



تحلیل وضع سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه ایران

چرا «خارجی‌ها» به بورس تهران نمی‌آیند؟

با وجودی که می‌توان روابط مستقیمی بین سرمایه‌گذاری خارجی و داخلی در تحلیل روند با استفاده از برخی شاخص‌ها به عمل آورد اما با مقایسه دو آماری که اشاره کردید و بدون توجه به این بخش در بازار سرمایه نمی‌توان تحلیل معتبری از ایه داد بنابراین به نظر بنده بهتر است بجای تحلیل روابط این دو موضوع، سرمایه‌گذاری خارجی را به طور مستقل بررسی کرد تا پاسخی برای بی‌اقبال بازار سرمایه در این خصوص یافت. **■ برای بررسی این مهم چه فاکتورهایی را باید مدنظر قرار داد؟** ابتدا لازم است محیط‌های مرتبط با

معیار، قبل از نگاه به آمار و ارقام موجود باید گامی به عقب‌رفت و تفسیر درستی از موضوع پیدا کرد. دکتر «سعید جمشیدی فرد» که علاوه بر حوزه حسابداری در رشته حقوق هم فعالیت دارد طی گفت‌وگوی اختصاصی به بررسی این موضوع پرداخته است. وی معتقد است همه راه‌های جذب سرمایه‌گذار خارجی به بهبود محیط سیاسی ختم می‌شود. ادامه این گفت‌وگو را با هم می‌خوانیم.

■ **قریب ۲۰۰ میلیون تومان است. به نظر شما چرا بازار سرمایه بیش از ۴۰۰ هزار میلیارد تومانی ایران نتوانسته برای خارجی‌ها جذاب باشد؟**

پرونده حضور سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه که روی میز باشد نگاه‌ها به دنبال پیدا کردن کاستی‌ها و فراهم کردن بستر مناسب است. آمار هم چندان روی خوش نشان ندهد تکاپو برای عیب‌یابی مشکل دو چندان می‌شود. از بررسی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی گرفته تا مراحل اخذ مجوز از سازمان بورس و اوراق بهادار. هر چند به زعم رییس هیات مدیره شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری

■ **بر اساس آمار رسمی سازمان بورس تا نیمه نخست امسال، میزان سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه ایران**

شده؟ از طرفی انتقادهایی به آیین نامه جذب سرمایه گذار خارجی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. از تعاریف سرمایه گذار خارجی تا محدودیت‌هایی که برای خروج اصل سرمایه وجود دارد. به نظر شما این آیین نامه می‌تواند احساس امنیت را در سرمایه گذار خارجی ایجاد کند؟

به نظر من قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی و آیین نامه مربوط و اصلاحات موثری که در اوایل دهه ۸۰ نسبت به آن صورت گرفت بستر نسبتاً مناسبی در تطابق با وضع اقتصادی زمان خود بود. اگر چه کامل و جامع نبوده، ولی در مقایسه با شرایط سیاسی، اقتصادی و فرهنگی ناکارتر نبود و با نگاه به سوابق حضور سرمایه گذاران خارجی در مجموع محیط حقوقی مانع اصلی نبوده است. اما اگر منظور از بازار سرمایه به طور مشخص بورس اوراق بهادار باشد باید گفت که عملاً تجربه محسوسه‌ای از جلب سرمایه گذاری خارجی از زمان تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ به دلیل برجسته بودن موانع در سطوح سیاست بین‌المللی نداشته‌ایم. با وجودی که اصلاحات مقرراتی بعد از آن تاریخ حضور سرمایه گذار خارجی را تسهیل و محدودیت‌های سرمایه گذاری برای آنان را کاهش داد. حتی در مواردی حمایت و ضمانت دولت از سرمایه گذار خارجی شامل سرمایه ایرانیان خارج از کشور را در مقایسه با سرمایه گذاران ایرانی داخل کشور بیشتر است.

■ به اعتقاد بسیاری از کارشناسان، نبود ساختاری منسجم برای انتشار اطلاعات مالی شرکت‌های حاضر در بورس تهران و همچنین معرفی پتانسیل‌ها و فرصت‌های سرمایه گذاری آنها به زبان انگلیسی یکی از چالش‌های مهم در جذب سرمایه گذاری خارجی است. به نظر شما چرا بازار سرمایه ایران هنوز به سمت گزارشگری مالی بین‌المللی حرکت نکرده است؟

من هم موافقم که ساختار موجود نشر اطلاعات مالی و چگونگی معرفی فرصت‌های سرمایه گذاری برای جذب سرمایه گذار خارجی طراحی نشده ولی مسئله این است که ورودی قابل توجه وجود نداشته که این موضوع مانع تلقی شود. برعکس فکر می‌کنم از نظر انتشار اطلاعات و توان معرفی به زبان‌های دیگر از جمله انگلیسی به دلیل وجود نیروهای جوان، تحصیل کرده و آگاه به بازار در مقایسه با سایر بخش‌های اقتصادی چابکی و انعطاف لازم وجود دارد. البته حرفه حسابداری و بازار سرمایه به سمت گزارشگری مالی بین‌المللی

