

## قواعد حاکم بر ورود و خروج سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه ایران

نرگس باقری مطلق<sup>1</sup>

دانشجوی دکتری حقوق خصوصی دانشکده

حقوق، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

حمیدرضا صالحی<sup>2</sup>

استادیار، گروه حقوق، دانشگاه پیام نور، تهران،

ایران

تاریخ پذیرش: 1397/04/03

تاریخ دریافت: 1395/07/05

### چکیده

سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه یا به عبارتی دادوستد اوراق بهادار توسط اشخاص، مستلزم مقدمات و تشریفات و دربرگیرنده مراحل مختلف حضور سرمایه‌گذار در بازار سرمایه یعنی مرحله ورود، فعالیت و خروج است. چه بسا شناسایی مقدمات و تشریفات ناظر بر مرحله ورود، فعالیت و خروج، درخصوص اشخاص خارجی علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه کشور به دلیل بیگانه بودن و عدم اطلاع کافی از مقررات حاکم و به عبارتی از فرآیند سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، مهم‌تر و پررنگ‌تر جلوه نماید. در این مقاله سعی بر آن بوده است که با توجه به مقررات موجود، مفهوم «سرمایه‌گذار»، «سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه کشور» و هم‌چنین «حوزه ورود و خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه» مورد بررسی قرار گیرد. علاوه بر این، قواعد ناظر بر مرحله ورود و خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه با ملاحظه «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» و «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» (آیین‌نامه جدید) و برجسته نمودن نقاط ضعف و قوت آن در مقایسه با آیین‌نامه سابق مصوب 1384 مورد مطالعه قرار گرفته و در خاتمه نیز پیشنهادهای مقتضی ارائه شده است.

1- Narges\_5139@yahoo.com

2- نویسنده مسئول: [Salehi\\_hamid1202@yahoo.com](mailto:Salehi_hamid1202@yahoo.com)

**کلیدواژه‌ها:** سرمایه‌گذاری خارجی، بازار سرمایه، سرمایه‌گذار خارجی راهبردی، سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی.

### مقدمه

سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه یکی از مهم‌ترین و پرکاربردترین انواع سرمایه‌گذاری خارجی محسوب می‌شود. این پدیده از آن جهت مهم تلقی می‌شود که خود دربرگیرنده دو موضوع اساسی یعنی «سرمایه‌گذاری خارجی» و «بازار سرمایه» است (Qasemi-Hamed & Baqeri-Motlaq, 2013). در خصوص اهمیت و ضرورت سرمایه‌گذاری خارجی همین بس که در دنیای امروز، نه تنها کشورهای در حال توسعه، بلکه حتی کشورهای توسعه‌یافته نیز به جذب سرمایه‌های خارجی مبادرت کرده‌اند و در این زمینه با هم به رقابت می‌پردازند (Baqeri-Motlaq, 2012).

موضوع مهم دیگر در این باب، «بازار سرمایه» است. بازار سرمایه، مرجع جمع‌آوری نقدینگی و پس‌اندازها به منظور تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری است. اگر سرمایه به منزله رگ حیات سرمایه‌داری و تخصیص و توزیع سرمایه به عنوان مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی تلقی می‌شود، این بازار سرمایه است که نقش هدایت و تخصیص منابع اقتصادی را به سوی واحدهای اقتصادی نیازمند سرمایه به عهده دارد (Abdoh-Tabrizi & Radpoor, 2012).

چنین فواید و ضرورت‌هایی موجب شده که این نوع سرمایه‌گذاری علی‌رغم عدم تصریح قانون‌گذار در «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» مورد توجه متولیان کشور قرار گرفت و اولین بار در سال ۱۳۸۴ به موجب آیین‌نامه هیئت وزیران، چهارچوب قانونی، تنظیمی و نظارتی به خود بگیرد. آیین‌نامه مصوب ۱۳۸۴ تحت عنوان «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار» که از این به بعد تحت عنوان آیین‌نامه سابق از آن یاد می‌شود صرفاً به بحث سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بازار بورس اوراق بهادار که در حقیقت یکی از ارکان بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود، می‌پرداخت که به دلیل برخی نواقص و مشکلات در سال ۱۳۸۹ جای خود را به «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس» داد که از این به بعد تحت عنوان آیین‌نامه جدید از آن یاد می‌شود (Baqeri-Motlaq, 2012).

در آیین‌نامه مذکور امکان سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بازارهای خارج از بورس نیز به‌عنوان رکن دیگری از بازار سرمایه فراهم آمده است. با این حال، آیین‌نامه مزبور در خصوص امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بورس کالا، سازوکاری پیش‌بینی ننموده است و آن را شامل نمی‌شود. یکی از مهم‌ترین عوامل مورد توجه اشخاص خارجی جهت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، آشنایی با مفهوم سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری خارجی و نحوه ورود، فعالیت و خروج از بازار سرمایه از دیدگاه مقررات حاکم در کشور میزبان است (Lashkari, Emamverdi & Hamzei, 2012). همین امر، ضرورت انجام چنین تحقیقاتی را توجیه می‌کند.

با توجه به مواد موجود در آیین‌نامه مصوب ۱۳۸۴ و آیین‌نامه مصوب ۱۳۸۹، مطالب حول سه محور اصلی می‌چرخد که عبارتند از: ورود، فعالیت و خروج.

در مرحله ورود شخص خارجی به بازار سرمایه اهم مسائل عبارتند از: ۱. آشنایی با مفهوم سرمایه‌گذار ۲. سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه و ۳. تشریفات مربوط به ورود شخص خارجی به بازار سرمایه نظیر اخذ مجوز معامله. شخص خارجی پس از انجام تشریفات مربوط به ورود به بازار سرمایه قادر به فعالیت و به عبارتی دادوستد اوراق بهادار خواهد شد. مرحله آخر، خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه است که مباحثی را در خصوص انتقال اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای و محاسبه وجوه قابل انتقال دربرمی‌گیرد.

