

سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار

مرجان آتشی گلستان *

چکیده

امروزه بسیاری از صاحب‌نظران براین عقیده‌اند که سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار به عنوان مکمل پس‌اندازهای داخلی بوده و علاوه بر اینکه اثر مثبتی بر اقتصاد کشور میزبان دارد، به اصلاح استاندارد در بازار سهام داخلی نیز کمک می‌نماید. شرایط ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بورس اوراق بهادار کشور ایران در سال‌های گذشته با تصویب مقررات مربوطه فراهم آمد، اما با ملاحظه آمار سرمایه‌گذاری‌های خارجی در این زمینه چنین استنباط می‌شود که سرمایه‌گذاران خارجی تمایل چندانی به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار کشورمان ندارند. اگرچه عوامل مختلفی موجب عدم جذابیت این بازار برای سرمایه‌گذاران خارجی گردیده است، با این وجود بررسی مقررات حاکم که در این مقاله انجام می‌شود، به کشف لایه‌ای یکی از این علل کمک خواهد نمود.

* دانش‌آموخته دکتری حقوق خصوصی .

کلید واژگان

بورس اوراق بهادار - سرمایه‌گذاری خارجی - سرمایه‌گذاری غیر
مستقیم - سرمایه‌گذاری مالی - سرمایه‌گذاری سهام پورتفولیو خارجی -
اف.پی.آی. (Foreign Portfolio Investment (FPI)).

مقدمه

بورس اصولاً به محلی اطلاق می‌شود که در آنجا اوراق بهادار یا کالاهای متحدالشکل برای خرید و فروش مورد عرضه و تقاضا قرار می‌گیرند و بهای اوراق بهادار یا کالا در نتیجه عرضه و تقاضا تعیین و اعلان می‌شود.^۱ هرگاه سخن از سرمایه‌گذاری در بورس به میان می‌آید، منظور سرمایه‌گذاری در ابزارهای متنوعی است که در یک بازار مالی داد و ستد می‌شوند که شامل اوراق بهادار، سهام و سایر ابزارهای موجود در بازار پول می‌باشد.^۲

با توجه به آنکه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مرتبط‌ترین قانون در رابطه با سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشد، فرض بر آن است که قانون‌گذار بایستی در این قانون به وضع مقرراتی در خصوص سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه بپردازد، با این وجود با مراجعه به قانون مزبور ملاحظه می‌شود که این قانون و به تبع آن آیین‌نامه اجرایی قانون فوق‌الذکر هیچ‌گونه اشاره‌ای به این روش از سرمایه‌گذاری ندارد.

قانون برنامه پنج‌ساله چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران مصوب ۱۳۸۳/۶/۱۱ اولین قانونی است که به

۱. ستوده تهرانی، دکتر حسن، حقوق تجارت، جلد سوم، تهران، نشر میزان- نشر دادگستر، ۱۳۷۸، ص ۱۷۱.

۲. مجله بورس، شماره ۵۳، «مقایسه اجمالی روش‌های جذب سرمایه‌های خارجی در کشور»، حسین علی

حسینی و کامران ادیبی‌خو، مردادماه ۱۳۸۵، ص ۶.

موضوع سرمایه‌گذاری خارجی در بازار بورس اشاره نموده است. به موجب بند «ج» ماده ۱۵ این قانون: «بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و وزارت امور اقتصادی و دارایی موظفند، با طراحی و تدوین چارچوب تنظیمی و نظارتی و سازوکار اجرایی لازم، امکان سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سرمایه کشور و بین‌المللی کردن بورس اوراق بهادار تهران را فراهم آورند. آیین‌نامه اجرایی این ماده با پیشنهاد وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به تصویب هیئت‌وزیران خواهد رسید».

به موجب تکلیف ناشی از قانون مزبور، هیئت‌وزیران در جلسه مورخ ۱۳۸۴/۳/۱۱ بنا به پیشنهاد مشترک وزارت دارایی و بانک مرکزی و به استناد ماده مزبور «آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی در مورد سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار» را تصویب نمود، که جهت رعایت اختصار در این مقاله از آیین‌نامه فوق‌الاشعار تحت عنوان «آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس» یاد خواهد شد. این آیین‌نامه در ۱۶ ماده تنظیم شده است و ضوابط و چارچوب سرمایه‌گذاری خارجی در بازار بورس اوراق بهادار تهران را مشخص می‌نماید. در حال حاضر این آیین‌نامه تنها مصوبه‌ای است که در مورد نحوه فعالیت سرمایه‌گذار خارجی در بورس تعیین تکلیف می‌نماید. آیین‌نامه فوق‌الذکر علی‌رغم آنکه از سوی هیئت‌وزیران به موجب اختیار ناشی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی،

اجتماعی و فرهنگی تدوین گردیده است، لیکن با توجه به آنکه با مفاد قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مغایرت دارد، سرمایه‌گذاران خارجی را با سردرگمی مواجه می‌سازد. زیرا قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی که اولین و مورد توجه‌ترین مرجع سرمایه‌گذاران خارجی محسوب می‌شود، به موجب ماده ۳ به صورت حصری سرمایه‌گذاری‌هایی را به عنوان سرمایه‌گذاری «قابل پذیرش» مورد توجه قرار می‌دهد که نمی‌توان آن‌ها را به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تسری داد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار در غالب موارد تحت عنوان «سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی» طبقه‌بندی گردیده است،^۳ و بنابراین مشمول هیچ یک از دو بند ماده ۳ نخواهد بود. گفته می‌شود در سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی، سرمایه‌گذار از طرق مختلف در منافع حاصله از کار یک شرکت سهام می‌گردد، بدون آنکه در کنترل و اداره شرکت نظارت مؤثر داشته باشد،^۴ و از این جهت غیرمستقیم تلقی می‌شود که رابطه مالکیت سهام با کنترل شرکت یک رابطه مستقیم نیست.^۵ حتی اگر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار اصطلاحاً تحت عنوان سرمایه‌گذاری

۳. اکبری تالارپشتی، عزت‌الله، *موانع سرمایه‌گذاری خارجی در ایران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق

خصوصی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران مرکزی، ۸۲-۱۳۸۱، ص ۱۲.

۴. *نامه اطاق بازرگانی*، شماره ۱، «سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم خصوصی خارجی در ممالک در حال

توسعه و راه‌های حفظ آن»، دکتر علی رشیدی، فروردین‌ماه ۱۳۷۵، ص ۲۵.

