می‌کنند. می‌خواهم نتیجه بگیرم که وظیفه نهاد های متولی و حتی بخش خصوصی که دنبال جذب سرمایه گذار خارجی هستند این است که برای ارائه فرصت سرمایه گذاری مناسب و در چارچوب استانداردهای بین‌المللی تلاش کنند. در بسیاری موارد به ما مراجعه می‌کنند که برای فلان طرح یا پروژه سرمایه گذاری خارجی را به سوی ما هدایت کنید. این ایده‌ای است که باید به فرصت تبدیل شود و برای تبدیل آن باید دستگاه‌های ذی‌ربط وارد شوند. اگر بخواهم شفاف‌تر بگویم اینکه هر پروژه ویژگی خاص خود را دارد. دستگاه ذی‌ربط و متولی به همراه کارشناس، بازار یاب حرفه‌ای و... قدرت تشخیص سودآوری پروژه را دارد. سازمان سرمایه گذاری نه به لحاظ ماهیت و وظایف قانونی و نه به لحاظ توانمندی‌های وظایف طرح شده نمی‌تواند وارد شود، هر چند به واسطه نهادها و ابزارهای موجود مانند سفارتخانه‌ها، کمیته‌های مشترک اقتصادی با دیگر کشورها، هیات‌هایی که بین کشورها رد و بدل می‌شود و... می‌تواند پتانسیل موجود را شناسایی کرده و ضمن گردآوری اطلاعات، آنها را در چارچوب فرصت‌ها و فعالیت‌های بازاریابی و ارتباطی که با سرمایه گذاران خارجی دارد روی میز سرمایه گذاران بالقوه خارجی بگذارد و ارتباط مناسبی ایجاد کند تا به سمت فرصت مناسب هدایت شوند.

در مورد سودآور بودن، نکته این است که وقتی یک سرمایه گذار خارجی قصد سرمایه گذاری در بورس را دارد، می‌داند که به خاطر ذات بازار سرمایه که همیشه نوسان دارد، ممکن است هم سود و هم زیان داشته باشد، اما همانگونه که شما اشاره کردید سازمان سرمایه گذاری خارجی در بحث سودآور بودن به سرمایه گذار حتی پیشنهاد نمی‌دهد که این صنعت خاص سودآور است و یا ممکن است دولت ناگهان تصمیمی بگیرد که سودآور بودن آن به مشکل بخورد.

**■ پس شما تنها در حوزه اعطای مجوز نقش دارید و معرفی فرصت‌های سرمایه گذاری و پتانسیل‌های صنایع خاص را برای سرمایه گذاران خارجی انجام نمی‌دهید؟**

**کوده‌ئی:** ما اصلاً در بحث سودآور بودن نباید وارد شویم زیرا ما و کیل یا مشاور سرمایه گذار خارجی نیستیم اما می‌توانیم از طریق ابزارهای خود و به هنگام



باز کردن حساب ریالی برای یک سرمایه‌گذار خارجی در بورس در بهترین حالت ۱۰ روز زمان می‌برد. نکته بعدی در مورد شکل فرم‌های تقاضاست. این فرم‌ها ابتدا فارسی نوشته شده و عیناً به انگلیسی ترجمه شده، یعنی بعضی از موارد با دیدی که باید برای یک سرمایه‌گذار خاص و خارجی تعریف شود، نشده است. بعد از اخذ مجوز از سازمان مدارک را برای گرفتن کد بورسی به شرکت سپرده‌گذاری می‌فرستیم. روال کاری شرکت سپرده‌گذاری به این صورت است که چند مشخصه برای شناسایی سرمایه‌گذار تعریف کرده‌اند؛ نام و نام خانوادگی، کدملی و نام پدر و حتی کدملی مشکلی ندارد. اما در هیچ کشور خارجی بر روی مدارک مثل گواهینامه یا پاسپورت، نام پدر درج نشده؛ بنابراین تنها کاری که می‌توان کرد اینک نام‌های بنویسند و تایید کنند که نام پدرشان مثلاً جورج است و امضا کنند. اما تایید همین مورد هم باید با هماهنگی مدیرعامل، نظر هیات مدیره یا کارشناس حقوقی شرکت سپرده‌گذاری باشد که قطعاً روند را کندتر می‌کند، ضمن اینکه برای خارجی‌ها هم حالت خوشی ندارد و برایشان غیرمنتظره و ناراحت‌کننده است. پس بهتر است اگر قرار است فرمی نوشته شود با ذهنیت خودمان آن را ننویسیم. از خود آنها دعوت کنیم، نظر بخواهیم و با ذهنیت آنها و درک مسایل و مشکلاتشان و با دید آنها نسبت به موضوع، کار را انجام دهیم.

بورس یا شرکت‌هایی شوید، گزارش‌ها به زبان خودشان و به زبان انگلیسی موجود است، اما کسی که وارد ایران می‌شود ابزاری برای اینکه بتواند خودش صنعت را تحلیل کند و بر مبنای تحلیل خرید و فروش داشته باشد، ندارد. تا آنجایی که من اطلاع دارم در حال حاضر سه شرکت کارگزاری گزارشی ماهانه درباره وضع بازار را به زبان انگلیسی برای افراد خارجی یا ایرانیانی که خارج از کشور هستند، تهیه می‌کنند.

#### هاشمی نژاد: این گزارش‌ها برای عموم منتشر می‌شود یا مشتریان خاص؟

**شبانی:** تا آنجایی که می‌دانم از طریق ایمیل برای مشتریان خاص ارسال می‌شود. این یکی از بزرگترین معضلات سرمایه‌گذار خارجی برای ورود به ایران است. مشکل دوم اینکه حتی اگر فرض کنیم سرمایه‌گذار به هر طریقی توانست به این گزارش‌ها دست پیدا کند برای خرید حتماً باید با کارگزاران تماس بگیرد چون در حال حاضر سیستم خرید و فروش آنلاین موجود زبان دیگری به جز فارسی ندارد. در حالی که در بورس‌های کشورهای اطراف، یک نسخه معاملات آنلاین به زبان انگلیسی است. بحث دیگر اینکه فرایندهای اجرایی در سازمان بورس گاهی بسیار طولانی است. مثلاً اگر بخواهید در بورس امارات به عنوان یک سرمایه‌گذار خارجی حساب باز کنید فرایندش در نهایت ۴۸ ساعت طول می‌کشد، اما در ایران فرایند

در تمام حوزه‌ها تقاضا و خواهش می‌کنیم که به ما ایده ندهید بلکه فرصت سرمایه‌گذاری در چارچوب استانداردهای بین‌المللی را فراهم کنید. همانطور که می‌دانید در بازارهای رقابت جذب سرمایه‌گذاری خارجی، آنها در کنار مزیت‌های نسبی مختلف، مزیت رقابتی هم دارند. ما حتی برای تبیین مزیت‌های نسبی هم مشکل داریم. آیا مشاوران حرفه‌ای روی این موضوع کار می‌کنند یا اینکه ما تنها دریافت‌کننده درخواست‌های کلی برای جذب سرمایه‌گذار هستیم؟ متأسفانه اکثریت تنها درخواستی است که اصرار دارند برای آنها سرمایه‌گذار معرفی کنیم ولی مشق و تمرین خودمان را خوب نمی‌نویسیم.

**هاشمی نژاد:** به نظر می‌رسد وجود یک دپارتمان یا مدیریت مشخص در سازمان بورس برای راهنمایی و هدایت سرمایه‌گذار خارجی ضروری است. یعنی وقتی سرمایه‌گذار خارجی از سازمان مصوبه می‌گیرد سردرگم می‌شود که به شرکت بورس مراجعه کند یا سازمان بورس یا کارگزاری؛ حتی مراجعه به مشاوران حقوقی هم خودمساله‌ای است، چون هر مشاور حقوقی نمی‌تواند در حوزه بازار سرمایه که حوزه‌ای تخصصی است، اظهار نظر کند.