در مقاله حاضر، قواعد ناظر بر مرحله ورود و خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه با ملاحظه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس (آیین‌نامه جدید) و برجسته نمودن نقاط ضعف و قوت آن در مقایسه با آیین‌نامه سابق مصوب ۱۳۸۴ مورد مطالعه قرار گرفته است. بنابراین ابتدا، قواعد حاکم بر ورود سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه تبیین خواهد شد. (بخش اول) و متعاقباً، مبحث خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه کشور مورد بررسی قرار خواهد گرفت. (بخش دوم)

### ورود سرمایه‌گذار خارجی به بازار سرمایه

هر شخص سرمایه‌گذار نیازمند یک آگاهی و دید کلی نسبت به سرمایه‌گذاری مورد نظر است. بدون در اختیار داشتن چنین آگاهی‌ای، سرمایه‌گذار با مشکلات و موانعی روبرو و سرمایه‌گذاری

برای او پرخطر خواهد شد. (Baqeri-Motlaq, 2012) سرمایه‌گذار خارجی هم از این مسئله مستثنی نیست و چه بسا این امر برای او پررنگ‌تر جلوه نماید. برای سرمایه‌گذار خارجی جهت ورود به بازار سرمایه کشور دیگر و در نهایت سرمایه‌گذاری در آن، آگاهی از قوانین و مقررات حاکم بر سرمایه‌گذاری خارجی، در خصوص مفهوم سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری خارجی، فرآیند سرمایه‌گذاری خارجی در کشور میزبان، موانع و محدودیت‌های موجود و تشویق‌ها و حمایت‌های در نظر گرفته شده، اساسی و مهم است. لذا ابتدا به بررسی و شناسایی مفهوم سرمایه‌گذار خارجی و متعاقباً مفهوم سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه پرداخته شده است. بعد از آن موضوع اخذ مجوز سرمایه‌گذاری و مجوز معامله و در نهایت، مسئله افتتاح حساب بانکی، اخذ کد معاملاتی و انتخاب کارگزار جهت انجام معامله مورد مطالعه قرار گرفته است.

### مفهوم سرمایه‌گذار خارجی در بازار سرمایه

«قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» که مرتبط‌ترین قانون در رابطه با سرمایه‌گذاری خارجی است در ماده اول، «سرمایه‌گذار خارجی» را تعریف کرده است. از دید قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، نه تنها اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی، بلکه اشخاص حقیقی یا حقوقی ایرانی که دارای سرمایه با منشأ خارجی و البته مجوز سرمایه‌گذاری را اخذ کرده باشند، تحت عنوان «سرمایه‌گذار خارجی» قرار می‌گیرند. سؤالی که ممکن است مطرح شود این است که آیا قید «با استفاده از سرمایه با منشأ خارجی» تنها معطوف به اشخاص حقیقی یا حقوقی ایرانی است یا این که در خصوص اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی هم، خارجی بودن منشأ سرمایه، الزامی است؟

شاید به نظر برسد که قید «با استفاده از سرمایه با منشأ خارجی» تنها ناظر به اشخاص ایرانی است و چنانچه نظر قانون‌گذار، تعمیم قید مزبور به اشخاص خارجی می‌بود، می‌توانست از عبارت «اشخاص حقیقی یا حقوقی دارای سرمایه با منشأ خارجی» استفاده کند که هم شامل اشخاص خارجی و هم شامل ایرانیان می‌شد. چنین نظری به این نتیجه منتهی خواهد شد که در قانون تشویق و حمایت، خارجی بودن شخص سرمایه‌گذار بیش‌تر ملاک است تا خارجی بودن سرمایه. حداقل در خصوص اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی و یا به عبارتی در خصوص اشخاص خارجی اصل بر آن است که سرمایه آنان منشأ خارجی دارد و اشخاص ایرانی، زمانی تحت شمول حمایت‌های

قانون مزبور واقع می‌شوند که خارجی بودن منشأ سرمایه خود را به اثبات برسانند. به نظر می‌رسد جواب سؤال مطروحه با لحاظ سایر مواد موجود در قانون فوق‌الذکر قابل حل باشد. ماده یک قانون در تعریف «سرمایه‌گذاری خارجی» بیان می‌دارد: «سرمایه‌گذاری خارجی: به کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود پس از اخذ مجوز سرمایه‌گذاری» می‌باشد. همین ماده در تعریف سرمایه خارجی اشعار می‌دارد: «سرمایه خارجی: انواع سرمایه اعم از نقدی و یا غیر نقدی که توسط سرمایه‌گذار خارجی به کشور وارد می‌شود...». با توجه به مواد فوق‌الذکر، از دیدگاه «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی»، سرمایه خارجی، سرمایه نقد یا غیر نقدی است که توسط سرمایه‌گذار خارجی که به موجب ماده یک هم دربرگیرنده اشخاص حقیقی یا حقوقی خارجی و هم شامل اشخاص ایرانی است، وارد کشور می‌شود. لذا سرمایه شخص خارجی که منشأ داخلی دارد از نظر این قانون سرمایه خارجی تلقی نمی‌شود. بنابراین، ملاحظه می‌شود چنانچه، صرف خارجی بودن شخص سرمایه‌گذار صرف نظر از منشأ سرمایه او مدنظر قانون‌گذار می‌بود، در تعاریف فوق‌الذکر به جای عبارت «به کارگیری سرمایه خارجی»، از عبارت «به کارگیری سرمایه اشخاص خارجی» استفاده می‌کرد.

قانون‌گذار در ماده یک آیین‌نامه جدید، به بیان منظور خود از برخی اصطلاحات و لغات مندرج در آیین‌نامه می‌پردازد و از آن‌ها رفع ابهام می‌کند. به موجب بند ۹ ماده یک آیین‌نامه مذکور، «سرمایه‌گذار خارجی» چنین تعریف شده است: «شخص خارجی که مجوز معامله را از سازمان دریافت نموده باشد». از آنجایی که آیین‌نامه فوق‌الاشعار در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس تدوین شده، لذا روشن است که منظور از سرمایه‌گذار خارجی در این آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس می‌باشد، نه سرمایه‌گذار خارجی به معنای عام کلمه. به موجب بند ۵ ماده یک آیین‌نامه جدید، مراد از سازمان در این آیین‌نامه، «سازمان بورس و اوراق بهادار» موضوع ماده ۵ قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ است.