۵. نصیری، دکتر مرتضی، *حقوق چندملیتی*، نشر دانش امروز وابسته به مؤسسه انتشارات امیرکبیر، ۱۳۷۰،

صص ۱۳۳-۱۳۴.

غیرمستقیم طبقه‌بندی نشود و اصطلاحات دیگری برای تشریح این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها اعمال گردد، با این حال همواره در مقابل «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» و نه بخشی از آن قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است برخی از نویسندگان از این نوع سرمایه‌گذاری‌ها تحت عنوان سرمایه‌گذاری‌های مالی یاد نموده،^۶ و برخی دیگر آن را سرمایه‌گذاری سهام پرتفولیو خارجی عنوان نهاده‌اند.^۷

بنابر آنچه بیان گردید اصولاً سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار از جمله سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم تلقی می‌شود که مورد پذیرش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی قرار نگرفته است. اما همان‌گونه که اشاره خواهد شد این‌گونه سرمایه‌گذاران به اجبار تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی قرار خواهند گرفت، که متأسفانه از این نظر می‌توان قائل بر این مطلب گردید که مقررات فوق‌الذکر به بیان مطالب ضد و نقیض پرداخته‌اند.

در این‌جا لازم است قبل از ورود به بحث، منظور قانون‌گذار را از سرمایه‌گذاری خارجی در بورس روشن نمائیم، و ببینیم که آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس چه اشخاصی را مخاطب خود قرار داده

۶. سالواتوره، دومینیک، تجارت بین‌الملل، ترجمه حمیدرضا اریاب، تهران، نشر نی، ۱۳۸۳، صص ۳۸۵-۳۸۶.

۷. زارع، محمدحسن، سرمایه‌گذاری خارجی و سازمان‌های جهانی تجارت با نگاهی به وضعیت ایران، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۸۵، صص ۲۲-۲۴.

است. اصولاً اشخاصی که به نوعی در بورس اوراق بهادار حضور دارند به دو گروه قابل تقسیم می باشند:

گروه اول: شرکت های پذیرفته شده در بورس که اوراق بهادار خود را به بازار عرضه می نمایند.

گروه دوم: اشخاص حقیقی یا حقوقی که به خرید و فروش اوراق بهادار شرکت های گروه اول می پردازند.

حال سؤال این است که منظور از سرمایه گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار چیست؟ آیا اشخاص خارجی می توانند در قالب گروه اول، اوراق بهادار خود را به بازار عرضه نمایند، یا آنکه منظور قانون گذار، حضور آنها در قالب گروه دوم و از طریق خرید و فروش سهام و اوراق بهادار شرکت های گروه اول می باشد؟ آیا اشخاص خارجی می توانند با تشکیل شرکت فرعی در ایران و با وجود آنکه بخشی از سهام چنین شرکتی متعلق به خارجیان است، در قالب یک شرکت ایرانی، به صورت هر یک از دو گروه فوق فعالیت نمایند؟

لازم به ذکر است اصولاً هر جا و هر زمان که سخن از سرمایه گذاری در بورس است، در وهله اول بحث از خرید و فروش سهام و اوراق بهادار عرضه شده در بازار و کسب سود از راه خرید با قیمت کمتر و فروش با قیمت بیشتر می باشد و به عبارت دیگر فعالیت در قالب گروه دوم خواهد بود. لیکن با توجه به اینکه گروهی از اشخاص، با فعالیت در قالب گروه اول و با مدیریت و کنترل شرکت و عرضه سهام در بورس کسب سود

می‌نمایند، لازم است امکان حضور اشخاص خارجی در حوزه هر یک از دو گروه به صورت مجزا مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد:

- حضور اشخاص خارجی در قالب گروه اول (شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس)

در مورد حضور اشخاص خارجی به شکل گروه اول دو مقوله بایستی از یکدیگر تفکیک شود. اگر منظور از حضور اشخاص خارجی، حضور آن‌ها به صورت یک شخصیت حقوقی خارجی باشد، در این صورت بایستی قائل به عدم امکان حضور اشخاص خارجی در قالب گروه اول شویم. زیرا در حال حاضر امکان حضور شرکت خارجی در بازار بورس ایران برای عرضه سهام آن شرکت امکان‌پذیر نمی‌باشد. طبق آیین‌نامه شرایط و ضوابط پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار^۸ شرکت باید در ایران ثبت شده و دارای تابعیت ایرانی باشد. بنابراین در حال حاضر اوراق بهادار یک شرکت خارجی در بورس اوراق بهادار به موجب قوانین و مقررات ایران پذیرفته نخواهد شد.

چنانچه منظور از حضور اشخاص خارجی، حضور سهام‌داران خارجی در یک شرکت ایرانی باشد، از این جهت مانعی بر سر راه حضور اشخاص خارجی در بازار بورس طبق حقوق ایران وجود ندارد. همان‌گونه که می‌دانیم هر شرکتی برای آنکه بتواند در بازار بورس اقدام به عرضه سهام

۸. آیین‌نامه شرایط و ضوابط پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار، ماده ۲، بند ۱؛ مواد ۳ و ۴.

نماید، بایستی خود را با شرایط خاص مندرج در مقررات مربوطه منطبق نماید. بنابراین اگر شرکتی ایرانی ولو با داشتن سهام‌داران خارجی واجد شرایط مزبور گردد، دیگر هیچگونه منعی از جهت تابعیت خارجی سهام‌داران آن وجود ندارد. زیرا شرکت شخصیتی متفاوت از شخصیت سهام‌داران آن دارد و به همین جهت است که به غیر از شرط تابعیت ایرانی شرکت، هیچ‌گونه محدودیتی در این خصوص به موجب مقررات حاکم وجود ندارد.

لازم به ذکر است حضور اشخاص خارجی به این شکل به موجب بند ۷ ماده ۱ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس نیز مورد شناسایی واقع گردیده است. البته آیین‌نامه مزبور صرفاً به موردی اشاره می‌نماید که پس از پذیرش شرکت ایرانی برای عرضه سهام در بورس، سرمایه‌گذار خارجی اعم از حقیقی و یا حقوقی به خرید سهام آن شرکت تمایل می‌یابد، که از این روش سرمایه‌گذاری تحت عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم» یاد شده است. شایان ذکر است هیچ‌گونه اختلافی میان چنین سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود ندارد، بلکه با توجه به این مطلب که شرکتی که طرف خارجی تمایل به سرمایه‌گذاری در آن دارد، در بازار بورس پذیرفته شده است، خرید سهام چنین شرکتی نیز بایستی از طریق این بازار صورت پذیرد.