با حضور حداقل دو طرف معامله و عملیات برقرار و اصولاً یک طرف خارجی پس از ارزیابی کلی شاخص‌ها و متغیرهای تصمیم‌گیری کلان، از طریق یک شریک تجاری و بنگاه اقتصادی محلی با بازار یک کشور آشنا می‌شود. پس می‌توان حدس زد که با فضای اقتصادی سال‌های اخیر تجار و سرمایه گذاران ایرانی در تعاملات بلندمدت تمایل محسوسه‌ای به سرمایه گذاری واقعی از خود نشان نداده‌اند، بنابراین آنها هم نمی‌توانند به ترغیب طرف‌های خارجی بپردازند.

■ فکر می‌کنید بازار سرمایه ایران به بین‌المللی شدن نیاز دارد یا در وهله نخست باید اصلاحات در قوانین فعلی و تعریف قوانین جدید تر را مود توجه قرار داد؟

موضوع قوانین و مقررات در محیط حقوقی ارزیابی می‌شود و معمولاً پس از محیط‌های

بدر نظر گرفتن تفکر غالب فضای بین‌الملل و تجارت جهانی، سرمایه گذاران قبل از ورود چهار محیط اصلی یعنی سیاسی، اقتصادی، حقوقی و فرهنگی کشور میزبان را بررسی و ریسک‌های خود را به تفکیک در هر یک ارزیابی می‌کنند

سیاسی و اقتصادی در اولویت قرار دارد. همانطور که اشاره کردم مرحله اول برقراری تعاملات مالی بین‌المللی بطور اعم برطرف شدن موانع سیاسی در سطح جهانی است و بدون رفع آنها به صرف اصلاح قوانین و مقررات نباید انتظار بهبود روابط تجاری و بین‌المللی شدن بازار سرمایه ایران را داشت. البته بازار سرمایه ایران به بین‌المللی شدن نیاز دارد تا هم بازار سرمایه ایران را معرفی کند و هم به توسعه ابزارها و ساختارهای بازار از طریق برقراری روابط متقابل با بازار دیگر کشورها بپردازد.

■ به نظر شما، قوانین و آیین نامه‌های فعلی تا چه حد توانسته‌اند یک سرمایه گذار خارجی را به حضور در بازار سرمایه تشویق کنند؟ آیا حمایت‌های قانونی و امنیت سرمایه گذاری سرمایه گذار به خوبی دیده

تجارت و کسب و کار بین‌الملل (Trade & International Business) و سرمایه گذاری مستقیم خارجی (FDI: Investment) را شناسایی و طبقه بندی کرد، سپس به ارزیابی هر یک از محیط‌ها پرداخت و در نهایت مطلوبیت برای حضور دارندگان چنین سرمایه‌هایی را سنجید. به طور کلی با در نظر گرفتن تفکر غالب فضای بین‌الملل و تجارت جهانی، سرمایه گذاران قبل از ورود چهار محیط اصلی یعنی سیاسی، اقتصادی، حقوقی و فرهنگی کشور میزبان را بررسی و ریسک‌های خود را به تفکیک در هر یک ارزیابی می‌کنند. به این نکته توجه کنید که ترتیب این چهار پارامتر بسیار اهمیت دارد؛ اگر از نظر آنها محیط سیاسی مطلوب نباشد با وجود جذابیت‌های اقتصادی، مناسب بودن ساختارهای حقوقی و نبود تعارض و حتی تحمل پذیری فرهنگی حاضر به سرمایه گذاری نمی‌شوند در حالی که اگر محیط سیاسی را مطلوب و با ثبات ارزیابی کنند بر امکان پذیری رفع موانع اقتصادی، حقوقی و فرهنگی تامل می‌کنند و به دنبال راه‌هایی از طریق چانه زنی‌های سیاسی، شرکای محلی با نفوذ و لحاظ منافع مشترک می‌گردند. در همین حد روشن است که با وجود جذابیت‌های اقتصادی ایران از نظر اندازه، منابع اولیه، برخورداری از نیروی انسانی قابل توجه کمی و کیفی و دانش نسبی مطلوب در مقایسه با دیگر کشورهای منطقه، قدرت پرداخت از یک سو و سوابق دیرینه از همگرایی محیط حقوقی و شاخصه‌های فرهنگی - اجتماعی از سوی دیگر جریان ورود سرمایه و منابع خارجی جهت معکوس به خود گرفته است.