ملاحظه می‌شود که در آیین‌نامه جدید، تنها شخص خارجی که مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت نموده باشد، تحت عنوان «سرمایه‌گذار خارجی» شناخته می‌شود. در بند ۶ آیین‌نامه، اصطلاح «شخص خارجی» تعریف شده است. این بند بیان می‌دارد: «هر یک از اشخاص زیر، شخص خارجی محسوب می‌شود: الف- شخص حقیقی که تابعیت ایران را نداشته باشد؛ ب-

هر شخص حقوقی که در کشوری غیر از ایران به ثبت رسیده باشد؛ ج- هر شخص حقوقی ثبت شده در ایران که مجموع سهام اشخاص موضوع قسمت‌های الف و ب در سرمایه آن بیش از ۵۰ درصد باشد. در صورتی که صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر، شخص خارجی قلمداد شود، تا زمانی که سهم اشخاص موضوع قسمت‌های الف و ب در سرمایه آن به ۴۰ درصد تنزل نیابد، همچنان خارجی تلقی خواهد شد». از مجموع تعاریف ارائه شده می‌توان نتیجه گرفت که به موجب آیین‌نامه مربوطه، «سرمایه‌گذار خارجی در بورس یا بازارهای خارج از بورس» عبارت از شخص خارجی ای است که مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت نموده باشد و شخص خارجی مورد نظر از سه حالت خارج نیست: حالت اول: شخص حقیقی غیر ایرانی؛ حالت دوم: شخص حقوقی ثبت شده در خارج از ایران؛ حالت سوم: شخص حقوقی ثبت شده در ایران که مجموع سهام شخص حقیقی غیر ایرانی یا شخص حقوقی ثبت شده در خارج از ایران، در سرمایه آن بیش از ۵۰ درصد باشد.

در خصوص صندوق سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر، تا زمانی که سهم شخص حقیقی غیر ایرانی یا شخص حقوقی ثبت شده در خارج از ایران، در سرمایه آن از ۴۰ درصد تنزل پیدا نکرده باشد، شخص خارجی محسوب می‌شود. بنابراین، در آیین‌نامه جدید، تنها شخص خارجی است که می‌تواند عنوان «سرمایه‌گذار خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس» را کسب نماید. لذا از دیدگاه آیین‌نامه مورد بحث، شخص ایرانی ولو با سرمایه دارای منشأ خارجی، «سرمایه‌گذار خارجی» قلمداد نمی‌شود.

سؤال قابل طرح آن است که آیا در این مورد، آیین‌نامه مزبور با قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی تعارض دارد یا خیر؟ زیرا طبق قانون تشویق و حمایت، شخص ایرانی با سرمایه خارجی که مجوز سرمایه‌گذاری مربوطه را اخذ نموده باشد نیز سرمایه‌گذار خارجی محسوب می‌شود؛ اما در آیین‌نامه جدید، تنها شخص خارجی است که می‌تواند با اخذ مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار، عنوان «سرمایه‌گذار خارجی» را به خود اختصاص دهد. باید توجه نمود که برخلاف آیین‌نامه سابق که در آن به ایرانیان دارای سرمایه با منشأ خارجی اشاره‌ای نشده بود، در آیین‌نامه جدید از این دسته، تحت عنوان «متقاضی» یاد شده است. بند ۷ آیین‌نامه، متقاضی را تعریف کرده است: «شخص خارجی یا شخص ایرانی با سرمایه دارای منشأ خارجی که طبق ماده ۴، تقاضای دریافت مجوز معامله را به سازمان ارائه داده است».

لذا، متقاضی سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس، علاوه بر شخص خارجی که به تعریف آن پرداخته شد، می‌تواند شخص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی که مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار دریافت نموده است نیز باشد. به عبارت دیگر، از دیدگاه آیین‌نامه، شخص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی، تنها می‌تواند متقاضی سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازارهای خارج از بورس باشد و با دریافت مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار، مشمول حمایت‌ها و مزایای مقرر در آیین‌نامه شود، لذا برخلاف قانون تشویق و حمایت، «سرمایه‌گذار خارجی» محسوب نمی‌شود؛ زیرا صرفاً شخص خارجی دارای مجوز معامله، به موجب آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی قلمداد می‌شود.

در حقیقت، در آیین‌نامه همانند قانون تشویق و حمایت، علاوه بر هدف جذب سرمایه‌های اشخاص خارجی، جذب سرمایه‌های خارجی ایرانیان نیز مدنظر بوده و به منظور تحقق آن، همان حمایت‌ها و مزایای در نظر گرفته شده برای اشخاص خارجی به ایرانیان دارای سرمایه خارجی که مجوز معامله دریافت نموده‌اند نیز تسری داده شده است. البته باید در نظر داشت که به موجب تبصره ۱ ماده ۴، این دسته از ایرانیان تنها با دریافت مجوز معامله، از تسهیلات و مزایای پیش‌بینی شده در آیین‌نامه جدید برخوردار می‌شوند و محدودیت‌های مقرر در آیین‌نامه فقط مربوط به سرمایه‌گذاران خارجی خواهد بود (Baqeri-Motlaq, 2012).

آیین‌نامه جدید علاوه بر استفاده از اصطلاح «سرمایه‌گذار خارجی» و تعریف آن، اصطلاح «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» (Strategic Investor) و «سرمایه‌گذار خارجی غیر راهبردی» (Non-Strategic Investor) را نیز به کار برده است. لذا در ادامه به شناسایی این دو دسته از سرمایه‌گذاران خارجی پرداخته خواهد شد.

اگرچه در تدوین آیین‌نامه جدید از اصطلاح «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» و «سرمایه‌گذار خارجی غیر راهبردی» استفاده شده، ولی تنها به تعریف «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» پرداخته شده است. آیین‌نامه مزبور در بند ۱۰ ماده ۱، «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» را چنین تعریف نموده است: «سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازارهای خارج از بورس را دارد، یا پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس، یک کرسی هیئت‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد». همان‌طور که ملاحظه می‌شود، آیین‌نامه برای شناسایی سرمایه‌گذار خارجی راهبردی دو معیار ارائه می‌نماید

که سرمایه‌گذار خارجی در صورت دارا بودن حداقل یکی از آن‌ها، راهبردی تلقی می‌شود. این دو معیار عبارتند از: ۱. تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس؛ ۲. در اختیار گرفتن یک کرسی هیئت‌مدیره شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس بعد از تملک سهام آن.