از آنجائی که وضعیت این‌گونه سرمایه‌گذاران خارجی در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به‌طور اختصار مورد اشاره واقع گردیده

است، به بیان دو نکته در ارتباط با سرمایه‌گذاران خارجی که تمایل دارند در کشور ایران در قالب گروه اول به فعالیت بپردازند، اکتفا می‌شود. نکته اول آنکه طبق آیین‌نامه مزبور هرگونه سرمایه‌گذاری اعم از اینکه در سبد اوراق بهادار صورت گیرد و یا سرمایه‌گذاری مستقیم باشد، منوط به اخذ مجوز سرمایه‌گذاری است. نکته دوم آنکه از آنجایی که این نوع سرمایه‌گذاری در واقع همان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد، محدودیت‌های موجود در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس بر سرمایه‌گذار خارجی اعمال نخواهد شد. بلکه مفاد قانون و آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی بر چنین سرمایه‌گذاری حاکم می‌باشد، که طبق آن محدودیتی از نظر درصد مشارکت در سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود ندارد.^۹

- حضور اشخاص خارجی در قالب گروه دوم (اشخاص سرمایه‌گذار در بورس)

همان‌گونه که قبلاً بیان شد هرگاه سخن از سرمایه‌گذاری در بورس به میان می‌آید، علی‌الاصول حضور در بازار بورس در قالب گروه دوم می‌باشد. یعنی سرمایه‌گذاران با خرید و فروش اوراق بهادار متعلق به گروه اول (شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس) تلاش برای کسب سود می‌نمایند. هدف اصلی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس نیز فراهم آوردن

۹. آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، ماده ۴، بند «ب»، جزء ۱، قسمت ۲.

زمینه برای حضور اشخاص خارجی (اعم از حقیقی و حقوقی) در همین قالب یعنی در قالب گروه دوم می‌باشد. آیین‌نامه مزبور از این نوع سرمایه‌گذاری تحت عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار» یاد نموده است و تصریح می‌نماید: «منظور از "سرمایه‌گذاری خارجی" در این آیین‌نامه صرفاً این نوع سرمایه‌گذاری است»، و به همین جهت بیشتر مواد آیین‌نامه مزبور به این نوع سرمایه‌گذاری اختصاص یافته است. لذا با توجه به آنکه فراهم آوردن شرایط سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار یعنی حضور اشخاص خارجی در قالب گروه دوم هدف اصلی تنظیم آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس می‌باشد، و در واقع اصولاً منظور از سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار ایران، سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی از طریق خرید و فروش اوراق بهادار موجود در بازار سرمایه کشورمان می‌باشد، در مقاله حاضر به تشریح آیین‌نامه فوق‌الاشعار که در ارتباط مستقیم با سرمایه‌گذاری خارجی است پرداخته خواهد شد. با این حال به دلیل آنکه تنظیم‌کنندگان آیین‌نامه مزبور سعی بر آن نموده‌اند که کلیه مقررات در ارتباط با این نوع سرمایه‌گذاری را در یک مصوبه بیان نمایند، به ناچار مقرراتی در ارتباط با مراحل مختلف حضور این سرمایه‌گذاران در آیین‌نامه مزبور بیان شده است، که جهت آنکه هرچه بهتر مفاد این آیین‌نامه مورد تحلیل واقع گردد، مقاله حاضر در سه گفتار به تشریح قواعد مرتبط با مراحل مختلف حضور سرمایه‌گذار خارجی در بورس یعنی مرحله ورود، فعالیت و خروج خواهد پرداخت. البته در

مواردی که مقررات دیگری به موضوع مقاله حاضر مرتبط می‌باشد،
مقررات دیگر ایران نیز در آن رابطه مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

گفتار اول. قواعد مربوط به مرحله ورود سرمایه‌گذاران خارجی

بند اول. تعاریف و آمار سرمایه‌گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار

اولین مسأله در زمان ورود سرمایه‌گذار خارجی به بازار بورس اوراق بهادار، بررسی مفهوم سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری خارجی از نقطه نظر مقررات حاکم می‌باشد. قانون‌گذار در ماده ۱ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس تحت عنوان تعاریف به بیان منظور خود از برخی از کلمات کلیدی در آیین‌نامه می‌پردازد و از آن‌ها رفع ابهام می‌نماید. به موجب بند ۵ ماده ۱ آیین‌نامه فوق‌الاشعار «سرمایه‌گذار خارجی» چنین تعریف گردیده است: «شخص حقیقی یا حقوقی خارجی است که تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی با رعایت مقررات این آیین‌نامه، نسبت به خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس اقدام می‌کند».

تعریف سرمایه‌گذار خارجی در این آیین‌نامه از آن جهت که هم شخص حقیقی خارجی و هم شخص حقوقی خارجی را تحت پوشش قرار می‌دهد، با قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی منطبق می‌باشد. با این حال از آن جهت که اشخاص حقیقی و یا حقوقی ایرانی دارای سرمایه با منشاء خارجی را تحت پوشش قرار نمی‌دهد، با قانون مزبور متفاوت است.^{۱۰} مطالعه دقیق کلیه مقررات مندرج در آیین‌نامه

۱۰. قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، ماده ۱.

سرمایه‌گذاری خارجی در بورس این نظر را تقویت می‌نماید که هدف از تنظیم آیین‌نامه مزبور نه تنها جذب سرمایه‌گذاری خارجی نبوده است، بلکه فراهم آوردن امکان حضور سرمایه‌گذاران خارجی به صورت محدود و کنترل‌شده می‌باشد و به نظر می‌رسد همین امر سبب گردیده تا اشخاص ایرانی، تحت شمول آیین‌نامه مزبور قرار نگیرند. زیرا عدم شمول آن‌ها نهایتاً به سود اشخاص ایرانی خواهد بود که تمایل دارند با سرمایه خارجی خود در بازار بورس ایران سرمایه‌گذاری نمایند. با این توضیح که اگرچه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی که آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به آن اشاره دارد، مزایایی را برای آن‌ها در پی خواهد داشت، اما معایبی که به موجب محدودیتهای آیین‌نامه فوق‌الاشعار بر آن‌ها تحمیل خواهد شد، به مراتب بیشتر است. با این حال با توجه به اینکه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی برخی از مشکلات از جمله مشکلات ناشی از انتقال سرمایه و سود به خارج از کشور را هموار می‌سازد، و یا برخی تضمینات را به وی اعطاء می‌نماید، عدم حکومت آیین‌نامه مزبور و به تبع آن قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی بر سرمایه‌گذار ایرانی که با انتقال سرمایه خارجی خود اقدام به سرمایه‌گذاری در بورس تهران می‌نماید، وی را از این مزایا محروم خواهد ساخت.