**شبانی:** اکثر شرکت‌های ماسایت انگلیسی ندارند چه برسد به اینکه صورت‌های مالی آنها به انگلیسی موجود باشد. در کشورهای اطراف وقتی وارد سایت

بیش‌تری نیز به سرمایه‌گذاران ارائه کنند. این موضوع در مورد سایر فعالان بازار نیز صدق می‌کند. در زمینه افزایش دانش مالی و تحلیل محور کردن بازار و کاهش رفتارهای غیر حرفه‌ای سرمایه‌گذاران قطعاً حضور سرمایه‌گذار خارجی به ما کمک می‌کند. اما حضور سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه با محدودیت‌هایی روبروست که می‌توان در چند مورد طبقه‌بندی کرد. اولین و مهم‌ترین محدودیت به مقررات مربوط

می‌شود، یعنی سرمایه‌گذار خارجی ابتدا به قوانین و مقررات کشور مقصد نگاه می‌کند. یکی از مشکلاتی که در حوزه قوانین و مقررات داریم بی‌ثباتی و تغییرات مستمر است به نحوی که در فواصل کم و هر چند سال یک‌بار شاهد تغییر در مقررات هستیم. در کشورهای مختلف، حوزه مقررات برای فعالان بازار سرمایه بسیار اهمیت دارد به طوری که بورس‌ها و بازارهای سرمایه را بر اساس مقررات و نیز محدودیت‌هایی که برای سرمایه‌گذار خارجی می‌آید، ارزیابی می‌کنند. خاطر مهم در جلساتی که در مورد تهیه شاخص FEAS

داشتیم، کشور ما به خاطر داشتن محدودیت‌هایی برای حضور سرمایه‌گذار خارجی، برای قرار گرفتن در شاخص نسبت به سایر کشورهای عضو در تبه پایین‌تری قرار گرفت. حتی پایین‌تر از کشورهای که بورس آنها با بورس تهران قابل مقایسه نبود. بنابراین در زمینه محدودیت‌هایی که برای سرمایه‌گذار خارجی قائل می‌شویم باید بسیار دقت داشته باشیم. باید تلاش کنیم تا در مقررات به سرمایه‌گذار خارجی و داخلی نگاه یکسانی داشته باشیم. کشوری مانند ترکیه در همسایگی ما در جذب سرمایه‌گذار خارجی موفقیت‌های زیادی داشته چون علاوه بر جذابیت بازار - که البته به اندازه بازار ما جذاب نبوده است -

مقررات یکسانی در زمینه سرمایه‌گذاری در بورس برای سرمایه‌گذار داخلی و خارجی داشته و هیچ محدودیت اضافی برای سرمایه‌گذاران خارجی قائل نشده است. ما محدودیت‌های متعددی داریم مانند محدودیت‌های مربوط به سقف مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در هر شرکت و کل بازار و در مواردی نقل و انتقال اصل و فرع سرمایه که در حوزه سرمایه‌گذاری راهبردی هنوز این محدودیت وجود دارد.

**کوده‌ئی:** ولی آقای کریمی، به لحاظ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری هیچ محدودیتی برای درصد سهامداران خارجی نیست و حتی ماده ۸ به ما می‌گوید دقیقاً رفتار برابر بین سرمایه‌گذار داخلی و خارجی صورت گیرد.

در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس برای سرمایه‌گذار خارجی محدودیت‌هایی وجود دارد که سرمایه‌گذار خارجی در یک شرکت خاص بیشتر از درصدی از سهام را نمی‌تواند مالک شود.

**کریمی:** در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی

شوند که فرایند صدور مجوز تسریع شود. این گام‌ها و اقدامات در سازمان سرمایه‌گذاری برداشته شده است. ولی به رغم مکاتبات و درخواست ما هنوز نماینده‌ای از بورس نداریم.

**پس اگر سرمایه‌گذاری متقاضی ورود به بورس باشد، درخواست وی را مستقیم به سازمان بورس ارسال می‌کنید یا روند دیگری باید طی شود؟**

**کوده‌ئی:** به ویژگی‌های طرح بستگی دارد. طبق قانون برای صدور مجوز سرمایه‌گذاری، به مجموعه آقای صالح آبادی یا در سطوح پایین‌تر به اداره نظارت بر کارگزاران ارسال می‌شود.

**آقای کریمی، با توجه به اینکه از همان ابتدای طرح سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و تبدیل آن به آیین‌نامه و دستورالعمل در جریان کار بوده‌اید، نظرتان را درباره فرایند موجود بفرمایید؛ اساساً چه چیزی از طرح می‌خواستید**

### خواجه نصیری: در

فرایند قانون‌گذاری در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی، بیشتر نگاه ترس وجود دارد.

دستورالعمل‌های ما

بیشتر برای این است که راه را بر خارجی ببندد

و به چه چیزی تبدیل شد؟

**کریمی:** تدوین مقررات برای فراهم کردن امکان حضور سرمایه‌گذاری خارجی در بورس با توجه به نیاز بازار ما به سرمایه و سرمایه‌گذار خارجی و برقراری ارتباط با سایر بورس‌ها با هدف توسعه بازار سرمایه، صورت گرفته است، بهره‌گیری از منابع مالی خارجی برای تامین منابع مالی بنگاه‌های اقتصادی، دانش فنی سرمایه‌گذار خارجی، اصلاح ساختار بنگاه و بنگاه‌داری - از جمله مزایای ورود سرمایه‌گذار خارجی در سطح کلان است و در حوزه بازار سرمایه هم مزایایی برای حضور سرمایه‌گذار خارجی متصور است. از جمله افزایش شفافیت بازار چنان‌که دوستان اشاره کردند که صورت‌های مالی به زبانی غیر از زبان فارسی نداریم در حالی که اگر سرمایه‌گذار خارجی داشته باشیم ناچار به رعایت استانداردهای بین‌المللی در افشای اطلاعات خواهیم بود. بهبود سطح ارائه خدمات توسط نهادهای فعال در بازار به سرمایه‌گذاران، بدین معنی که کارگزاران ما باید در صورت حضور سرمایه‌گذار خارجی علاوه بر بهبود سطح خدمات فعلی، خدمات

**حال با این اوصاف، یک سرمایه‌گذار خارجی برای ورود به بورس تهران باید از کجا شروع کند؟**

**شبانی:** در مراجعه به کارگزاری ابتدا فرم‌های لازم پر می‌شود. سپس فرم‌ها به همراه یک نامه برای سازمان و برای اداره نظارت بر کارگزاران ارسال و در همان اداره بررسی می‌شود. مشکل این بخش این است که فرد بررسی‌کننده چند کار دیگر هم دارد ضمن آنکه بعضی از فایل‌ها به انگلیسی است و بررسی آن به نسبت زمان‌برتر است. سرانجام این مجوز شامل معرفی فرد و رقی که می‌تواند در بورس تهران سرمایه‌گذاری کند، صادر می‌شود.

**این عدد چگونه تعیین می‌شود؟ و کد خاص هم داده می‌شود؟**

**شبانی:** عدد را خود سرمایه‌گذار اعلام می‌کند. بعد از اخذ این فرم را برای سپرده‌گذاری می‌فرستیم و کد می‌گیریم. به نظر من شاید بشود یک نفر را آنجا گذاشت تا فقط این کار را انجام دهد تا به جای ۷ روز که بهترین حالت است، کار یک روز به انجام گیرد.

**آقای کوده‌ئی، آیا ارتباط سازمانی بین سازمان سرمایه‌گذاری خارجی و سازمان بورس برای اعطای مجوز وجود دارد؟**

**کوده‌ئی:** در تایید نکته شما در خصوص ضرورت وجود یک متولی برای سرمایه‌گذاری خارجی، باید اشاره کنم که مرکز خدمات سرمایه‌گذاری خارجی ایران به استناد ماده ۷ همین قانون، شکل گرفته است. این مرکز شامل ۱۱ نماینده از وزارتخانه‌ها و دستگاه‌های ذی‌ربط هم در بعد ارائه اطلاعات، راهنمایی و مشورت و هم هماهنگی و تسریع و تسهیل کار برای صدور مجوزهای اولیه - مجوز پیش‌نیاز برای صدور مجوز سرمایه‌گذاری خارجی به سرمایه‌گذاران - فعالیت می‌کند. منتها در قانون این موضوع ذکر نشده که حتماً در این مرکز نماینده بورس باشد اما این اجازه را به وزیر امور اقتصاد و دارایی داده که ایشان هر دستگاهی را که تشخیص دادند، دعوت کنند. ما هم به صورت کتبی از جناب آقای دکتر صالح آبادی درخواست کردیم که نماینده مورد نظرشان را برای انجام برخی وظایف مثل دیگر دستگاه‌ها معرفی کنند. البته نظر ایشان این بود که با توجه به ماهیت کار صدور مجوز معامله بهتر است که سرمایه‌گذار خارجی برای گرفتن مجوز معامله، به بورس مراجعه کند. به این نکته هم اشاره کنم که هر هفته ۱۱ نماینده هفته‌ای دو یا سه روز در سازمان می‌نشینند که نام‌الاختیارند. هر چند در این راه هم مشکلاتی برای صدور مجوز داریم، اما پیشرفت‌های خوبی داشته‌ایم و برای سرعت بخشیدن و استفاده از مدیریت فناوری قرار است ساختاری با عنوان پنجره واحد سرمایه‌گذاری خارجی راه‌اندازی کنیم که سرمایه‌گذاران هر جای دنیا بتوانند به ما درخواست بدهند و در اینجا به سمت دستگاه‌ها مختلف هدایت

محدودیت مالکیتی برای سرمایه گذار غیر راهبردی و محدودیت فروش دو ساله سهام برای سرمایه گذار راهبردی وجود دارد. البته فرض بر این است که قانونگذار محدودیت‌ها را با بررسی جوانب امر و مزایا و معایب فعالیت سرمایه گذار خارجی و مسایل مربوط به ورود و خروج منابع خارجی وضع کرده است. اما در عمل مواعی برای سرمایه گذار خارجی ایجاد شده است که در بازنگری اخیر این مواعی کم تر شده اما هنوز وجود دارد. مسأله بعدی عدم حضور واسطه‌های مالی خارجی در بازار سرمایه ماست. در این سال‌ها تلاش شده که امکان حضور واسطه‌های مالی خارجی را در بازار سرمایه فراهم کنیم تا کارگزاران انواع صندوق‌های سرمایه گذاری و سایر واسطه‌های مالی خارجی بتوانند در بازار ما کار کنند و زمینه حضور سرمایه و سرمایه گذار خارجی را در بازار فراهم کنند بدون شک سرمایه گذار خارجی از طریق نهادهای مالی مورد وثوق خود با اطمینان بیشتری حاضر به سرمایه گذاری می شود و جلب نظر او با واسطه‌های مالی داخلی به زمان بسیار بیشتری نیاز دارد.