شاید بتوان این گونه استنباط نمود که هدف مقنن از انتخاب اصطلاح «راهبردی» برای معرفی این دسته از سرمایه‌گذاران، اشاره به نقش راهبردی آن‌ها در شرکت به سبب تملک بیش از ده درصد سهام شرکت یا نقش راهبردی آن‌ها در هدایت و رهبری امور شرکت به سبب در اختیار گرفتن یک کرسی هیئت‌مدیره باشد. زمانی که آیین‌نامه بیان می‌دارد که سرمایه‌گذار خارجی راهبردی بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را در تملک دارد، به این معناست که سرمایه‌گذار خارجی راهبردی در تملک سهام شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس، با محدودیتی روبرو نیست و حتی می‌تواند صد درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را تملک نماید. در صورتی هم که سرمایه‌گذار خارجی کم‌تر از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را در تملک خود داشته باشد ولی به سمت عضو هیئت‌مدیره آن شرکت منصوب شود، از دید آیین‌نامه، سرمایه‌گذار خارجی راهبردی محسوب می‌شود و احکام مربوط به این دسته از سرمایه‌گذاران خارجی بر او حاکم است (Baqeri-Motlaq, 2012).

از آنجا که آیین‌نامه جدید صرفاً به تعریف سرمایه‌گذار خارجی راهبردی پرداخته و تعریفی از سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی ارائه نکرده است، شاید بتوان از مفهوم مخالف بند ۱۰ ماده ۱ در تعریف سرمایه‌گذار خارجی راهبردی، برای روشن ساختن مفهوم سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی، کمک گرفت. به این ترتیب که سرمایه‌گذار خارجی غیر راهبردی عبارت است از: سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک کم‌تر از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را دارد یا کرسی هیئت‌مدیره آن شرکت را در اختیار نداشته باشد.

اولین ماده‌ای که در آن اصطلاح «سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی» به کار رفته، ماده ۷ آیین‌نامه می‌باشد. این ماده برای سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی محدودیت‌هایی در تملک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس، در نظر گرفته است. بند ۲ ماده ۷، تعریف ارائه‌شده را تقویت می‌نماید. بند ۲ اظهار می‌دارد: «تعداد سهام در مالکیت هر سرمایه‌گذار



خارجی (غیرراهبردی) در هر شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس نمی‌تواند از ده درصد تعداد سهام آن شرکت بیش تر باشد». بنابراین، سرمایه‌گذار خارجی در صورتی که کم‌تر از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را تملک نماید، غیرراهبردی و در صورتی که بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را در اختیار بگیرد، راهبردی تلقی می‌شود.

### شناسایی مفهوم سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه

«آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار» یا همان آیین‌نامه سابق در ماده ۱، بند ۶ این چنین به تعریف «سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار» پرداخته است که «سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار: فرآیند معامله، خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس است که توسط سرمایه‌گذار خارجی صرفاً با هدف کسب سود و بدون قصد مدیریت شرکت انجام می‌شود (United Nation, UNCTAD/DFSB/5 (1999).

منظور از سرمایه‌گذاری خارجی در این آیین‌نامه صرفاً این نوع سرمایه‌گذاری است. آیین‌نامه فوق‌الاشعار در این تعریف از اصطلاح «سبد اوراق بهادار» (Portfolio Investment) استفاده نموده است. اصولاً در سرمایه‌گذاری در «سبد اوراق بهادار» به جای سرمایه‌گذاری در یک سهم، در انواع مختلف سهام (اوراق بهادار) سرمایه‌گذاری می‌شود که آن را سبد سهام یا سبد اوراق بهادار می‌نامند. این سبد به منظور کاهش ریسک در سرمایه‌گذاری تهیه می‌شود. سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار از آن جهت انجام می‌شود که این گونه سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری در مجموعه‌ای از اوراق بهادار بسیار کارآمدتر است، زیرا با افزایش تعداد سهام و اوراق بهادار و تنوع آن علاوه بر کاهش ریسک موجود و خطر سرمایه‌گذاری، بیش‌ترین بازده ممکن حاصل می‌شود. (Mehranfar, Hosseini-Moqaddam & Maqdam, 2006) به موجب بند ۳۳ ماده ۱ «قانون بازار اوراق بهادار»، «سبد» به عنوان مجموعه‌ای از دارایی‌های مالی که از محل وجوه سرمایه‌گذاری خریداری می‌شود، تعریف شده است. از دیدگاه آیین‌نامه سابق، در سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار، سرمایه‌گذار خارجی با هدف کسب سود به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازد، بدون آن که قصد مدیریت شرکت را داشته باشد. به نظر می‌رسد اشاره به این نکته (بدون قصد مدیریت شرکت) در تعریف مزبور از آن جهت بوده که این نوع سرمایه‌گذاری از

Selover, 2012; United Nation, & (Jun, Shaomin «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» UNCTAD/DFS/5, 1999) که در آن قصد مدیریت شرکت همواره موجود است، تمیز داده شود (Organization for Economic Co-operation and Development, 1992, pp7-8). به همین دلیل است که در پایان تعریف مزبور مقرر شده است: «منظور از سرمایه‌گذاری خارجی در این آیین‌نامه، صرفاً این نوع سرمایه‌گذاری است» (Jefreh, Saffar, 2011).

قانون‌گذار در آیین‌نامه جدید ماده ۱ تنها به تعریف برخی اصطلاحات نظیر متقاضی، سرمایه‌گذار خارجی و سرمایه‌گذار خارجی راهبردی پرداخته است و بر خلاف آیین‌نامه سابق از تعریف «سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار» امتناع نموده است. با ملاحظه تعاریف ارائه شده تا حدودی می‌توان به مفهوم «سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار» پی برد. در آیین‌نامه جدید، مقنن از دو نوع سرمایه‌گذار خارجی نام می‌برد که عبارتند از: سرمایه‌گذار خارجی راهبردی و سرمایه‌گذار خارجی غیرراهبردی که در قسمت قبلی به تفصیل مورد شناسایی واقع شدند. مقنن در ماده ۱ تنها به تعریف «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» پرداخته است. سعی خواهد شد که از تعریف مزبور برای آشنایی با «سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار» استفاده شود.