■ متصل نبودن بازار سرمایه ایران با بازارهای بین‌المللی چقدر در ناشناخته ماندن این بازار موثر بوده است؟

مختصات و ویژگی‌های اقتصادی ایران برای تحلیلگران در سطح کلان ناشناخته نیست. ولی معامله‌گران و طرف‌های تجاری خارجی اعم از آنان که قبلاً حضور داشته‌اند یا بالقوه بازار ایران را رصد می‌کنند زمانی به تصمیم به ورود می‌گیرند که محیط سیاسی کشور میزبان در تعامل با قواعد پذیرفته شده و اغلب بین‌المللی از نظر آنان مطلوب شناخته شود. زمان وقفه حضور علاقه‌مندان خارجی برای ورود به اقتصاد ایران زیاد شده و در سطح بنگاه، گاه به درصد مستمر بازارهای ایران هم نمی‌پردازند. همانطور که می‌دانید نکته مهم در شناخت بازار هر کشوری تنها از طریق سیاست گذاران و تحلیل‌گران در سطح کشور انجام نمی‌شود؛ بلکه رابطه تجاری

ویکارگیری استانداردهای مربوط (IFRS) حرکت کرده و اگر موانع محیط‌های سیاسی و اقتصادی وجود نداشت زودتر از اینها این نوع گزارشگری به جهت نیاز ذی‌نفعان در بازار سرمایه استفاده می‌شد. در حال حاضر موانع مقرراتی بکارگیری استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی از طریق تجویز وزیر امور اقتصادی و دارایی وقت و تصویب در سال ۱۳۹۱ در مجمع عمومی سازمان حسابداری به عنوان مرجع تدوین استانداردهای پیاده‌سازی شده است. همچنین نقشه راهی برای پیاده‌سازی آن با همکاری سازمان حسابداری از طریق سازمان بورس و اوراق بهادار برای الزامی کردن گزارشگری مزبور برای ناشرین بورس اوراق بهادار تهیه شده است. بنابراین انتظار می‌رود که برخی از ناشرین از دوره‌های مالی - از ابتدای سال ۱۳۹۴ - مجاز به انتشار گزارش‌های مالی خود بر این اساس شده و به تدریج فراگیر شود.

■ توسعه معاملات آنلاین و دسترسی آسان به بازار سرمایه ایران تا چه حد می‌تواند در جذب خارجی‌ها موثر باشد؟
معاملات آنلاین و دسترسی آسان به بازار، ابزارهایی برای تسهیل ارتباط و معاملات است ولی اصل، فراهم شدن بسترهای لازم برای حضور سرمایه خارجی است. در نبود بستر لازم به صرف وجود ابزار کسی به سرمایه‌گذاری ترغیب و تشویق نمی‌شود.

■ به نظر شما، شورای عالی بورس به عنوان عالی‌ترین نهاد تصمیم‌گیر بازار سرمایه چه اقداماتی می‌تواند انجام دهد؟

این شورای به عنوان مقام سیاستگذاری در این بازار باید موانع اشاره شده را از نگاه بازار سرمایه و مبتنی بر ادبیات تخصصی و بنگاهداری به تصمیم‌گیران عالی‌ه و قانون‌گذاران انتقال دهند. بنده معتقدم یکی از مشکلات که شورای بورس می‌تواند در رفع آن کمک کند ایجاد در کمی مشترک از ادبیات تجارت بین‌الملل و سرمایه‌گذاری خارجی است. تاثیر محیط سیاسی بر این حوزه انکارناپذیر است، اگر چه دولت به عنوان نهاد سیاسی باید برای رفع موانع این محیط گام بردارد ولی در مواجهه با سرمایه‌گذاران اعم از خارجی و داخلی باید با ادبیات سطح بنگاه به موضوع بپردازد. ادبیات کلان و کلی در محیط بین‌الملل غالب است و این خود مانعی در تشخیص مشکلات این حوزه است. این تفاهم بین نهاد رسمی دولتی مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی در وزارت امور اقتصادی و دارایی و نهاد سیاستگذار بازار سرمایه باید برقرار شود.

■ آیا تشکیل کارگروه یا ستادهای مشترک

میان بازار سرمایه و نهادهای سیاسی و اقتصادی از بخش‌های دولتی و خصوصی می‌تواند به تعریف یک برنامه مدون برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی منتج شود؟
قطعاً. الان با امیدواری که به بهبود تعاملات بین‌المللی به وجود آمده باید سناریوهایی با فرض رفع موانع سیاسی در جذب سرمایه‌گذاری خارجی پیش‌بینی شود. اگر چه محیط سیاسی مسیر سرمایه‌گذاری خارجی را فراهم می‌کند اما جنس آن به محیط اقتصادی تعلق دارد. در عین حال با تمامی محیط‌ها ارتباط دارد. پس سیاسیون به تنهایی نمی‌توانند برنامه کامل تنظیم کنند. برنامه مزبور باید حاوی نگرش اقتصادی با حضور فعالان اقتصادی و کسب و کار، بازنگرشی در فضای حقوقی مربوطه، توجه به بخش‌های خصوصی، دولتی و عمومی غیردولتی، ملحوظ داشتن بسترهای فرهنگی و موانع آن