**■ به واسطه‌های مالی اشاره کردید. نبود این نهادها به دلیل خلأ قانونی است یا صدور مجوز با سخت گیری صورت می گیرد؟**

**کریمی:** ما مقررات شفاف و مستقلی برای حضور واسطه‌های مالی خارجی نداریم. شاید بتوان به موارد پراکنده‌ای در مقررات اشاره کرد، اما به طور قطع کافی نیست و باید مقررات شفاف و باثباتی برای سهولت بخشیدن به حضور واسطه‌های مالی به ویژه کارگزاران خارجی تدوین و اجرا شود

محدودیت بسیار جدی دیگری که در این سال‌ها در مقابل سرمایه گذاران خارجی برای حضور در بازار سرمایه وجود داشته است مسایل مربوط به حساب سرمایه و مشکلات نقل و انتقال منابع به داخل و خروج سرمایه از کشور بوده است. اینکه سرمایه گذار خارجی نتواند بدون دغدغه سرمایه‌ی خود را وارد کشور کند یا در خروج منابع با محدودیت‌های مقرراتی مواجه باشد نمی توان با وجود سودآوری قابل توجه سرمایه گذاری در بازار ما، انتظار آنها را داشت. در کنار این مشکل، ریسک‌های مربوط به نوسان‌های شدید نرخ ارز را در بازاری بدون ابزار پوشش ریسک هم باید مد نظر داشت. محدودیت بعدی ناآشنایی سرمایه گذاران خارجی با بازار ماست. ما در این سال‌ها در معرفی بازار خود به سرمایه گذاران خارجی به دلایلی از قبیل ضعف در افشای اطلاعات، برخوردار نبودن از زبان مناسب گزارش گری مالی، نداشتن ارتباط با کانال‌های اطلاع رسانی بین المللی، چالش‌های بین المللی و مواردی از این قبیل مشکلاتی داشته‌ایم هر چند ارتباطاتی برقرار شده و مذاکراتی صورت گرفته است تا این امکان فراهم شود.

**■ چه مذاکراتی و با چه نهادهایی؟**

**کریمی:** به طور مثال با رویترز در زمینه ارائه اطلاعات معاملات مذاکراتی صورت گرفته است. اما عملاً این موضوع از مشکلات بازار ماست و تلاش زیادی برای برطرف کردن آن لازم است. علاوه بر محدودیت‌های فوق تنش‌های سیاسی بین المللی نیز در سال‌های اخیر از موانع قابل توجه بوده است که امیدواریم با تدابیر اتخاذ شده به زودی برطرف شود تا امکان بهره‌گیری از مزایای حضور سرمایه و سرمایه گذاران خارجی در بازار سرمایه فراهم شود.

**■ به بحث معرفی بازار سرمایه در دنیا اشاره شد. به زعم کارشناسان حرفه‌ای بهتر است برای حوزه معرفی سراغ موسسات مالی بین المللی یا نهادها و موسسات رتبه بندی رفته و اطلاعات شرکت‌ها را در اختیار این نهادها قرار دهیم تا در اختیار متقاضیان نهایی سرمایه گذاری قرار دهند. در این زمینه خاص آیا سازمان سرمایه گذاری خارجی ورود پیدا کرده؟ آیا شما اطلاعات شرکت‌های داخلی و صنایع سودده و شرکت‌های دولتی مشمول خصوصی سازی را در اختیار موسسات معتبر سرمایه گذاری خارجی قرار می دهید؟**

**کوده‌ئی:** مادر دو بعد کار کرده‌ایم. یک بعد شناسایی فرصت‌های جذاب و استاندارد سرمایه گذاری در کشور، در همه عرصه‌هاست. برای این کار فرم‌های بین المللی اقتباس شده در خصوص طرح‌های سرمایه گذاری در تمام حوزه‌ها را بررسی و فرمی با عنوان پرو فایل طرح‌ها یا پروژه‌ها طراحی کردیم و به تمام دستگاه‌ها، بخش خصوصی، دولتی و متولیان استانی و ملی برای جذب سرمایه گذار خارجی ار جاع و حتی نحوه پر کردن این فرم‌ها را نیز آموزش دادیم. در این فرم شاخص‌های اساسی و اقتصادی طرح که برگرفته از مطالعات امکان سنجی یک پروژه است، لحاظ کردیم. شخص رابط، هزینه و سرمایه در گردش و مواردی که خلاصه‌ای از وضع طرح است که می توانند در این فرم ببینند در اختیار دستگاه‌ها گذاشتیم و برای جمع آوری آن، سایت آنلاین ویژه فرصت‌های سرمایه گذاری در ایران به نشانی WWW.IIO.IR ایجاد کردیم که متقاضیان، صاحبان پروژه‌ها و دستگاه‌ها می توانند اطلاعات پروژه خود را در این سایت قرار دهند تا بعد از بررسی و غربالگری تبلیغات و بازاریابی روی آن صورت گیرد. در حوزه داخلی این کارها انجام شده است.

**■ آیا اولویت شما معرفی طرح‌های سرمایه گذاری بخش دولتی است یا محدودیتی در این زمینه وجود ندارد؟**

**کوده‌ئی:** خیر، همه می توانند وارد شوند؛ دولتی‌هایی که صاحب طرح‌های زیربنایی هستند و بخش خصوصی حقیقی و حقوقی می توانند پروژه

های خود را در این سایت معرفی کنند. اما سوال دوم درباره شرکت‌های توسعه دهنده؛ در این خصوص سعی کردیم با توجه به شرایط و محدودیت‌های بین المللی گفت‌وگوهای خوبی با این شرکت‌ها داشته باشیم و گاه تا مرحله انعقاد تفاهنامه Memorandum Of Understanding (MOU) هم پیش رفتیم اما متأسفانه همانطور که جناب کریمی هم اشاره کردند وقایع و رویدادهای بین المللی تعاملات ما را کند کرده، اما این موضوع تجربه شده و سوابقش موجود است. نمونه‌هایی را به صورت آماده داریم و اکنون هم در حال گفت‌وگو هستیم. در دو ماه گذشته با ایرانیان مقیم خارج از کشور و حتی با خارجی‌ها که دارای بنگاه‌ها و شرکت‌های پرموتر (توسعه گر) هستند، جلسه داشتیم تا به نتیجه نهایی برسیم. حتی قبلاً از سازمان خصوصی سازی خواستیم که وارد ما جراسود و آنها هم استقبال کردند. امیدواریم با تحولات بین المللی مثبت دوباره روند خوبی را شروع کنیم.

**■ آقای شبانی، آیا ورود واسطه‌های مالی قدرتمند به بازار سرمایه ایران و رتبه بندی ناشران و بورس تهران توسط این نهادها می تواند تضمینی برای آمدن سرمایه‌های خارجی باشد؟**

**شبانی:** وقتی بازار ما به بازارهای جهانی وصل نیست، این انتظار که بتوانیم سرمایه گذار خارجی جذب کنیم چندان انتظاریجایی نیست. بازارها را شرکت‌های خاص رتبه بندی می کنند و خیلی از کشورها سعی می کنند در رتبه بندی حضور فعال داشته باشند. برای مثال بحث اقتصادهای نوظهور را می سنجد که وضع بازار آن کشور به چه صورتی است. یکی دو کشور اطراف خودمان سال‌هاست ارتباط تنگاتنگی دارند فقط برای حضور در یکی از این رتبه بندی‌ها. برای مثال وقتی شما رابه عنوان اقتصادهای نوظهور می شناسند به این مفهوم است که حداقل‌هایی وجود دارد و باعث می شود تعدادی سرمایه گذار جذب شود. نمی دانم علت چیست؛ شاید ما همکاری نمی کنیم که آنها سراغ ما نمی آیند یا ما باید سراغ آنها برویم و نمی رویم که در هیچ کدام از رتبه بندی‌ها نیستیم. اگر تلاش کنیم در یکی از این رتبه بندی‌ها قرار بگیریم باعث می شود بیشتر شناخته شویم. یعنی اگر به طور مثال موسسه X بگوید بازار ایران رابه عنوان اقتصادهای نوظهور شناسایی کرد، این خود اعلانی است که این بازار از یک مرحله‌ای عبور کرده که باعث می شود تعدادی افراد برای دیدن این بازار علاقه مند شوند. از طرفی در دنیا فرآیند ادغام بورس‌ها در ۱۰ سال گذشته وجود داشته است. گروه‌های بزرگ بورس دنیا مثل نزدک اوام ایکس یا بورس نیویورک، هر کدام در کشورهای مختلف به صورت ادغام یا خرید سهام وارد بورس‌های مختلف شده‌اند. کشورهای اسکاندیناوی تمامی بورس‌هایشان بخشی از نزدک است در این صورت هم