پس از آشنایی با مفهوم سرمایه‌گذار خارجی، آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به موجب بند ۶ ماده ۱ اقدام به تعریف «سرمایه‌گذاری

خارجی در سبد اوراق بهادار» نموده است. به موجب بند مزبور این‌گونه سرمایه‌گذاری «فرآیند معامله خرید و فروش اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس است که توسط "سرمایه‌گذار خارجی" صرفاً با هدف کسب سود و بدون قصد مدیریت شرکت انجام می‌شود...». علی‌رغم آنکه آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس از اصطلاح «سبد» اوراق بهادار استفاده نموده است، با این حال در این تعریف به اصطلاح مزبور به مفهوم دقیق آن توجهی ندارد. اصولاً در سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار به جای سرمایه‌گذاری در یک سهم، در انواع مختلف سهام سرمایه‌گذاری می‌شود که آن را سبد سهام و یا سبد اوراق بهادار نام می‌نهند. این سبد به منظور کاهش ریسک در سرمایه‌گذاری تهیه می‌گردد و معادل انگلیسی آن «پرتفولیو/اینوستمنت»^{۱۱} می‌باشد.^{۱۲} سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار از آن جهت انجام می‌شود که این‌گونه سرمایه‌گذاری یعنی سرمایه‌گذاری در مجموعه‌ای از اوراق بهادار بسیار کارآمدتر است. زیرا با افزایش تعداد سهام و تنوع آن علاوه بر کاهش ریسک موجود و خطر سرمایه‌گذاری، بیشترین بازده ممکن حاصل می‌شود.^{۱۳} به موجب بند ۳۳ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار «سبد» به عنوان مجموعه دارایی‌های مالی که از محل وجوه

11. Portfolio Investment

12. Garner, Bryan A., *Black's Law Dictionary*, West (a Thomson business), 2004, P.1199.

۱۳. مهرانفر، محمدرضا، سیدروح‌الله حسینی‌مقدم و الهه مقدمی، *اصول جامع سرمایه‌گذاری در بورس*،

انتشارات سامان، ۱۳۸۵، صص ۹۰-۹۱.

سرمایه گذاری خریداری می شود، تعریف شده است. در هر حال از نقطه نظر آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس که مورد نظر ماست در این نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذار خارجی با هدف کسب سود به خرید و فروش اوراق بهادار می پردازد، بدون آنکه قصد مدیریت شرکت را داشته باشد. اگرچه طبق اصل اولیه در این نوع سرمایه گذاری هیچ گاه سرمایه گذار قصد مدیریت شرکت را ندارد، لیکن اشاره به این نکته در تعریف مزبور از آن جهت است که این نوع سرمایه گذاری از سرمایه گذاری مستقیم خارجی که در آن قصد مدیریت شرکت همواره وجود دارد، تمییز داده شود و به همین دلیل است در پایان تعریف مزبور مقرر گردیده: «منظور از "سرمایه گذاری خارجی" در این آیین نامه صرفاً این نوع سرمایه گذاری است». بنابراین آنچه که در مورد نحوه سرمایه گذاری در آیین نامه مزبور بیان گردیده و تکالیف و محدودیت هایی را بر سرمایه گذار خارجی بار نموده است، صرفاً متوجه سرمایه گذاری خارجی در سبد اوراق بهادار خواهد بود و به سرمایه گذاری مستقیم خارجی مرتبط نمی باشد.

همان گونه که بیان گردید سرمایه گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار با تصویب آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس در تاریخ ۱۳۸۴/۳/۱۱ امکان پذیر گردیده است و لذا از عمر آن فقط چند سالی می گذرد. متأسفانه تنظیم کنندگان آیین نامه مزبور بیش از آنکه در صدد جذب سرمایه های خارجی برآیند، در پی ایجاد محدودیت و کنترل فعالیت آن ها برآمده اند و این امر سبب گردیده است تا سرمایه گذاری در بورس مورد توجه اشخاص

خارجی قرار نگیرد. شایان ذکر است تاکنون صرفاً حدود ۱۰ مورد مجوز سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار از سوی سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران صادر گردیده است که حجم آن ۲۴۸/۳۳۸/۰۰۰ دلار می‌باشد.^{۱۴}

بند دوم. لزوم اخذ مجوز سرمایه‌گذاری

به‌طور معمول اخذ مجوز سرمایه‌گذاری برای فعالیت در کشور ایران به این منظور می‌باشد که سرمایه‌گذار خارجی با اخذ مجوز تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی قرار گیرد و از مزایای آن بهره‌مند شود. با این حال اصولاً این امکان برای سرمایه‌گذاران خارجی فراهم است که بدون آنکه خود را تحت پوشش این قانون قرار دهند، در کشور ایران فعالیت نمایند، که نتیجه آن عدم امکان برخورداری از مزایای قانون مزبور فی‌المثل در صورت سلب مالکیت می‌باشد. کما اینکه در حال حاضر بسیاری از سرمایه‌گذاران خارجی مستقر در کشور ما بدون اخذ مجوز سرمایه‌گذاری در حال فعالیت می‌باشند. با وجود این به نظر می‌رسد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس در مورد سرمایه‌گذاران خارجی که تمایل به فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار دارند، سیاست متفاوتی را اتخاذ نموده و اخذ مجوز را به سرمایه‌گذار در بورس تکلیف می‌نماید. این

۱۴. طبق آمار سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران تا ابتدای سال ۱۳۸۷.