آیین‌نامه جدید در تعریف «سرمایه‌گذار خارجی راهبردی» آورده است: «سرمایه‌گذار خارجی که قصد تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس را دارد یا پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس، یک کرسی هیئت‌مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد». از تعریف ارائه شده می‌توان به مفهوم «سرمایه‌گذاری خارجی راهبردی» دست یافت؛ به این ترتیب که «سرمایه‌گذاری خارجی راهبردی» عبارت است از: تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته‌شده در بورس یا بازار خارج از بورس یا در اختیار گرفتن یک کرسی هیئت‌مدیره شرکت بعد از تملک سهام آن. آیین‌نامه جدید به بیان محدودیت‌های پیش‌روی سرمایه‌گذاران خارجی غیرراهبردی در تملک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و بازار خارج از بورس می‌پردازد. به عبارت دیگر، به موجب آیین‌نامه جدید تنها سرمایه‌گذاران خارجی غیرراهبردی در تملک سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و بازار خارج از بورس با محدودیت‌هایی روبرو هستند. می‌توان از مفهوم مخالف «سرمایه‌گذاری خارجی راهبردی» به تعریف «سرمایه‌گذاری خارجی غیرراهبردی» پی برد. به این ترتیب که «سرمایه‌گذاری خارجی غیر راهبردی» نوعی سرمایه‌گذاری است که در آن سرمایه‌گذار کم‌تر از ده درصد سهام

یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس را تملک می‌نماید و به دنبال تصدی سمت هیئت مدیره هم نمی‌باشد.

بنابراین، به موجب آیین‌نامه جدید، سرمایه‌گذاری خارجی در بورس و بازار خارج از بورس به دو شکل متصور است: ۱. سرمایه‌گذاری خارجی راهبردی، ۲. سرمایه‌گذاری خارجی غیر راهبردی. در سرمایه‌گذاری خارجی راهبردی محدودیتی در تملک سهام شرکت پذیرفته شده در بورس و بازار خارج از بورس وجود ندارد، ولی در سرمایه‌گذاری خارجی غیر راهبردی در تملک سهام محدودیت‌هایی مقرر است؛ زیرا از دیدگاه آیین‌نامه جدید، سرمایه‌گذار خارجی، شخصی خارجی است که از سازمان بورس و اوراق بهادار، مجوز معامله دریافت کرده است که این امر هم شامل سرمایه‌گذاران خارجی راهبردی و هم شامل سرمایه‌گذاران خارجی غیرراهبردی می‌شود و در سایر مواد آیین‌نامه نیز از جمله ماده ۹ و ۱۰، قانون‌گذار برای بیان احکام، از عنوان «سرمایه‌گذار خارجی» یا «شخص خارجی» استفاده کرده است و نه صرفاً سرمایه‌گذار خارجی غیر راهبردی.

### خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه

سرمایه‌گذار خارجی همچنان که با در نظر گرفتن موارد و شرایطی اقدام به سرمایه‌گذاری و دادوستد اوراق بهادار می‌نماید، تحت شرایطی نیز دست از سرمایه‌گذاری می‌کشد و تصمیم به خروج سرمایه خود و عایدات حاصل از آن می‌نماید. در واقع، یکی از مسائل مهمی که اشخاص خارجی جهت اقدام به سرمایه‌گذاری در کشور دیگر مورد لحاظ قرار می‌دهند، مسأله امکان خروج اصل و عایدات سرمایه‌ای خود از کشور میزبان می‌باشد. در این قسمت به بیان نحوه خروج سرمایه سرمایه‌گذار خارجی از کشور و شکل محاسبه آن پرداخته شده است.

### انتقال اصل و عایدات سرمایه‌ای

در آیین‌نامه سابق، محدودیتی در مرحله خارج کردن اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاران خارجی وجود داشت که به عنوان بزرگ‌ترین مانع بر سر راه سرمایه‌گذاران خارجی برای فعالیت در بورس قلمداد می‌شد. طبق ماده ۱۲ آیین‌نامه سابق: «سرمایه‌گذار خارجی مجاز است پس از پایان سه سال از آغاز فعالیت خود در بورس، اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای

حاصل از فعالیت خود را با رعایت قانون تشویق و مقررات ارزی کشور خارج کند. سود سهام دریافتی در هر سال طبق مقررات جاری قابل خروج است.»

برخی معتقدند در تنظیم ماده مزبور و تقسیم بندی سرمایه و سود، از قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی و آیین نامه اجرایی آن تبعیت شده است؛ زیرا ماده ۲۲ آیین نامه اجرایی مقرر می دارد: «کلیه درخواست هایی که منجر به انتقال سرمایه، سود و عایدات ناشی از افزایش سرمایه موضوع قانون می شود، باید مستند به گزارش مؤسسه حسابرسی عضو جامعه حساب رسان رسمی ایران باشد». به این ترتیب، کل سرمایه سرمایه گذار خارجی به هنگام خروج به سه دسته تقسیم شده است: ۱. اصل سرمایه که در زمان آغاز فعالیت سرمایه گذار به کشور وارد شده است؛ ۲. عایدات سرمایه ای: عایدات سرمایه ای حاصل از فعالیت سرمایه گذار، منظور سودی است که از فروش اموال عاید شخص می شود. به عبارت دیگر، این همان سودی است که سرمایه گذار با خرید سهام به قیمت کم تر و فروش آن به قیمت بالاتر کسب می کند و شاید بتوان آن را قابل توجه ترین سودی دانست که سرمایه گذار خارجی را به فعالیت در بورس اوراق بهادار ترغیب می کند. ۳. سود سهام دریافتی در خصوص سهام شرکت ها: سود سهام دریافتی عبارت از سود و اندوخته شرکت است که بعد از تصویب مجمع عمومی بین صاحبان سهام تقسیم می شود. (Atashi-Golestan, 2007) به موجب ماده ۹۰ لایحه قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت: «تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی جایز خواهد بود و در صورت وجود منافع، تقسیم ده درصد از سود ویژه سالانه بین صاحبان سهام الزامی است.»

به نظر می رسد به جای عبارت «سود سهام دریافتی» بهتر این بود که از عبارت «سود دریافتی یا سود نقدی دریافتی» استفاده می شد؛ زیرا اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس که سرمایه گذار خارجی قادر به دادوستد آنها می باشد، فقط به سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس محدود نیست و سرمایه گذار خارجی می تواند سایر اوراق بهادار را نیز تملک نماید. متعاقباً توضیح داده خواهد شد که در آیین نامه جدید، از عبارت «سود نقدی دریافتی» استفاده شده است.

ملاحظه می شود که به موجب آیین نامه سابق، سرمایه گذار خارجی از آغاز فعالیت خود در بورس، از خارج نمودن اصل سرمایه و عایدات سرمایه ای حاصل از فعالیت خود ممنوع بود و این محدودیت کمی به نظر نمی رسد و مسلماً اثری منفی بر سرمایه گذاری خارجی داشت. به نظر می رسد چنین محدودیتی از آن جهت بوده است که سرمایه گذاران خارجی نتوانند با جابه جایی

غیرمنتظره سرمایه خود، بازار سرمایه ایران را با بحران مواجه نمایند.