می‌شود که مدام تاخیر وجود دارد. باز کردن حساب بانکی هم می‌تواند تاخیر داشته باشد و... بنابراین ما این نگاه بین‌المللی و استراتژی و چشم‌اندازی را نداریم. شاید بارها و بارها روی این مساله تبلیغ شده ولی به نظر من بخش عمده‌اش تبلیغات است. فکر می‌کنم که ابتدا باید بپذیریم که می‌خواهیم بین‌المللی شویم. اگر دقت کنید در فرایند قانونگذاری در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی، بیشتر نگاه ترس وجود دارد. فکر می‌کنیم از سمت سرمایه‌گذار خارجی به ما آسیب وارد می‌شود. دستورالعمل‌های ما بیشتر برای این است که راه را بر خارجی ببندد. این یک نگاه و تفکر است که در کشور ما حاکم بوده است. بعد از بحران به وجود آمده در آسیای جنوب شرقی، یکی از بزرگترین راهبردها مادر تفکر سرمایه‌گذاری خارجی، راه‌های جلوگیری از اتفاقی بوده که در آسیای جنوب شرقی پیش آمد. این موضوع را همه می‌دانند اما به این فکر نمی‌کنیم که آنها قبل از وقوع آن حادثه به شدت درهای سرمایه‌گذاری خارجی را باز کرده بودند و مورد تهدید واقع شدند. ما این مرزها را می‌بینیم اما اصل قضیه را ندیدیم که ابتدا بگذاریم سرمایه‌گذاران وارد شوند و بعد مدیریت ریسک هم انجام دهیم. به عقیده من، کار مادر سرمایه‌گذاری خارجی بسیار سخت است. باید کل سیستم را دوباره ساختار سازی کنیم چرا که بحث جزئی و مورد به مورد نیست. آقای شبانی در نقطه‌ای این مسایل را بیان کردند که بحث به تفکر استراتژیک بر می‌گردد. ما در آینده «فیوچر ایندکس» می‌خواهیم، امکان مدیریت ریسک ارزش را هم باید در نظر گرفت، اما قطع به یقین قبل از پرداختن به این موضوعات باید به بازسازی ساختار بپردازیم. شاید امروز آنچه به عنوان تعاملات بهتر بین‌المللی مطرح می‌شود، باعث شده به این موضوع باز هم فکر کنیم. حداقل در سازمان که این طور بوده چون در حوزه تعاملات بین‌المللی امیدهای خوبی وجود دارد و همین باعث شده به بازار و سرمایه‌گذاری در حد بین‌المللی شدن فکر کنیم. تا الان تفکر بین‌المللی واقعاً وجود نداشته و علت اصلی عدم موفقیت در این حوزه هم نبود تفکر بین‌المللی بوده است. نمی‌خواهم بحث را به گزینه‌های عملیاتی و طرح‌های عملی محدود کنم. معتقدم مادر سطوح بسیار بالاتر کار داریم. باید از چشم‌انداز و استراتژی شروع و سعی کنیم که با آن نگاه به جلو حرکت کنیم ضمن آنکه تمام ارکان تصمیم‌گیری بحث اجرایی این موضوع را به عنوان یک اصل و هدف قبول کنند. از تفکر شروع و اهداف را ترسیم کنیم، سپس به جایی برسیم که بپذیریم باید ساختار را تغییر داد. مانند ساختمانی که معلولین هم در آن تردد دارند، از قبل فکر نشده که اگر یک فرد معلول را بخواهیم وارد ساختمان کنیم نه آسانسور مناسب داریم و نه پله‌ها و... و همه چیز مشکل دارد. در مورد بین‌المللی شدن بورس هم هنوز این موضوع در ذهن ما قوت نگرفته بود.

**در کشورهای دیگر این فرایند ۲۴ ساعته یا در نهایت ۴۸ ساعته است. آیا ممکن است این فرایند کوتاه‌تر شود؟**

**خواججه نصیری:** قطعاً می‌توان این فرایند را کوتاه کرد؛ تمام شاخص‌های کسب و کار تعریف شده در دنیا تلاش می‌کنند که زمان ارائه خدمات به سرمایه‌گذار خارجی را کاهش دهند تا سرعت جذب سرمایه‌گذار خارجی افزایش پیدا کنند. به نظر من محدودیت عمده‌ای برای این مورد وجود ندارد اما شاید تاکنون رویکرد مادر بازار سرمایه تفکر بین‌المللی نبوده است. حقیقت قضیه این است که تا امروز داخلی فکر کرده‌ایم که منحصر به بازار سرمایه هم نیست. کلاً در فضای کسب و کار کشور چندان تفکر بین‌المللی نداریم. بنابراین در هر نوع طراحی مساله بین‌المللی بودن در اولویت نبوده است که البته نگاه ما تا به امروز به نوع تعامل بین‌المللی ما هم بر می‌گشته که اساساً این یک تفکر کلان است و شاید بورس یک بخش نهایی و

تمام شاخص‌های کسب و کار تعریف شده در دنیا تلاش می‌کنند که زمان ارائه خدمات به سرمایه‌گذار خارجی را کاهش دهند تا سرعت جذب سرمایه‌گذار خارجی افزایش پیدا کنند

اجرای این تفکر باشد. اما در سطح کلان قضیه خیلی به این موضوع فکر نکرده‌ایم که اگر بین‌المللی نشویم بخشی از کار را از دست داده‌ایم بلکه حتی خیلی وقت‌ها تاکید می‌کنیم که ما به داخل اتکا داریم. این تفکر به نظر من در تمام ارکان جامعه منتشر می‌شود، بنابراین در شاخص‌ها و فضای کسب و کار دنیا جایی نداریم. بورس یا مجموعه بازار سرمایه هم بخشی اقتصادی است که به نظر من استراتژی تعیین نمی‌کند بلکه در چارچوب استراتژی‌ها حرکت می‌کند. به همین علت بورس هیچ وقت از کل مملکت عقب نبوده، نمی‌شود گفت در مقایسه با دیگر بخش‌های اقتصادی بازار سرمایه شرایط سخت‌تری داشته است. دوستان اشاره کردند اما می‌دانند که اگر یک سرمایه‌گذار بخواهد کارهای دیگری در گمرک و یا ثبت شرکت‌های ما داشته باشد به مراتب زمان بیشتری را آنجا صرف می‌کند. من این موضوع را به این علت می‌گویم که شاید به خاطر طولانی بودن زمان به زعم دوستان دیده نشده. سرمایه‌گذار وارد یک فضای تعاملی کسب و کار

افزایی وجود دارد و سیستم‌های معاملاتی یکسان می‌شود و اتفاقات خوب دیگری هم می‌تواند در پس این ادغام رخ دهد. مثلاً اگر بخواهید وارد صفحه بورس ارمنستان شوید مستقیماً شما را وارد صفحه نزدیک می‌کند و تصور کنید که چقدر تاثیرگذار است آن کسی که قصد ورود به سایت بورس ارمنستان را دارد اما در واقع وارد صفحه نزدیک می‌شود. اینها مسایلی است که به آن پرداخته‌ایم بخش دیگر حضور مادر شاخص‌های جهانی است که آقای کریمی هم اشاره کردند. اطلاعات و داده‌های مادر پایگاه‌های اطلاعاتی که برای فعالان بازار در دنیا فراهم می‌شود، موجود نیست. حتی در شاخص‌های آنها نیز تعریف نشده‌ایم. وقتی اطلاعات بازارهای مالی مادر دسترس نیست طبیعتاً اقبال به بازارهای ما کم می‌شود. نکته دیگری که ما با آن بسیار درگیریم اینکه سرمایه‌گذار خارجی که قصد دارد ریسک سرمایه‌گذاری در بورس را متحمل شود معمولاً از طریق خرید ابزارهای متصل به شاخص این کار را انجام می‌دهد و مادر این زمینه هیچ ابزاری برای ارائه نداریم. او نمی‌خواهد سهام بخرد فقط می‌خواهد شاخص بورس را بخرد و هیچ ابزاری برای فروش شاخص نداریم. محدودیت ابزارها جلوی آمدن برخی سرمایه‌گذاران خارجی را می‌گیرد. امیدواریم در بحث ETF، بتوان نوع شاخصی آن را تعریف کرد و به عنوان یک ابزار در اختیار سرمایه‌گذار گذاشت و اگر بشود این موارد را به واسطه‌های مالی که صحبت شد، وصل کرد، می‌شود بهتر کار کرد. به صورت طبیعی، ذهنیت یک نفر در کشور اروپایی که می‌خواهد سرمایه‌گذاری کند به این شکل است که من به بانک خود مراجعه می‌کنم و می‌گویم می‌خواهم در بازار ایران سرمایه‌گذاری کنم، شما چه کمکی می‌توانید به من بکنید؟ بانک هم می‌گوید من دو مورد صندوق دارم که در بازار تهران فعال هستند یا در خاور میانه فعالند و بازار تهران را هم شامل می‌شوند یا مثلاً بانک می‌گوید من به واسطه دفتری که در تهران دارم می‌توانم پیشنهاد بهتری به شما بدهم. این ذهنیت یک سرمایه‌گذار خارجی است که به واسطه عدم حضور واسطه‌های مالی چنین امکانی در حال حاضر وجود ندارد. با اطمینان به شما می‌گویم که اگر یک نفر به دفتر بانک رفت و گفت من می‌خواهم در بازار ایران سرمایه‌گذاری کنم به او می‌گویند من متاسفانه نمی‌توانم هیچ کمکی به شما بکنم. بنابراین بحث ارتباطات بین‌المللی بسیار مهم است و یکی از موانع آمدن سرمایه‌گذار خارجی است.