سخن از نحوه تنظیم ماده ۲ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس استنباط می‌شود. طبق ماده مزبور: «فعالیت "سرمایه‌گذار خارجی" در بورس منوط به دریافت مجوز از "سازمان سرمایه‌گذاری" است». همان‌گونه که ملاحظه می‌شود ماده ۲ فوق‌الذکر فعالیت سرمایه‌گذار در بورس را منوط به اخذ مجوز نموده است. اگر صرفاً به مفاد این ماده توجه گردد، چنین استنباط می‌شود که برای سرمایه‌گذاران خارجی که تمایل به فعالیت در بورس اوراق بهادار دارند، راه دیگری که امکان عدم اخذ مجوز را فراهم آورد وجود ندارد. با این حال چنانچه مفاد بند ۵ ماده ۱ آیین‌نامه فوق‌الاشعار را که به تعریف سرمایه‌گذار خارجی می‌پردازد مد نظر قرار دهیم، این احتمال نیز وجود دارد که لزوم اخذ مجوز سرمایه‌گذاری را صرفاً به آن دسته از سرمایه‌گذارانی که تمایل دارند تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی قرار گیرند، منصرف بدانیم. با وجود این با توجه به نحوه تنظیم آیین‌نامه مزبور و محدودیت‌هایی که برای سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار به موجب آیین‌نامه مزبور مقرر گردیده است، احتمال فوق‌بعید به نظر می‌رسد و ظاهراً هدف از منوط نمودن فعالیت سرمایه‌گذار به لزوم اخذ مجوز سرمایه‌گذاری، به آن جهت بوده است که سرمایه‌گذاران خارجی فعال در این زمینه تا حدودی در کنترل دولت بوده، سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران در جریان نحوه ورود و خروج سرمایه‌های آن‌ها قرار گیرد. زیرا گفته می‌شود پذیرش آزادانه و نامحدود سرمایه‌گذاران خارجی در

بورس بدون توجه به درجه توسعه یافتگی بازار سرمایه و میزان آمادگی کنونی اقتصاد ملی، ممکن است به روزه‌ای برای رخنه کردن عوامل اختلال‌زا و ساز و کاری برای سرایت بحران‌های مالی بین‌المللی و افزایش درجه آسیب‌پذیری اقتصاد ملی در برابر تکانه‌های خارجی تبدیل شود.^{۱۵} اگرچه به نظر می‌رسد الزام سرمایه‌گذاران خارجی به اخذ مجوز در آیین‌نامه مزبور، برخلاف اهداف قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی خواهد بود که در راستای جذب و تشویق سرمایه‌گذاری خارجی تدوین گردیده است.

جهت اجرای این تکلیف (صدور مجوز) تبصره ذیل ماده ۲ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس، شورای بورس را مکلف ساخته است، هر سه ماه یکبار سقف مجاز سرمایه‌گذاری خارجی در بورس را با رعایت شرایط عمومی عرضه و تقاضای بازار سرمایه کشور، به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران اعلام نماید. منظور از تبصره مزبور آن است که با وجود محدودیت‌های در نظر گرفته‌شده برای سرمایه‌گذاری خارجی، و با توجه به آنکه سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران به هنگام صدور مجوز بایستی سقف مجاز برای سرمایه‌گذاری خارجی را به ارز خارجی در مجوز سرمایه‌گذاری معین نماید، شورای بورس سقف مجاز را به این سازمان اعلام نماید تا

۱۵. روزنامه جهان اقتصاد، ویژه ۱۳۸۲، «سرمایه‌گذاری خارجی»، ۲۹ فروردین‌ماه ۱۳۸۳، ص ۲۷.

سازمان مزبور نیز بر اساس آن، مجوز لازم را صادر کند. لازم به ذکر است به دلیل عدم تمایل و کمی تقاضا از سوی سرمایه‌گذاران خارجی در این زمینه راه درازی تا پر شدن سقف فوق‌الاشعار در پیش است. البته نحوه محاسبه خاصی در این زمینه مورد توجه قرار می‌گیرد که شاید اگر شخصی بخواهد میزان قابل توجهی سرمایه‌گذاری نماید، ملزم گردد سرمایه خود را به تدریج و نه به صورت یکجا به کشور ایران وارد نماید.

علاوه بر الزام سرمایه‌گذار خارجی به اخذ مجوز سرمایه‌گذاری، ماده ۳ آیین‌نامه مزبور نیز سرمایه‌گذار خارجی را مکلف نموده است تا ظرف یکسال اقدام به فعالیت نماید. طبق این ماده: «سرمایه‌گذاران خارجی» مکلفند حداکثر یکسال پس از اخذ مجوز، نسبت به انتقال کل وجوه به داخل کشور و سرمایه‌گذاری در بورس به صورت یکجا یا به تدریج اقدام کنند. در صورت عدم انتقال کل وجوه به داخل کشور یا عدم سرمایه‌گذاری در بورس ظرف این مدت، باقی‌مانده سرمایه‌گذاری آن‌ها در بورس منوط به اخذ مجوز جدید می‌باشد.^{۱۶} همان‌گونه که از مطالعه ماده مزبور ملاحظه می‌شود اگر هر یک از دو شرط فوق‌الاشعار رعایت نشود، سرمایه‌گذار خارجی بایستی بار دیگر اقدام به اخذ مجوز سرمایه‌گذاری نماید. به عبارت دیگر سرمایه‌گذار خارجی مکلف گردیده است، ظرف یکسال از تاریخ صدور مجوز اولاً کل وجوهی که سرمایه‌گذار جهت

۱۶. مفاد این ماده تا حدودی مشابه مفاد ماده ۳۲ آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد که در ارتباط با سایر انواع سرمایه‌گذاری‌ها لازم‌الرعایه است.

سرمایه‌گذاری در بورس تقاضای صدور مجوز برای آن مبلغ را نموده و سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران در مجوز سرمایه‌گذاری با آن موافقت کرده است را طبق مفاد مجوز به داخل کشور منتقل نماید. ثانیاً به وسیله کل آن مبلغ اقدام به فعالیت و به عبارت دیگر خرید و فروش اوراق بهادار در بورس نموده باشد. در غیر اینصورت یعنی در صورت عدم رعایت هر یک از دو شرط فوق، باقی سرمایه‌گذاری در بورس منوط به اخذ مجوز جدید از سوی سازمان مزبور می‌باشد. بر اساس همین ماده بانک‌ها به موجب نامه بانک مرکزی مکلف گردیده‌اند، در صورت عدم وقوع هر یک از دو شرط فوق، تأییدیه مجددی از سوی سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران جهت ادامه فعالیت حساب اخذ نمایند.^{۱۷} بنابراین طبق ماده مزبور حتی اگر سرمایه‌گذار فقط نیمی از سرمایه خود را که به ایران انتقال داده است به کار بیاورد، با توجه به اینکه مقرر شده باقیمانده سرمایه‌گذاری آن‌ها در بورس منوط به اخذ مجوز جدید است، بایستی برای آن قسمت از سرمایه که به کار گرفته نشده و در بانک دست نخورده باقی مانده، مجوز جدیدی اخذ نماید، که این امر سبب خواهد شد سرمایه‌گذار خارجی از خود سرعت عمل بیشتری نشان دهد.

۱۷- نامه شماره ۵۸۷۸/سا/۱۰ مورخ ۱۳۸۴/۱۰/۸ بانک مرکزی، ماده ۱، تبصره ۲.