به موجب ذیل ماده ۱۲ آیین‌نامه سابق، سود سهام دریافتی چنین محدودیتی نداشت و خارج نمودن آن در هر سال مجاز بود. مطابق ماده ۸ آیین‌نامه سابق که مقرر می‌داشت: «ضوابط ورود، نگاه‌داری و خروج اصل و سود سرمایه‌ای که توسط سرمایه‌گذار خارجی طبق مقررات آیین‌نامه وارد کشور شده است، تابع قانون تشویق و آیین‌نامه اجرایی آن و نیز مقررات ارزی کشور می‌باشد»، این سود در هر سال طبق قانون تشویق و آیین‌نامه اجرایی آن و نیز مقررات ارزی کشور، قابل خروج از کشور است. بنابراین، مطابق ماده ۲۲ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت که مقرر می‌دارد: «کلیه درخواست‌ها که منجر به انتقال سرمایه، سود و عایدات سرمایه‌ای ناشی از افزایش ارزش سرمایه موضوع قانون می‌گردد، باید مستند به گزارش مؤسسه حساب‌رسی عضو جامعه حساب‌رسان رسمی ایران باشد»، درخواست خروج می‌بایست مستند به گزارش مؤسسه حساب‌رسی عضو جامعه حساب‌رسان رسمی ایران می‌بود.

در آیین‌نامه جدید، ذیل ماده ۱۰ به بحث خروج سرمایه سرمایه‌گذار خارجی در بورس و بازار خارج از بورس می‌پردازد. مؤخره ماده ۱۰ آیین‌نامه جدید مقرر می‌دارد: «...انتقال اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سودهای نقدی دریافتی توسط اشخاص دارای مجوز معامله به خارج از ایران، با رعایت مقررات ارزی کشور و سایر ضوابط و مقررات مربوط مجاز خواهد بود. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موظف است، معادل ارزی و جوه قابل انتقال را که به شرح تبصره (۱) محاسبه و اعلام می‌شود، در صورت تک نرخی بودن ارز به نرخ رایج در شبکه رسمی کشور و در غیر این صورت، به نرخ بازار آزاد، در اختیار سرمایه‌گذار خارجی یا سرمایه‌گذار ایرانی دارای مجوز قرار دهد. در شرایط خاص، به تشخیص بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مبلغ یادشده طی یک سال و به فاصله چهار ماه و در اقساط برابر قابل پرداخت است...».

ماده مذکور نیز به بیان اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سودهای نقدی دریافتی می‌پردازد و از این حیث مشابه با ماده ۱۲ آیین‌نامه سابق است. ملاحظه می‌شود که مادتين ۱۰ آیین‌نامه جدید و ۱۲ آیین‌نامه سابق، به نوعی به مفاد ماده ۲۲ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت توجه داشته‌اند. به عبارت دیگر، در هر دو ماده مذکور، همانند ماده ۲۲ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت، کل سرمایه سرمایه‌گذار خارجی به هنگام خروج به سه دسته تقسیم می‌شود که عبارتند از: اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سود دریافتی که قبلاً توضیح داده شد.

ملاحظه می‌شود که در آیین‌نامه جدید، برخلاف آیین‌نامه سابق، هیچ‌گونه محدودیتی در خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سودهای نقدی دریافتی در نظر گرفته نشده است. هم‌چنین به موجب ماده ۱۰ آیین‌نامه جدید، در خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سود دریافتی، تنها رعایت مقررات ارزی کشور و سایر مقررات مربوطه لحاظ شده و هیچ اشاره‌ای به قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه اجرایی آن نشده است.

سؤالی که ممکن است مطرح شود آن است که منظور از «سایر ضوابط و مقررات مربوط» در ماده ۱۰ در خصوص خروج سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سود نقدی دریافتی، چیست؟ شاید تصور شود که منظور از «سایر ضوابط و مقررات مربوط»، قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن باشد؛ لکن این امر بعید به نظر می‌رسد، زیرا علی‌رغم این که ماده ۱۰ آیین‌نامه جدید، هم‌چون آیین‌نامه سابق به بیان رعایت «مقررات ارزی کشور» می‌پردازد، از بیان رعایت «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن» امتناع نموده است. تبصره ۳ ماده ۱۰ آیین‌نامه جدید، این نظر را تقویت می‌نماید و مقرر می‌دارد: «در صورتی که شخص ایرانی دارای سرمایه با منشأ خارجی یا سرمایه‌گذار خارجی، مجوز سرمایه‌گذاری خارجی موضوع قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی<sup>۱۳۸۱</sup> را دریافت نموده باشد، علاوه بر تسهیلات موضوع این ماده، از مزایا و تسهیلات پیش‌بینی شده در قانون یادشده از جمله تسهیلات پیش‌بینی شده برای نقل و انتقال سرمایه خود به داخل یا خارج از ایران نیز برخوردار است».

بنابراین اگر بپذیریم که رعایت مقررات قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن، در خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سود دریافتی به دلیل عدم تصریح آن در ماده ۱۰، مدنظر مدوّنان آیین‌نامه جدید نبوده است، پس در نتیجه، سرمایه‌گذار خارجی در خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه‌ای و سود دریافتی با محدودیت‌های مقرر در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن از جمله گزارش مؤسسه حساب‌رسی عضو جامعه حساب‌رسان رسمی ایران و تأیید وزیر امور اقتصاد و دارایی روبرو نمی‌باشد و صرفاً رعایت مقررات ارزی کشور، کافی به نظر می‌رسد. ملاحظه می‌شود که برخلاف آیین‌نامه سابق، در آیین‌نامه جدید، محدودیت سه‌ساله برای خروج اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای به چشم نمی‌خورد؛ بنابراین، سرمایه‌گذار خارجی بعد از اخذ مجوز معامله و آغاز