**آقای خواججه نصیری:** در بحث سرمایه‌گذاری در باره موارد مختلفی صحبت شد که بخشی به حوزه عملکردی سازمان مرتبط می‌شود. اشاره شد که بسیاری از مشتریان خارجی با مشکل طولانی بودن فرایند صدور مجوز روبرو هستند که در بهترین حالت ۲ هفته زمان می‌برد؛ اما





دستگاه‌های اجرایی ضرورتی است که حس می‌شود، ولی نیاز به فرهنگ‌سازی دارد و فرهنگ‌سازی هم ابزارهای خاص خود را می‌خواهد که وارد آن نمی‌شوم. اما نکته دیگر نقش نخبگان دارای ابزارهای قانونی و اجرایی است. منظور از این نخبه، دستگاه‌های اجرایی است که می‌توانند در سیاست‌گذاری‌ها و استراتژی‌ها مداخله کنند و موثر باشند. پس تنها نگاه نباید به این صورت باشد که در سطح کلان فقط برنامه‌ریزی کنیم. شمایی دانید که در برنامه‌ها و در سند چشم‌انداز الزاماتی برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی دیده شده. حتی در برنامه‌های میان‌مدت، برنامه‌های پنج‌م و چهارم، من به خاطر دارم که نگاه این بود که جذب مستقیم سرمایه‌گذار خارجی افزایشی باشد، اما استقراض یا فاینانس مالی، به صورت کاهشی؛ قطعاً برای عملی شدن چنین مسأله‌ای الزامات آن هم در قانون دیده می‌شود. برای نتیجه‌گیری یک مثال می‌زنم، الان در بحث جذب سرمایه‌گذاری خارجی - البته شاید بحث بورس نباشد - مشارکت بخش عمومی - خصوصی نگاه روز دنیا به خصوص کشورهای همسایه ماست آن هم برای اینکه طرح‌های زیربنایی را با این نوع سرمایه‌تأمین مالی کنیم. قطعاً متولی آن دستگاه‌هایی مانند وزارت راه و شهرسازی و وزارت نیرو هستند منتها ما به عنوان نهادی که متولی تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی بوده، گفت و گوهای

راستای فرایند بازاریابی بوده است. می‌خوام به نوع تفکر و تفاوت اشاره کنم. آی‌سامی خواهیم کاری را در این سطح تنها از سمت اینکه کسی یا نهادی می‌خواهد این کار را شروع کند، آغاز کنیم؟ من معتقدم اینها مسایل کوچکی بوده که رفع شده و اگر رفع نشده ناشی از این است که تعامل خیلی خوبی بین نهادهای مالی مادر سطح فرانت آفیس با بخش‌های ستادی ما وجود ندارد. این مسأله باید در کوتاه‌مدت رفع شود. این مسایل به پیش نیازهای زیادی نیاز ندارد. البته این موارد نمی‌تواند ما را به جایگاهی برساند که بگوییم بازار بین‌المللی در جذب سرمایه داریم و در جذب سرمایه خارجی موفق بوده‌ایم. به هر حال بخش زیادی از اشکالات وارده بر پور تفولیو، مدیریت و بحث سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است که سرمایه‌گذاری مستقیم نیست، چون وقتی به بحث سرمایه‌گذاری مستقیم وارد می‌شویم، مسایل سرمایه‌گذاران بسیار پیچیده‌تر می‌شود و از موضوع فرم و... فراتر می‌رود. اما در کوتاه‌مدت نمی‌توان نام مسکن به آن داد و به نظر من الزامی است مانند هر کار دیگری که در یک سیستمی باید انجام شود، اگر امکان تسریع وجود دارد.

**کوده‌ئی:** در تکمیل صحبت‌های آقای خواجه‌نصیری، باید بگویم که دو موضوع مطرح است؛ یکی اینکه تبیین مفهوم و تفکر سرمایه‌گذاری خارجی در کل کشور، چه در نهادهای عمومی و چه در

باید اکنون این فکر را بازسازی کنیم و دوباره ساختار را بسازیم. از لحظه‌ای که سرمایه‌گذار خارجی وارد می‌شود. آدم‌ها و تعاملاتی که باید در این زمینه داشته باشیم و... به نظر من ما نیاز به یک برنامه استراتژیک و بسیار مفصل در حوزه بین‌المللی شدن داریم.

**■ به نکته درستی اشاره کردید، منتها طرحتی که شما از آن صحبت می‌کنید نگوئیم بلندمدت ولی قرار است در میان مدت جواب دهد. مسکن‌های کوتاه‌مدتی که برای این مسأله وجود دارد را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ چرا که شرایط فعلی باعث شده مراجعان هم بیشتر شوند. به نظر شما بهتر نیست مسکن‌های کوتاه‌مدت را در اولویت قرار دهیم و بعد به برنامه کلان بپردازیم؟**  
**خواجه‌نصیری:** برای اصلاح نقص‌ها بحثی نیست. به نظر من می‌شود کار گروه تخصصی تشکیل داد که سنگ‌های موجود را از سر راه بردارند، اما با انجام این کارها به نقطه‌ای که مطلوب ماست نخواهیم رسید. با این کار در حقیقت می‌توانیم وضع فعلی را بهبود ببخشیم. شاید طرح من کمی طولانی مدت باشد اما جذب سرمایه‌گذاری خارجی شاید جزو پیچیده‌ترین اتفاقاتی است که در فرایند سرمایه‌گذاری وجود دارد. تلاش‌هایی که گروه‌های فعال در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی انجام داده‌اند، تلاش‌های خوب و خودجوشی بوده یعنی از سطحی شروع شده که این سطح در

و بتوان آن را خرید. مثلاً می‌گویند ما دوست داریم فیوچرز مس بخریم، آیا امکانش هست؟

**خواجه نصیری:** مطلوبیتشان برای اینکه قرارداد مس ایران را بخرند، چیست؟ چه فرصتی برای آنها ایجاد می‌کند؟ یک سرمایه‌گذار خارجی که راحت می‌تواند در بازار بین‌المللی فیوچرز مس را بخرد چرا باید وارد ایران شود؟ اگر فرصت آربیتراژی منظور باشد که به آن مفهوم هم وجود ندارد چون به هر حال بحث ارز هم در آن دخیل است.

**■ خودتان چه جوابی به این سوال می‌دهید؟**  
**خواجه نصیری:** واقعا به لحاظ علمی توجهی ندارد. تنها چیزی که ممکن است وجود داشته باشد اینکه سرمایه‌گذار خارجی بخواهد مدیریت سرمایه یا بخشی از سرمایه‌اش را در ایران بر عهده نهاد مالی ما بگذارد و سرمایه‌اش را متنوع کند و از این منظر تصمیم بگیرد.

**■ آقای شبانی، با استدلال آقای خواجه نصیری موافقت می‌کنید؟**

**شبانی:** اگر بخواهید پوشش ریسک انجام دهید، سهمی را می‌خرید و ممکن است یک موقعیت هم از طریق اختیار معامله آن سهم بگیرد. فرض کنید شما با تحلیل به این پیش‌بینی رسیده‌اید که مثلاً قیمت جهانی مس ۷ هزار دلار است و احتمال دارد به ۱۰ هزار دلار برسد. چند روش پیش روی شما وجود دارد یا می‌توانید مس بخرید و نگه دارید یا سهام شرکت‌های تولیدکننده مس را بخرید و یا می‌توانید از طریق قرارداد آتی مس در این زمینه سرمایه‌گذاری کنید. سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرید که دوست دارد سهام شرکت ملی مس را داشته باشد و روی مس هم موقعیت قرارداد آتی بگیرد یا مثلاً قرارداد آتی مس در بورس فلزات لندن و در شانگهای دارد، دوست دارد اینجا هم داشته باشد، منظورم این است که منطق افراد می‌تواند با هم متفاوت باشد. می‌تواند مدیریت ریسک باشد، متنوع سازی باشد، پوشش ریسک باشد یا موارد دیگری که بستگی به سرمایه‌گذار دارد. این دسته از سرمایه‌گذاران بحث‌های خیلی خاص تکنیکالی دارند چون مادر بازارهایمان چنین موضوعی نداریم چندان به ذهنمان نمی‌رسد.