ذکر این نکته خالی از لطف نیست صرف‌نظر از آنکه سرمایه‌گذاران خارجی مکلف به اخذ مجوز سرمایه‌گذاری گردیده‌اند، به نظر می‌رسد چنانچه اشخاص خارجی از پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی صرف‌نظر نمایند، خواهند توانست با ثبت یک شرکت فرعی که طبق ماده ۱ قانون ثبت شرکت‌ها تابعیت ایرانی اکتساب می‌نماید، در بورس فعالیت کنند. در این صورت اگرچه چنین شرکتی در نهایت می‌تواند با ۴۹٪ مشارکت خارجی به ثبت برسد، ولیکن محدودیتهای مقرر در آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به آن‌ها تحمیل نخواهد شد.

گفتار دوم. قواعد مربوط به مرحله فعالیت سرمایه‌گذاران خارجی

بند اول. ابزارهای مالی قابل سرمایه‌گذاری خارجی

آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس در ماده ۴ خود دارایی‌های مالی را که سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند در آن‌ها سرمایه‌گذاری نماید و آن‌ها را مورد خرید و فروش قرار دهد، در سه بند احصا نموده است. طبق ماده مزبور: «سرمایه‌گذار خارجی» منحصراً می‌تواند در دارایی‌های مالی زیر سرمایه‌گذاری کند:

- الف) سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس.
- ب) سایر اوراق بهادار پذیرفته‌شده در بورس.
- ج) هر نوع اوراق مشارکت که در بورس پذیرفته شده باشد.

اگر ابزارهای مالی فوق‌الاشعار را مورد تفسیر قرار دهیم، متوجه می‌شویم که ایراداتی بر ماده مزبور وارد است. بند «الف» این ماده سهام شرکت‌ها، بند «ب» سایر اوراق بهادار و بند «ج» آن هر نوع اوراق مشارکت را برای سرمایه‌گذاری خارجی مورد پذیرش قرار داده است. در خصوص بند «الف» لازم به ذکر است که سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس خود بخشی از اوراق بهادار را تشکیل می‌دهد. به موجب بند ۲ ماده ۱ قانون تأسیس بورس اوراق بهادار: «اوراق بهادار عبارت است از سهام شرکت‌های سهامی و اوراق قرضه صادرشده از طرف شرکت‌ها و شهرداری‌ها و مؤسسات وابسته به دولت و خزانه‌داری کل که قابل معامله و نقل و انتقال باشند».

اگرچه با تصویب قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و پس از انقضاء مهلت‌های مقرر در آن، قانون تأسیس بورس اوراق بهادار لغو گردیده است، لیکن قانون بازار اوراق بهادار به جانشینی قانون تأسیس بورس اوراق بهادار تعریفی جامع‌تر از تعریف مزبور در خصوص اوراق بهادار ارائه می‌دهد. به موجب بند ۲۴ ماده ۱ قانون فوق‌الاشعار: «اوراق بهادار هر نوع ورقه یا مستندی است که متضمن حقوق مالی قابل نقل و انتقال برای مالک عین و منفعت آن باشد...». بنابراین به موجب تعریفی که در قانون بازار اوراق بهادار ارائه شده است، هر آنچه که در بورس اوراق بهادار قابل خرید و فروش است، حتی اوراق مشارکت مندرج در بند «ج» ماده مزبور نیز مشمول عنوان اوراق بهادار قرار می‌گیرد. مضاف بر اینکه

طبق ماده ۲ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶: «اوراق مشارکت، اوراق بهادار بانام یا بی‌نامی است که به موجب این قانون به قیمت اسمی مشخص برای مدت معین منتشر می‌شود...».

لذا با وجود بند «ب» ماده ۴ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس، نه تنها مفاد بند «الف»، بلکه مفاد بند «ج» نیز زاید خواهد بود. زیرا مفاد بند «ب» به گونه‌ای تنظیم یافته است که علاوه بر سهام یا اوراق مشارکت، سایر اوراق بهادار را نیز دربر خواهد گرفت. متأسفانه تنظیم ماده فوق به این شکل سبب می‌گردد تا به دلیل به کارگیری لفظ «منحصراً»، برای هر شخصی که در وهله اول ماده فوق را مطالعه نماید، این شبهه ایجاد گردد که سرمایه‌گذار خارجی در سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی پذیرفته شده در بورس با محدودیت روبه‌رو می‌باشد. حال آن‌که با مطالعه سه مورد فوق‌الاشعار ملاحظه گردید که آن‌ها شامل کلیه دارایی‌های مالی می‌گردند که در بورس اوراق بهادار عرضه خواهند شد. لذا بهتر آن بود که در ماده ۴ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به جای پرداختن به مطالب اضافی و ایجاد محدودیتی ظاهری برای سرمایه‌گذاران خارجی به بیان این مطلب کفایت می‌گردید: «سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند در کلیه اوراق بهادار پذیرفته شده در بورس سرمایه‌گذاری نماید».

بند دوم. محدودیت در درصد سرمایه‌گذاری خارجی

اگر کلیه مواد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس را مورد مطالعه قرار دهیم، متوجه می‌شویم دو نوع محدودیت قابل توجه بر سر راه

سرمایه گذاران خارجی برای فعالیت در بورس مقرر گردیده است که یکی از آن دو مورد محدودیت در درصد سرمایه گذاری خارجی می باشد. محدودیت در درصد سرمایه گذاری خارجی را می توان به سه دسته تقسیم نمود. به عبارت دیگر آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ابزارهای مالی را به سه نوع تفکیک نموده و برای هر یک محدودیتی ایجاد کرده است: ۱. سهام شرکت، ۲. سایر اوراق بهادار، ۳. اوراق مشارکت. لذا هر یک از این محدودیت ها به تفکیک مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

الف. محدودیت در خرید بیش از ده درصد کل سهام هر شرکت

آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس به موجب ماده ۹،^{۱۸} محدودیتی ده درصدی برای «خرید سهام» شرکت های پذیرفته شده در بورس در نظر گرفته است. محدودیت مندرج در ماده ۹ از سه بُعد قابل بررسی است، که یک به یک به آن ها پرداخته می شود. اول آنکه طبق ماده مزبور مجموع سرمایه گذاری خارجی در هر شرکت نمی بایست از ده درصد سهام آن شرکت تجاوز کند. بنابراین اگر سرمایه گذاران خارجی قبلاً

۱۸. طبق ماده ۹ آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس: «حداکثر تعداد سهام قابل خرید در هر شرکت پذیرفته شده در بورس توسط کل "سرمایه گذاران خارجی" که به یکی از طرق ذیل در شرکت مزبور سرمایه گذاری می کنند، نباید از ۱۰ درصد تعداد کل سهام آن شرکت بیشتر باشد:

- ۱- خرید سهام شرکت، با أخذ مجوز موضوع این آیین نامه.
- ۲- خرید "گواهی سپرده فراملی" (GDR) سهام شرکت.
- ۳- خرید و فروش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران که در یکی از بورس های خارجی عرضه می شود.»