معاملات آنلاین و دسترسی آسان به بازار،

ابزارهایی برای تسهیل

ارتباط و معاملات است

ولی اصل، فراهم شدن

بسترهای لازم برای

حضور سرمایه خارجی

است. در نبود بستر

لازم به صرف وجود ابزار

کسی به سرمایه‌گذاری

ترغیب و

تشویق نمی‌شود

و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری خارجی و راه‌های حضور آنان باشد. بنابراین تشکیل کارگروه یا نهادی متشکل از اشخاص مسئول و ذی‌ربط ضروری است.

■ فکر می‌کنید عمده دغدغه‌های یک سرمایه‌گذار خارجی برای آمدن به بورس تهران چیست؟

موضوع انکارناپذیر بازار بورس تهران در مقایسه با دیگر کشورهای با زدهی قابل توجه آن است که می‌تواند برای یک سرمایه‌گذار خارجی جذاب باشد. با این حال سرمایه‌گذاران خارجی در وهله اول باید از ثبات سیاست بین‌المللی کشور اطمینان نسبی حاصل کنند سپس به جمع‌آوری اطلاعات و بررسی بازار بپردازند. باید بتوانند با برخورداری از اطلاعات مزبور احساس وجود شفافیت و امکان

اندازه‌گیری ریسک‌های مرتبط را بیابند. بتوانند حقوق و مخاطرات خود را در مقررات بشناسند و از وجود ضمانت‌های اجرای لازم مطمئن باشند.

■ پیش‌بینی شما از تداوم حضور سرمایه‌گذاران خارجی در بازار سرمایه چیست؟

این دولت‌ها هستند که با بهبود روابط می‌توانند دغدغه‌های اصلی را رفع کنند. با وجودی که محیط سیاسی موثرترین نقش را در ایجاد موانع سرمایه‌گذاری خارجی دارد، در عین حال سرعت رفع موانع آن با تغییر در تصمیمات یا مسئولان بسیار زیاد است، در حالی که تغییر در محیط فرهنگی، حقوقی و اقتصادی کندتر اتفاق می‌افتد. در نتیجه به دنبال توافقات اخیر در ژنو این امیدواری که موانع اصلی به تدریج برداشته شود، به وجود آمده است. در این صورت ساختارهای بخش‌های اقتصادی و حقوقی باید به طور متناسب مستقر شوند و به تدریج ریسک‌های منتشره اصلاح و کاهش یابند. نهادهای بازار مالی و البته خود سرمایه‌گذاران راه‌های تسریع در تعامل و برقراری روابط تجاری و سرمایه‌گذاری را به وجود خواهند آورد. با این حال نباید در کوتاه‌مدت انتظار تزیق قابل توجهی از سرمایه‌گذاری با مالکیت و ملیت خارجی در بازار بورس اوراق بهادار داشت. وجوه مورد انتظار برای ورود ابتدا با مشارکت سرمایه‌گذار داخلی، با حمایت دولت و در پروژه‌ها و بازار اولیه محتمل‌تر خواهد بود. تصور افق زمانی به روند بهبود روابط، اراده دولت‌ها و اعتماد سرمایه‌گذاران بستگی دارد.

■ بورس‌های کالا، فرابورس و انرژی چگونه می‌توانند به بازارهایی جذاب برای سرمایه‌گذاران خارجی تبدیل شوند؟

قابلیت‌ها و پیشرفت‌های فناوری و عملیاتی فعالان اقتصادی کشور در کالاهای قابل مبادله در بورس‌های کالا و انرژی قابل توجه و اعتنا از سوی هم‌تایان خارجی و دارندگان برند و اعتبار بین‌المللی است. در صورت بهبود روابط بین‌المللی، این حوزه‌ها فرصت مناسبی برای تشکیل مشارکت‌های خاص (Joint Ventures) با طرف‌های خارجی به مقصد صادرات کالا و خدمات یا ایجاد پروژه‌های سرمایه‌گذاری در کشور ثالث است. خلاء حضور مسادر بازارهای جهانی ایجاد می‌کند تا از طریق مشارکت با طرف‌های فعال خارجی در این بازارها، تجربه صادراتی و سرمایه‌گذاری خارجی را تمرین کنیم. این قابلیت در تولید نیروگاه‌ها و فرآوری مواد و حامل‌های انرژی و برخی کالاهای مورد مبادله در بورس کالا و پروژه‌های قابل عرضه در فرابورس وجود دارد.