**جداگانه دارند؟**  
**خواجه نصیری:** بگذارید اینگونه من جواب سوال شما را بدهم که ما نیازی به مباحث دیگری که ذیل

آیین‌نامه بیاوریم، نداریم. اما تایید کامل بودن نگیرید!  
**■ در تعریف آقای کوده‌ئی، سرمایه‌گذار خارجی هر شخص حقیقی و حقوقی است که منشا پولش خارجی باشد، ولی در آیین‌نامه بورس بحث تابعیت را مطرح کردند که نشان می‌دهد در نخستین تعریف تضاد وجود دارد.**

**خواجه نصیری:** در این آیین‌نامه وقتی شخص خارجی را مطرح می‌کند، بعداً در بحث سرمایه‌گذار خارجی پول با منشا خارجی را هم مطرح می‌کند. شخص خارجی را تعریف می‌کند و بعد می‌گوید که این مقررات شامل شخص خارجی و اشخاص ایرانی هستند که داری پول با منشا خارجی هستند.

**■ آقای شبانی، آیا موردی داشتید که سرمایه‌گذار خارجی بیاید و شما هم به استناد**

**شبانی:** منطق افراد می‌تواند با هم متفاوت باشد. می‌تواند مدیریت ریسک باشد، متنوع سازی باشد، پوشش ریسک باشد یا موارد دیگری که بستگی به سرمایه‌گذار دارد. این دسته از سرمایه‌گذاران بحث‌های خیلی خاص تکنیکالی دارند چون مادر بازارهایمان چنین موضوعی نداریم چندان به ذهنمان نمی‌رسد.

**همین آیین‌نامه راهنمایی‌اش کنید. آیا موردی بوده که یک سرمایه‌گذار خارجی بخواهد در سایر بورس‌ها سرمایه‌گذاری کند و شما به این نتیجه برسید که خلاء قانونی وجود دارد؟**

**شبانی:** در مورد بورس‌ها باید بگویم که بورس انرژی جدید است و خیلی نمی‌شود راجع به آن صحبت کنیم. در بورس کالا هم خارجی‌ها علاقمند هستند که سرمایه‌گذاری کنند، البته نه به صورت اینکه بخواهند کالا بخرند، بیشتر دنبال این موضوع هستند که بر روی کالاهای مختلف فیوچرز داشته باشیم که در حال حاضر بجز روی سکه طلا، در مورد کالای دیگری معاملات آتی وجود ندارد...

**■ البته دستورالعملش وجود دارد، اما کاری در این زمینه انجام نشده است.**

**شبانی:** منظورم چیزی است که موجود باشد

کرده و در نهایت خودمان پیش‌نویس لایحه قانون مشارکت بخش عمومی - خصوصی را تدوین و به آقای وزیر تقدیم کردیم. می‌خواهم به این نکته اشاره کنم که دستگاه‌ها هم می‌توانند در مورد این قضیه نظرات خود را ارائه دهند و از فرصت قانونی استفاده کنند. می‌توانیم در برنامه‌های کوتاه‌مدت وارد شویم. از جمله موارد کوتاه‌مدت آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بازارهای بورس و خارج بورس است. خصوصاً تعریفی که در مورد سرمایه‌گذار خارجی وجود دارد، بحث تبادلات ارزی که با قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذار خارجی تضاد ایجاد می‌کند. همین‌طور محدودیت‌هایی که آقای کریمی هم گفتند؛ اینها مواردی است که باید در مدت کوتاه به آن فکر کرد. همان‌طور که آقای خواجه نصیر فرمودند باید کمیته‌ای شکل بگیرد تا با بررسی تمام جوانب و در چارچوب برنامه کوتاه‌مدت فکر شود. خصوصاً اینکه من فکر می‌کنم با تحولات سیاسی بین‌المللی باید این آمادگی را پیشاپیش داشته باشیم ضمن آنکه فکر می‌کنم ضرورت‌های این موضوع این است که در بحث مقررات با هماهنگی کلیه دستگاه‌ها اعم از بورس، بانک مرکزی و نهادهای مختلف مساله را سرعتر به پیش بریم.

**■ در آیین‌نامه موجود موارد خاصی آمده که برای سرمایه‌گذار خارجی ابهام ایجاد می‌کند. از جمله اینکه در این آیین‌نامه بسیار کلان در باره سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار صحبت شده اما اشاره‌ای به کالا، فرابورس و انرژی نشده. آقای خواجه نصیری در این مورد نظرتان چیست؟ آیا تعریف بورس در این آیین‌نامه کامل است یا نیاز دارد که بورس‌های دیگر هم در این آیین‌نامه گنجانده شود؟**

**خواجه نصیری:** این آیین‌نامه تنها برای سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار است، بنابراین نامی از بقیه بورس‌ها برده نشده است. ضمن آنکه نام خرید کالا را نمی‌توان سرمایه‌گذاری گذاشت و خیلی به آن قائل نیستیم که بخواهیم نام آن را سرمایه‌گذاری بگذاریم. شاید بتوان نام آن را معامله گذاشت و از منظر معامله‌نیاز به مقررات داشته باشیم. هر چند در دستورالعمل‌ها چون محدودیتی وجود نداشته ما دستورالعمل رینگ صادراتی را در خصوص کالا داریم یا در بورس انرژی در مقررات خودش نحوه معامله با ارز در بازار هدف بین‌المللی را داریم. آیین‌نامه دقیقاً به سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار، بورس و فرابورس را پوشش می‌دهد و به نظر نمی‌رسد در بخش مبادلات کالایی خودمان نیاز به درست کردن مقرراتی برای بخش کالایی داریم که ذیل آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی باشد.

**■ پس معتقدید که آیین‌نامه کامل است و سایر بورس‌ها هم مقررات خودشان را به‌طور**

دوم اینکه همانطور که اشاره کردم حتماً با خارجی‌ها مشورت داشته باشیم چون اگر در اتاق خودمان بنشینیم باز ممکن است چیزی بنویسیم که مفید نباشد و کارایی لازم را نداشته باشد.

### ■ آیا سازمان علاقه‌ای به استفاده از توان متخصصان خارجی در نوشتن استراتژی‌های جذب سرمایه‌گذاران خارجی دارد؟

**خواجه نصیری:** همینطور است و آن چیزی که پس ذهن ماست و تا حدودی انجام شده ۸۰ درصد کمک‌ها را از خارجی‌ها گرفته‌ایم. وقتی وارد بورس‌های موفق می‌مانند هنگ‌کنگ و سنگاپور می‌شوید می‌بینید این بورس‌ها را کلاً خارجی‌ها اداره می‌کنند. بحث این است که وقتی یک فرد خارجی می‌آید با خود تعامل و دانش می‌آورد چون در عرصه‌های بین‌المللی او را می‌شناسند. تمام این موارد وارد بورس ما می‌شود اما متأسفانه ما کار بین‌المللی نکرده‌ایم. اگر به من بگویند که استراتژی بورس بین‌المللی بنویس من که سرجمع سه بورس خارجی و در آن هم تنها در دو دیوارش رادیده‌ام واقعاً حرفی برای گفتن ندارم. حتی اگر بایک سری جستجوی اینترنتی و کار کتابخوانی این استراتژی را نوشتیم حالا از کجا می‌خواهیم شروع کنیم، کجا ما را می‌شناسند و راه می‌دهند. تمام این موارد مهم است. به نظر من باید قطعاً این کار را بکنیم و خارجی‌ها و متخصصان بیاوریم. من در آنکتاد دیده بودم که برای بین‌المللی کردن بورس‌های کشورهای که در مجموعه اقتصادهای نوظهور می‌گنجد، متخصص معرفی می‌کردند. در دبی برای مدیریت بورس‌های کالا از بورس لندن متخصص پیشنهاد می‌کنند که کلاً کار بورس را در دست می‌گیرد. به نظر من این راهکار خوبی است. مثال واضح اینکه مادر فوتبال تجربه‌اش را اداریم. آقای کی‌روش به عنوان مربی تیم ایران فقط دانش نیابورده، ایشان تعامل دارد، آدم‌های مختلف او را می‌شناسد. نمی‌توانیم بگویم او آدمی است که فقط و فقط دانشش را آورده. در حوزه بین‌المللی هم به همین صورت است که به تعیین استراتژی بر می‌گردد که به این نقطه برسیم که بدانیم وقتی قصد داریم از پبله و چارچوب خودمان خارج شویم و با دنیا صحبت کنیم، باید زبان و روش آنها را بلد باشیم، اما خیلی عقب هستیم. باز تأکید می‌کنم چون تفکر بین‌المللی نبوده، وقتی به شخص من برای سپردن پستی فکر کردند به این موضوع توجه نشد که آدم بین‌المللی هستیم یا نه؟ فقط به این توجه شده که من دانش مالی دارم یا ندارم، بورس را می‌شناسم یا نه، دانش مدیریتی دارم یا نه. اما در مصاحبه استخدامی نپرسیدند که تو چقدر با جهان در تعاملی؟ بنابراین من که در سازمان بورس نشسته‌ام این دانش را ندارم. در صورتی که بورسی مانند بورس سنگاپور یا بورسی مانند هنگ‌کنگ عمدتاً کسانی که در بورس کار می‌کنند تحصیل کرده کشورهایی هستند که دارای بازار سرمایه قوی هستند. اشخاص تأثیرگذار در