هشت درصد سهام شرکتی را خریداری کرده باشند، سرمایه‌گذار خارجی دیگر فقط می‌تواند دو درصد سهام شرکت مزبور را خریداری نماید.

دوم آنکه ماده مزبور به سه روش ارائه سهام شرکت اشاره می‌نماید و مقرر می‌کند مجموع سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در هر شرکت اعم از اینکه به‌وسیله هر یک از طرق اشاره شده خریداری گردد، نبایستی از ده درصد سهام آن شرکت تجاوز نماید. البته لازم به ذکر است که در حال حاضر فقط خرید سهام شرکت از طریق روش اول (بند ۱) یعنی خرید سهام شرکت با أخذ مجوز موضوع این آیین‌نامه ممکن بوده و طرق دیگر ممکن است در آینده عملی گردد، لذا توضیح مختصری در مورد آن‌ها می‌تواند مفید واقع شود. در مورد روش دوم (بند ۲ ماده مزبور) یعنی خرید «گواهی سپرده فراملی» سهام شرکت لازم به توضیح می‌باشد که گواهی سپرده فراملی به موجب بند ۹ ماده ۱ چنین تعریف شده است: «گواهی سپرده فراملی: گواهی قابل انتقالی است که توسط یک بانک خارجی در دو یا چند کشور خارجی منتشر می‌شود و نشانگر مالکیت دارنده آن بر تعداد معینی از سهام سپرده شده یک شرکت ایرانی پذیرفته شده در بورس، نزد بانک ناشر است. این گواهی بر اساس توافق قبلی شرکت ایرانی ناشر سهام و بانک خارجی و با تأیید سازمان بورس، منتشر می‌شود». لذا طبق تعریف فوق خرید سهام شرکتی که اقدام به صدور گواهی سپرده فراملی می‌نماید، بایستی از طریق بانک ناشر خارجی و در خارج از ایران به تعداد سهام سپرده شده نزد آن بانک خریداری گردد، که اگرچه برخی از شرکت‌های

ایرانی در صدد انتشار سهام خود به این نحو می‌باشند، لیکن هنوز هیچ سهامی به این روش منتشر نگردیده است. خرید و فروش سهام طبق روش مقرر شده به موجب بند ۳ ماده ۹ نیز در حال حاضر امکان‌پذیر نیست. این امر زمانی میسر خواهد شد که سهام شرکت‌های ایرانی در بورس‌های خارجی عرضه شود که به نظر می‌رسد تحقق آن آسان نخواهد بود.

نکته سوم که در مورد محدودیت فوق قابل اشاره می‌باشد آن است که با وجود محدودیت ده درصدی در سهام شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران خارجی نهایتاً با پر شدن کل سقف مجاز یعنی خرید ده درصد سهام هر شرکت صرفاً موفق خواهند شد تا ده درصد سهام بازار را خریداری نمایند. به نظر می‌رسد هدف از ایجاد چنین محدودیتی آن است که بازار اوراق بهادار در دست سرمایه‌گذاران خارجی قرار نگیرد و آن‌ها نتوانند از این راه بر بازار اعمال نفوذ نمایند.

ب. محدودیت در خرید بیش از ده درصد سایر اوراق بهادار

طبق ذیل ماده ۱۰ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس: «... "سرمایه‌گذاری خارجی" در سایر اوراق بهادار (موضوع بند ب ماده ۴ این آیین‌نامه) تابع محدودیت مشابه با سرمایه‌گذاری در سهام (موضوع ماده ۹ این آیین‌نامه) می‌باشد». بنابراین به موجب ماده ۱۰، سرمایه‌گذاری خارجی در سایر اوراق بهادار از محدودیت ده درصدی در نظر گرفته شده برای سرمایه‌گذاری در سهام تبعیت می‌نماید. به عبارت دیگر کلیه

سرمایه‌گذاران خارجی مجموعاً می‌توانند در ده درصد سایر اوراق بهادار سرمایه‌گذاری نمایند.

اگرچه ماده مزبور از آن جهت که محدودیتی در درصد سرمایه‌گذاری در «اوراق مشارکت» وجود ندارد و صرفاً طبق صدر ماده مزبور برای سرمایه‌گذاری در «اوراق مشارکت»، محدودیت نسبت به درصد کل وجوه آورده سرمایه‌گذار خارجی ایجاد گردیده است، بسیار مبهم تنظیم یافته است و مشخص نیست که منظور از «سایر اوراق بهادار»، «اوراق مشارکت» را نیز در برمی‌گیرد و یا خیر. اما با توجه به اینکه در آیین‌نامه مزبور ۳ بند فوق‌الاشعار به موجب ماده ۴ تفکیک یافته است و ظاهراً غرض آن بوده است که اوراق مشارکت مندرج در بند «ج» از سایر اوراق بهادار مندرج در بند «ب» این ماده مجزا شود، لذا به نظر می‌رسد محدودیت ده درصدی برای سایر اوراق بهادار مشمول اوراق مشارکت نمی‌گردد. نتیجه آنکه سرمایه‌گذاران خارجی علاوه بر اینکه می‌توانند در ده درصد سهام هر شرکت سرمایه‌گذاری نمایند، می‌توانند ده درصد سایر اوراق بهادار را نیز خریداری نمایند، اما در خرید اوراق مشارکت محدودیتی از این جهت وضع نشده است. اگرچه محدودیت دیگری در خصوص اوراق مشارکت وجود دارد که در قسمت بعد به آن اشاره خواهد شد.