فعالیت خود در بورس یا بازار خارج از بورس که همان خرید و فروش اوراق بهادار می‌باشد، در هر زمان که اراده نماید قادر به خروج اصل سرمایه وارده، عایدات سرمایه‌ای و سود نقدی دریافتی خواهد بود. درست است که آیین‌نامه جدید، محدودیت قابل توجهی که در آیین‌نامه سابق در خصوص محدودیت سه‌ساله برای خروج اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای وجود داشت و در واقع مانع جدی بر سر راه جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس تلقی می‌شد را برطرف کرده و از این حیث به حال سرمایه‌گذاران خارجی، مساعد است، ولی به نظر می‌رسد در چنین شرایطی ممکن است بازار سرمایه کشور با خطر جدی انتقال و خروج غیرمنتظره سرمایه از بورس یا بازار خارج از بورس و در نتیجه بحران مواجه شود. لذا، بهتر این بود که مدونان آیین‌نامه جدید، شیوه بینابینی را اتخاذ می‌کردند که در آن هم محدودیت‌های شدید آیین‌نامه سابق و هم آزادی بیش از حد مقرر در آیین‌نامه جدید، تعدیل می‌شد. به عبارت دیگر، هم در راه جذب سرمایه‌های خارجی به بازار سرمایه و هم در راه حفظ بازار سرمایه از وقوع بحران‌های مالی اقدام می‌شد. (Baqeri-Motlaq, 2012)

با مطالعه قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه اجرایی آن، در بخش مقررات مربوط به خروج سرمایه و عایدات سرمایه‌ای ملاحظه می‌شود که مزایا و تسهیلات پیش‌بینی شده در آیین‌نامه جدید، هم‌سو با تسهیلات پیش‌بینی شده در قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه اجرایی آن است. به عبارت دیگر، همان مزایا و تسهیلاتی که در قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه اجرایی آن برای خروج سرمایه از ایران لحاظ شده در آیین‌نامه جدید نیز مورد تصریح قرار گرفته است؛ از جمله تکلیف بانک مرکزی به در اختیار قرار دادن معادل ارزی وجوه قابل انتقال به سرمایه‌گذاران خارجی. حتی می‌توان گفت محدودیت‌ها و شرایط دشواری که در خصوص خروج اصل سرمایه وارده، عایدات سرمایه‌ای و سود نقدی دریافتی در قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه اجرایی آن وجود دارد، در آیین‌نامه جدید بیان نشده است؛ از جمله گزارش مؤسسه حسابرسی عضو جامعه حساب‌رسان رسمی ایران و تأیید وزیر امور اقتصاد و دارایی و تصویب هیئت سرمایه‌گذاری خارجی برای خروج سرمایه.

در قانون تشویق و حمایت و آیین‌نامه آن، تسهیلات و مزایایی فراتر از تسهیلات مقرر در آیین‌نامه جدید وجود ندارد. به عنوان نمونه، ماده ۱۲ قانون اخیر مقرر می‌دارد: «نرخ ارز مورد عمل به هنگام ورود یا خروج سرمایه خارجی و هم‌چنین کلیه انتقالات ارزی در صورت تک‌نرخ

بودن ارز، همان نرخ رایج در شبکه رسمی کشور و در غیر این صورت، نرخ آزاد روز به تشخیص بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ملاک خواهد بود». مفاد ماده مزبور عیناً در ماده ۱۰ آیین نامه جدید وارد شده است. در نتیجه، نمی توان به منظور تدوین کنندگان آیین نامه جدید از تبصره ۳ ماده ۱۰ پی برد. به بیان دیگر، اگر همان تسهیلات پیش بینی شده در قانون و آیین نامه اجرایی آن، در آیین نامه جدید وارد شده است، پس منظور از تبصره مذکور چیست؟

در مقابل باید تصریح نمود که چنانچه شخص دارای مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار، جهت بهره مندی از حمایت ها و مزایای مندرج در قانون تشویق و حمایت، اقدام به اخذ مجوز سرمایه گذاری از سازمان سرمایه گذاری بنماید، به دلیل این که از این به بعد تحت پوشش قانون مزبور قرار می گیرد، لذا مکلف است تمامی ضوابط و مقررات مقرر در قانون مذکور را رعایت نماید. بنابراین، چنین شخصی می بایست در هنگام خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه ای و سود دریافتی خود، مطابق با مفاد ماده ۲۲ آیین نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت عمل نماید.

### محاسبه وجوه قابل انتقال

همان طور که در بحث خروج سرمایه بیان شد، به موجب ماده ۱۰: «...بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران موظف است، معادل ارزی وجوه قابل انتقال را که به شرح تبصره (۱) محاسبه و اعلام می شود، در صورت تک نرخی بودن ارز به نرخ رایج در شبکه رسمی کشور و در غیر این صورت، به نرخ بازار آزاد، در اختیار سرمایه گذار خارجی یا سرمایه گذار ایرانی دارای مجوز قرار دهد...». در ماده مذکور، عبارت «وجوه قابل انتقال» به کار رفته است. تعریف شده از «وجوه قابل انتقال» در بند ۱۲ ماده ۱ آیین نامه جدید، این چنین می باشد: «وجوه قابل انتقال: مبلغی به ریال که براساس تبصره ۱ ماده ۱۰ محاسبه و اعلام می شود».

تبصره ۱ ماده ۱۰ اعلام می دارد: «وجوه قابل انتقال به درخواست سرمایه گذار خارجی یا سرمایه گذار ایرانی دارای مجوز معامله، توسط سازمان محاسبه و به بانک مرکزی اعلام می گردد...». از آنجایی که بانک مرکزی می بایست معادل ارزی «وجوه قابل انتقال» را در اختیار اشخاص دارای مجوز معامله قرار دهد، لذا وجوه مورد نظر توسط سازمان بورس و اوراق بهادار محاسبه و در نهایت به بانک مرکزی اعلام می شود. ولی باید توجه نمود که این شخص سرمایه گذار است که در خصوص خروج اصل سرمایه، عایدات سرمایه ای و سود دریافتی خود،



تصمیم می‌گیرد؛ بنابراین، به درخواست و تقاضای سرمایه‌گذار خارجی برای انتقال و خروج سرمایه خود، سازمان بورس و اوراق بهادار، وجوه قابل انتقال توسط سرمایه‌گذار را محاسبه و آن را برای پرداخت معادل ارزی آن به سرمایه‌گذار خارجی به بانک مرکزی اعلام می‌کند. تبصره ۱ در ادامه بیان می‌دارد: «...چگونگی محاسبه وجوه قابل انتقال به پیشنهاد سازمان به تصویب شورا می‌رسد».