این حوزه هستند؛ تفکرشان این است که اگر نتوانم یک سرمایه‌گذار خارجی به بورس اضافه کنم، بورس کشور من زمین می‌خورد. این تفکر در کشور ما وجود ندارد چیزی که برای من سوال است و به نظرم در اولین قدم باید به این پاسخ داد اینکه ما چرا می‌خواهیم سرمایه‌گذار خارجی بیاوریم؟ واقعاً قصد جذب نقدینگی داریم؟ اساساً از پس نقدینگی داخل کشور بر آمده‌ایم؟ می‌خواهیم تامین مالی کنیم؟ آیا توانسته‌ایم در داخل کشور تامین مالی داشته باشیم؟ که باعث شود دردی از تورم کشورمان برداریم؟ اگر تامین مالی در داخل کشور داشته باشیم، حداقل به کاهش نقدینگی و در نتیجه کاهش تورم کمک کرده‌ایم. پس مادر همین حد و در همین نقاط هم گرفتاری‌ها و مسایلی داریم. وقتی می‌خواستیم سلف نفت را راه بیندازیم همین سوالات مطرح شد. خواستیم مدل ارزی و مدل ریالی آن را طراحی کنیم. بعد به این نتیجه رسیدیم که برای پروژه‌های نفتی خودمان تامین مالی کنیم؛ ما هنوز به نقطه تامین مالی در داخل کشور نرسیده‌ایم. آیا واقعاً تمرکزمان روی تامین مالی و جذب نقدینگی است؟ یا به دنبال این هستیم که روی بحث‌های تراز تجاری و ارزش پول ملی و سرمایه‌گذاری خارجی و تعاملات بین‌المللی وارد شویم. مثلاً آقای شعبانی تلاش کند سرمایه‌گذاران بیشتری وارد بورس کند که باعث می‌شود رشد شاخص مان بیشتر شود و قیمت سهام بالاتر برود. آیا این را می‌خواهیم؟ این مهم اصلاً چه کمکی به ما می‌کند؟ نمی‌خواهیم اصل موضوع را زیر سوال ببریم. وارد بحث سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی هم نمی‌شوم زیرا بحث دیگری است که شرکتی می‌تواند فناوری وارد کند و می‌تواند همان مزایایی که برای مشاور خارجی گرفتم برای شرکت اتفاق بیفتد. اما وقتی بر توفی سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذار خارجی در دست می‌کنیم، هدفمان چیست؟ وقتی دارم این سوالات را مطرح می‌کنم پس ذهنم اهدافی هم متصور هستم که بسیار کارآمد است. اما خیلی ساده قصد دارم بگویم که خیلی وقت‌ها در همین نقاط هم سوالات اساسی داریم.

**کریمی:** به‌طور قطع با این بحث آقای خواجه نصیری که به مقوله سرمایه‌گذاری خارجی به صورت جدی و اساسی پرداخته نشده است، موافقم. بالاخره این مشکلات را داشته‌ایم، اما فقط نگاه خودمان نبوده که تأثیرگذار بوده، بلکه متغیرهای دیگری هم تأثیر داشته است. شرایطی به وجود آمده که ماناگزیر از تأکید بر روی اقتصاد مقاومتی بوده‌ایم و در این بین خیلی‌ها فکر می‌کنند اقتصاد مقاومتی یعنی اینکه تنها بر توان داخلی تکیه کنیم که به نظر صحیح نیست. مسایل بیرونی گاهی ما را به این سمت برده که مقداری از تفکر سرمایه‌گذاری خارجی و جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی فاصله بگیریم، اما حالاً امید هست که فضای قدری مناسب‌تر شود، باید بیشتر به موضوع جذب سرمایه‌گذار خارجی و جذب منابع دانش فنی

و سایر مزایای آن توجه کنیم و به‌صورت جدی‌تر به ارتباطات بین‌المللی فکر کنیم. اما جذب سرمایه‌گذاران بین‌المللی و بین‌المللی شدن قطعاً نیاز به ابزارها و لوازم بین‌المللی دارد. در بورسی که تقریباً فقط سهم معامله اما اگر چه تلاش می‌کنیم ابزاری جدید اضافه کنیم، جذابیت برای سرمایه‌گذار خارجی خیلی کم است. آقای شعبانی اشاره کردند که ما به ابزارهای مختلف نیاز داریم. در بازار سرمایه کشوری که نوسان ارزش پولش اینقدر زیاد است و ابزاری برای مدیریت ریسک نوسان ندارد، قطعاً حضور سرمایه‌گذار خارجی با محدودیت مواجه می‌شود. بنابراین در کنار تغییر نگرش و برنامه‌ریزی استراتژیک نیاز داریم به این سمت حرکت کنیم که همراه با معرفی بورس از طریق ارائه اطلاعات در کانال‌های بین‌المللی، ابزارهای متعددی برای جذب سرمایه‌گذار خارجی در اختیار داشته باشیم. استفاده از تجربه بورس‌هایی که به این سمت رفته‌اند و نیز استفاده از نیروهای بین‌المللی یک ضرورت است. اما بهره‌گیری از بازار ابزار مشتق برای مدیریت ریسک به‌ویژه ابزاری برای مدیریت ریسک نوسان نرخ ارز، اصلاح مقررات مربوط به سرمایه‌گذاری خارجی، اصلاح مقررات افشای اطلاعات و تقویت ضمانت اجرای آن، تصویب و اجرای مقررات حاکمیت شرکتی، تسهیل ورود و خروج منابع و کاهش محدودیت‌های غیر ضروری از اقداماتی داخلی است که به جذب سرمایه‌گذاری خارجی کمک خواهد کرد.

### ■ اگر بخواهیم بورس تهران بین‌المللی شود به این معنی که سهام شرکت‌های خارجی وارد این بازار شود یا سهام شرکت‌های ما در بورس‌های خارجی پذیرش شوند، چه پیش‌نیازی می‌خواهیم و اساساً چنین کاری امکان پذیر است یا نه؟

**کریمی:** البته بر داشت من از پرسش شما پذیرش متقابل در بورس‌های مختلف است که الان این شیوه‌ای نیست که به آن چندان توجه شود. از آن جا که ارتباطات بین‌المللی سریع، شفاف و قوی شده و گاهی در بعضی از حوزه‌ها ETFهایی هستند که سهام را در بورس‌های مختلف معرفی می‌کنند یا واسطه‌های مالی که می‌تواند در بورس‌های مختلف برای مشتریان خود سرمایه‌گذاری کند، خیلی نیازی نیست که ما به دنبال پذیرش شرکت‌های خودمان در بورس‌های دیگر باشیم. زمانی این موضوع کمک می‌کرد که شرکت‌های ما با پذیرش در یک بورس پیشرفته استاندارد‌های افشای اطلاعات و روابط با سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشیدند و باعث بهبود این استانداردها در بورس مبدأ نیز می‌شدند. الان ابزارهای دیگری وجود دارد و من چندان نیازی به این موضوع نمی‌بینم.

### ■ شما معتقدید که ما با استفاده از ابزارهای مالی موجود در بازار سرمایه، می‌توانیم این کار

## را انجام دهیم؟

کریمی: بله نهادهای جدید و راهکارهای جدید وجود دارد و من نیازی به این موضوع نمی‌بینم.

## از دیدگاه یک کارگزار، این کار چه قدر عملیاتی و شدنی است؟

شبان: اگر شما الان یک حساب کارگزاری از یک کارگزاری بانکی معتبر در دنیا داشته باشید، دسترسی به حدود ۵۰ تا ۶۰ بورس دنیا برای شما فراهم است. بنابراین چندین نیازی به این مهم نیست که یک سهم در دو بورس مختلف لیست شود و در دو بورس مختلف معامله شود. با همان حساب می‌توانید تمام سهم‌های مختلف را در جاهای گوناگون دنیا معامله کنید. من بین‌المللی شدن را به این شکل نمی‌بینم. بهتر است که بیشتر با بورس‌های بین‌المللی با بخش‌های مختلفی از بازار سرمایه که در دنیا فعال هستند، مرتبط باشیم ضمن آنکه سرمایه‌گذار خارجی هم داشته باشیم و برعکس یعنی یک کارگزاری در ایران بتواند به مشترکانش در جاهای مختلف دنیا سرویس بدهد یا شرکت‌هایی که خدمات می‌دهند بتوانند ایران را به فهرست خودشان برای سرویس‌هایی که به مشتریان خود ارائه می‌دهند، اضافه کنند.

خواججه نصیری: من هم فکر می‌کنم بحث دوگانگی در اولویت نیست. اگر بخواهیم به یک راه حل برسیم شاید استفاده از ابزارهای مختلف بهتر باشد که تبعات سرمایه‌گذار مستقیم را نداشته باشد و به عنوان سپرده‌ای از سهام‌داری‌ها عمل کند. البته باز هم آزادی عمل را خواهد گرفت و به نظر من اولویت فعلی ما نیست. **کوده‌ئی:** البته دستگاه‌های تخصصی‌تری می‌توانند جواب دهند منتها برای بین‌المللی شدن بورس هم مطالعات تحقیقی و تطبیقی لازم است، اینکه مادر چه جایگاهی هستیم، کشورها را دیگر در چه جایگاهی هستند؟ زمینه‌ها و ظرفیت‌ها چگونه است؟ این کار چقدر می‌تواند به ابزارهای ما کمک کند. توجه به این موارد لازمه و مقدمه کار است.

## آقای کوده‌ئی، به نظر شما آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس در قیاس با قانون حمایت از سرمایه‌گذار خارجی چه نقاط ضعفی دارد که باید مرتفع شود؟

کوده‌ئی: من فکر می‌کنم برای جذب سرمایه‌گذاری در بورس مانند همه بخش‌های دیگر باید در چارچوب بهبود فضای کسب و کار پیش برویم و نگاه به سمت رفع محدودیت‌ها، تسریع و تسهیل فرایندها داشته باشیم و بعد از آن ایجاد ساختارهایی باشد که بتواند به ما کمک کند. بنابراین به برنامه‌ریزی بلندمدت نیاز است اما نباید از برنامه‌ریزی کوتاه‌مدت هم غافل شویم. در این راستا، پیشنهاد بنده این است که آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس بازنگری شود؛ هر چند قبلاً آیین‌نامه دیگری بود و دوباره تدوین شد اما نیاز به بازنگری وجود دارد تا تمام جوانب نگریسته شود. البته عملکرد جذب

سرمایه‌گذاری خارجی تنها به خاطر ویژگی‌های آیین‌نامه نبود، عوامل تاثیرگذار زیادی بود که نتوانستیم جذب سرمایه بیشتر در بورس داشته باشیم که به نظر بیشتر به خاطر محدودیت‌های بین‌المللی بوده است. اما اگر بخواهیم در این حوزه کار کنیم باید نگاه‌های متفاوت در آیین‌نامه داشته باشیم و به سمت رفع محدودیت‌ها و تسریع و تسهیل فرایندهای موجود گام برداریم. مورد دیگر تضادهایی است که بین آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس با قانون و آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و سایر مقررات کشور وجود دارد به عنوان مثال، در یکی از مفاد آیین‌نامه بورس که فکر می‌کنم ماده ۱۰ باشد، افتتاح حساب ارزی لحاظ شده اما مقررات بانکی می‌گوید فرد خارجی حتماً باید اقامت داشته باشد و این عملاً نمی‌شود. سرمایه‌گذار آیین‌نامه را مطالعه می‌کند که نوشته شده می‌تواند حساب ارزی داشته باشد اما بعد از مقررات داخلی ما با مشکل مواجه می‌شود. همچنین مباحثی که در تعریف

خواججه نصیری: اگر می‌خواهیم از تمام توانمندی و توان و پشتیبانی مالی و توسعه نقاطمان برای بهبود سرمایه‌گذاری خارجی استفاده کنیم ابتدا باید از خود بپرسیم هدفمان چیست و به کجا می‌خواهیم برسیم و بعد نقشه راه را بر اساس آن ترسیم کنیم

سرمایه‌گذار ۱۸ تا ۲۰ میلیون دلار نزد ما به عنوان آورده خارجی ثبت می‌کند. آیا تمام این مبلغ وارد بورس می‌شود؟ این مهم است. به یاد دارم که در آیین‌نامه‌های قبلی یک حساب ویژه‌ای بود یعنی کنترل می‌شد آیا الان هم اینگونه است؟ سرمایه‌گذار خارجی همه پول را اینجا آورده؟ این موارد در بحث سرمایه‌گذاری مهم است و باید به آن پرداخته شود. نکته دیگر اینکه نرخ ارز مورد عمل که در ماده ۱۰ آیین‌نامه گفته شده، تک‌نرخ است و اگر تک‌نرخ نباشد، نرخ بازار آزاد حساب می‌شود. اینجا در تعریف نرخ مورد عمل در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه بورس اختلاف وجود دارد. در قانون سرمایه‌گذاری خارجی نرخ روز به تشخیص بانک مرکزی بوده که یک نرخ مبادله‌ای است اما در حوزه بورس نگفته تشخیص نرخ بازار آزاد بر عهده چه نهادی است. من برخی از جزئیات این تفاوت‌ها را گفتم. کلیات موضوع این است که نگاه سریعی تر، امیدواریم محدودیت‌ها کمتر شود.

## آقای خواججه نصیری، به نظر می‌رسد آیین‌نامه فعلی نیاز به اصلاحات جدی دارد.

خواججه نصیری: البته بحث اصلاح فرایندهای اجرایی، بحث دیگری است ولی بعضی از حرف‌ها مهم‌تر از بقیه است. مدل کشور ترکیه مدل خیلی خوبی است که توانسته قدم‌های خوبی در حوزه سرمایه‌گذار خارجی بردارد و میزان توسعه یافتگی‌شان را از تقابلی‌شان و لی‌وقتی راجع به روش‌ها، فرایندها و اهداف صحبت می‌کنیم ما را به آن سمت نمی‌کشاند. اگر بخواهیم از فضای سرمایه‌گذاری خارجی در جهت توسعه پایدار کشور استفاده کنیم باید حتماً حواسمان به این نکته باشد که به این نقطه برسیم. اما برخی تفکرات مانند زرافه است فقط سر بر گ‌ها را می‌چیند، فقط به صرف اینکه یک چیزی را می‌گویند خوب است، دنبال می‌کند. اما در حوزه سرمایه‌گذار خارجی نباید دنبال این موضوع برویم. موضوع سرمایه‌گذاری خارجی نام قشنگ و زیبایی است اما تاکید می‌کنم که امروز به توجه به بلوغی که در سرمایه‌گذاری خارجی داریم اگر می‌خواهیم از تمام توانمندی و توان و پشتیبانی مالی و توسعه نقاطمان برای بهبود سرمایه‌گذاری خارجی استفاده کنیم ابتدا باید از خود بپرسیم هدفمان چیست و به کجا می‌خواهیم برسیم و بعد نقشه راه را بر اساس آن ترسیم کنیم. اگر می‌گویم استراتژیک فکر کنیم دنبال این نیستیم که کار طولانی دو ساله انجام دهیم فقط دوست دارم هر زمانی که کار را شروع کردیم، مثلاً اوراق مشارکت و بدهی طراحی کنیم؛ هدف این است که به تامین مالی برسیم اما نمی‌رسیم چون نهادهای دولتی آن را منتشر می‌کنند و بانک‌ها هم می‌خرند و هیچ کدام از آن اهداف پوشش داده نمی‌شود. در سرمایه‌گذاری مالی این تهدید به طریق اولی وجود دارد و اگر درست در باره این تهدید فکر کنیم می‌توانیم این تهدید را به فرصت تبدیل کنیم.

سرمایه‌گذار خارجی، شخص خارجی و متقاضی وجود دارد، باید تجمیع شود و یک پیام روشن تر داشته باشد. نکته دیگری که در همان ماده اشاره شده سازوکار و میزان انتقال ارزی است. در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذار خارجی تعیین میزان انتقال ارزی با مکانیسمی تعریف شده که بر اساس صورت‌های مالی حسابرسی شده، حسابرسی مستقل با بررسی صورت مالی تعیین می‌کند که چه مقدار ببرد؛ اما در اینجا وقتی سرمایه‌گذار به ما مراجعه می‌کند ما باید از بورس بخواهیم که این کار را انجام دهد اما ماهیت سرمایه‌گذاری در بخش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی با سرمایه‌گذاری در بورس فرق می‌کند. اینجا در بورس دیگر مانند بنگاه نیست که خیلی راحت بشود ارزیابی کرد. بنابراین این جایگاه باید دیده شود که چگونه میزان انتقال مشخص شود. به عنوان مثال