به موجب این تکلیف، ماده ۵ دستورالعمل اجرایی به تصویب رسیده است و در آن شیوه محاسبه وجوه قابل انتقال بیان و مقرر شده که وجوه قابل انتقال به تقاضای سرمایه‌گذار خارجی یا سرمایه‌گذار ایرانی دارای مجوز معامله، توسط سازمان بورس محاسبه و ضمن یک تأییدیه کتبی که مدت اعتبار آن از تاریخ صدور ۶۰ روز است، به متقاضی اعلام می‌شود. شایان ذکر است که برای تعیین وجوه قابل انتقال، ملاک، فعالیت یک سال اخیر یا به عبارتی ۳۶۵ روز اخیر سرمایه‌گذار خارجی است.

### نتیجه و پیشنهادها

ضرورت جذب سرمایه‌های خارجی به بازار سرمایه کشور، علی‌رغم عدم تصریح در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، از نظر دست‌اندرکاران کشور مغفول نمانده است. آیین‌نامه سابق اگرچه بعضی موانع و محدودیت‌ها پیش‌روی سرمایه‌گذاران خارجی ایجاد می‌کرد، با این حال، گامی مثبت در راستای پذیرش قانونی این نوع سرمایه‌گذاری خارجی محسوب می‌شد. در آیین‌نامه سابق به انحای مختلف سعی بر آن بود که سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی قرار گیرد و در مواردی به ذکر قانون مزبور پرداخته شده بود از جمله در خصوص ضرورت اخذ مجوز سرمایه‌گذاری از سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران و رعایت مفاد قانون مزبور در خروج سرمایه از کشور. این در حالی است که به نظر می‌رسد در آیین‌نامه جدید، رویکرد دیگری مدنظر قرار گرفته و چه بسا به این دلیل که سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه از جمله فعالیت‌هایی است که در این بازار صورت می‌گیرد، لذا اشخاص خارجی را از مراجعه به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران در خصوص اخذ مجوز سرمایه‌گذاری و هم‌چنین رعایت

الزامات مربوط به خروج سرمایه از کشور معاف می‌دارد و مرجع اعطای مجوز سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه و تصمیم‌گیری در مورد خروج سرمایه از کشور را، سازمان بورس و اوراق بهادار به‌عنوان نهاد ناظر بر بازار سرمایه قرار می‌دهد که به نظر گامی مثبت در راستای تسهیل سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور محسوب می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، به نظر می‌رسد آیین‌نامه جدید همگام با پیشرفت و بهبود عملکرد بازار سرمایه کشور و ضرورت جذب سرمایه‌های خارجی در بازار سرمایه به‌عنوان مکمل سرمایه‌های داخلی جهت نیل به اهداف رشد و توسعه اقتصادی و با رویکردی تسهیل‌کننده نسبت به آیین‌نامه سابق به تصویب رسیده است. اگرچه آیین‌نامه جدید در مقایسه با آیین‌نامه سابق متضمن نکات مثبتی در مورد ورود و خروج سرمایه‌گذار خارجی از بازار سرمایه می‌باشد، با این حال در بعضی موارد، کاستی‌هایی در آن به چشم می‌خورد از جمله: عدم پیش‌بینی امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بورس کالا و هم‌چنین عدم ارائه تعریف جامع و مانع از سرمایه‌گذاری مورد بحث. لذا انتظار می‌رود در تصویب آیین‌نامه جدیدتری در آینده، به نقاط ضعف و قوت آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس توجه و در راستای تصویب آیین‌نامه‌ای که کل بازار سرمایه کشور را پوشش دهد، گام‌های مؤثری برداشته شود تا هرگونه ابهام و سردرگمی پیش‌روی سرمایه‌گذاران خارجی مرتفع و سرمایه‌های خارجی بیش‌تری جذب بازار سرمایه کشور شود.

#### References

- [1] Atashi-Golestan, M . (2007). Foreign companies in Iranian law, Ph.D thesis, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.
- [2] Atashi-Golestan, M . (2009). Foreign investment in stock exchange, Tahqiqate Hoqougi, N.1.
- [3] Baqeri-Motlaq, N . (2012). Foreign investment in stock exchange, M.A thesis in economic law, Shahid Beheshti University, Tehran, Iran.
- [4] Qasemi-Hamed, A; Baqeri-Motlaq, N . (2012). Rules governing of foreign investor s activities in stock exchange, Tahqiqate Hoqougi, N.62, summer 2012.
- [5] Sohrabi, L . (2012). Considering legal situation of forgein investment in Iranian capital market, stock exchange review, N.18.
- [6] Abdoh-Tabrizi, H.; Radpoor, M . (2012). Position of capital market and its role in front of corency market in Islamic republic of Iran, First international conference of banking industry and global economy, winter 2012.
- [7] Lashkari, Z.; Emamverdi.; Q.; Hamzei, E . (2012). A comparative study of attracting foreign investment in strengthening the capital markets of selected

- countries, *Economical science*, V.6, N.18, spring 2012.
- [8] Hosseini, SA.; Adibikhou, K . (2006). A brief comparison of foreign s capital attraction methods in the country, *Exchange review*, N.5, August 2006.
- [9] Mehranfar, MR.; Et al. (2006). *The Comprehensive Principles of Investment in the Exchange*, Tehran, Saman publication.
- [10] Jefreh, M.; Saffar, R . (2011). *Methods of foreign investment*, *Political and economical review*, N.283, spring 2011.
- [11] Mirqaderi, M.; Khashei, M . (2011). The mechanism of trading in the Tehran Stock Exchange, *Journal of Industrial Engineering in Isfahan Province*, N.26.
- [12] Jun, W.; Shaomin, L.; David, D. Selover . (2012). Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment-The Effect of the Governance Environment, *Management International Review* N.52.
- [13] United Nation, UNCTAD/DFSB/5 . (1999). *Comprehensive Study of the Interrelationship between FDI and FPI*, 23 June 1999.
- [14] Organization for Economic Co-operation and Development, *Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment* . (1992). Third Edition.
- [15] *Regulation of Foreign investment in stock exchanges and offshore markets*, enacted in 2010.
- [16] *Regulation of Executive Order of Foreign investment in stock exchanges and offshore markets*, enacted in 2011.
- [17] *Regulation of Trading Act in Stock Exchange*, passed in 2006.
- [18] *Criteria for granting a securities transaction license to an external investor* enacted, enacted in 2010.
- [19] *The law of encouraging and supporting foreign investment*, enacted in 2002.
- [20] *Amendment of the part of Iranian commercial law*, enacted in 1967.