ج. محدودیت در اختصاص بیش از ده درصد کل وجوه آورده سرمایه‌گذار خارجی به اوراق مشارکت

در خصوص اوراق مشارکت محدودیتی متفاوت از محدودیت‌های فوق مقرر شده است که باعث می‌گردد بر اساس وضعیت موجود در اوراق مشارکت سرمایه‌گذاری کمتری صورت گیرد. طبق صدر ماده ۱۰ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس: «حداکثر "سرمایه‌گذاری خارجی" در اوراق مشارکت (موضوع بند ج ماده ۴ این آیین‌نامه) در هیچ زمان نباید از ۱۰ درصد کل وجوه آورده سرمایه‌گذار خارجی بیشتر باشد...». طبق این ماده اگر سرمایه‌گذار خارجی فی‌المثل ده میلیون دلار آورده داشته باشد، فقط یک میلیون دلار از کل سرمایه‌گذاری‌های خود را می‌تواند به خرید و فروش اوراق مشارکت اختصاص دهد. به نظر می‌رسد هدف از تنظیم ماده مزبور آن بوده است که چون در اوراق مشارکت اصولاً ریسک سرمایه‌گذاری پائین است، مبلغ کمتری به این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها اختصاص یابد. زیرا طبق ماده ۵ قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مقرر گردیده است: «شرکت‌های دولتی، شهرداری‌ها و مؤسسات و شرکت‌های غیردولتی موضوع ماده (۱) در صورت انتشار اوراق مشارکت مکلف‌اند بازپرداخت اصل و سود متعلق را در سررسیدهای مقرر در اوراق مذکور، تعهد و تضمین نمایند...».

بند سوم. مالیات بر سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار

سرمایه‌گذار خارجی با سرمایه‌گذاری در سبد اوراق بهادار مشمول مقررات مالیاتی داخلی می‌باشد و طبق مقررات مزبور یعنی قانون مالیات‌های مستقیم هیچ‌گونه مالیاتی در این زمینه به صورت مضاعف بر خارجیان تحمیل نمی‌گردد و از این جهت حقوقی مشابه با سرمایه‌گذاران داخلی خواهند داشت.

در مورد مالیات‌های تحمیلی ابتدا در خصوص اصل سرمایه لازم به ذکر است که با ورود آن به کشور مادامی که معامله‌ای به موجب آن سرمایه در بورس صورت نگیرد، هیچ‌گونه مالیاتی بر آن تحمیل نخواهد شد. لذا سرمایه‌گذار خارجی در صورت تمایل می‌تواند بدون هیچ‌گونه پرداخت مازادی، آن را مجدداً به خارج از کشور منتقل نماید.

پرداخت مالیات از زمانی به سرمایه‌گذار خارجی تحمیل می‌گردد که اقدام به معامله بر روی اوراق بهادار نماید. در «خرید» اوراق بهادار پرداخت هیچ‌گونه مالیاتی مقرر نشده است. اگرچه سرمایه‌گذار خارجی بایستی ۱/۵ در هزار نسبت به ارزش معامله بابت طرح توسعه بورس و ۴ در هزار نسبت به ارزش معامله (حداقل ۱۵۰۰۰ ریال) بابت هزینه‌های کارگزاری پرداخت نماید. اما در «فروش» اوراق بهادار نیم درصد (۰/۵٪) نسبت به ارزش معامله بایستی بابت مالیات پرداخت گردد.^{۱۹} اگرچه علاوه

۱۹. قانون مالیات‌های مستقیم، ماده ۱۴۳، تبصره ۱.

بر مالیات مزبور هزینه‌هایی از جمله ۱/۵ در هزار نسبت به ارزش معامله بابت طرح توسعه بورس و ۴ در هزار نسبت به ارزش معامله (حداقل ۱۵۰۰۰ ریال) بابت هزینه‌های کارگزاری به سرمایه‌گذار تحمیل خواهد شد. اما به غیر از ۵ در هزار ارزش معامله مالیات دیگری بابت تفاوت قیمت خرید و فروش تعلق نمی‌گیرد. چنین مالیاتی را می‌توان از جبهتی مالیات بر عایدات سرمایه‌ای حاصل از فعالیت تلقی نمود و از جهت دیگر با آن متفاوت است. زیرا این‌گونه نیست که سرمایه‌گذار هر زمان که اقدام به فروش سهام نماید، سودی عاید وی گردد تا ملزم به پرداخت مالیات باشد. حال آنکه مالیات مزبور در هر فروشی به وی تحمیل می‌گردد، اعم از آنکه سودی عاید وی شده باشد و یا متضرر گردیده باشد.

لازم به ذکر است مالیات مزبور طبق تبصره ۱ ماده ۱۴۳ قانون مالیاتهای مستقیم به هر نقل و انتقال سهام، حق تقدم سهام شرکت‌ها در بورس و همچنین سایر اوراق بهاداری که در بورس معامله می‌شوند تعلق می‌گیرد،^{۲۰} لذا مالیات مزبور منحصرأً به سهام شرکت‌ها منتهی نمی‌گردد.

از سوی دیگر بند ۳ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم جوایز متعلق به اوراق قرضه دولتی و اسناد خزانه را از پرداخت مالیات معاف می‌نماید. شایان ذکر است در حال حاضر اوراق مزبور تحت عنوان اوراق مشارکت

۲۰. طبق ماده ۱۶۶ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت: «در خرید سهام جدید صاحبان سهام شرکت به نسبت سهامی که مالکند حق تقدم دارند و این حق قابل نقل و انتقال است». لذا طبق قانون مالیاتها نیم درصد به حق تقدم سهام و نیم درصد به نقل و انتقال حق تقدم مزبور مالیات تعلق خواهد گرفت.

انتشار می‌یابد و قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت مصوب ۱۳۷۶ بطور خاص به شیوه کنترل و نظارت بر اوراق مشارکت به عنوان جایگزینی برای اوراق قرضه پرداخته است.^{۲۱} به علاوه در خصوص اوراق مشارکت طبق بند ۵ ماده ۱۴۵ قانون مالیات‌های مستقیم مقرر گردیده که سود و جوایز متعلق به اوراق مشارکت از پرداخت مالیات معاف است. اگر چه در گذشته سود مزبور مشمول مالیات مقطوع به نرخ پنج درصد بود،^{۲۲} که با اصلاح قانون مالیات‌های مستقیم از معافیت برخوردار گردید.

بند چهارم. افشای اطلاعات

سرمایه‌گذار خارجی در راستای فعالیت خود در بورس اوراق بهادار ایران مکلف به افشای یک سری اطلاعات به صورت ماهیانه، فصلی و سالیانه به سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد. طبق ماده ۶ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس: «سرمایه‌گذار خارجی» مکلف است

۲۱. مجله پژوهش‌های حقوقی، شماره ۹، «بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران»، دکتر حمیدرضا علومی‌یزدی، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهر دانش، بهار و تابستان ۱۳۸۵، ص ۱۴۷.

۲۲. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت، ماده ۷.

اطلاعات زیر را، بر اساس مقررات جاری افشای اطلاعات "سازمان"^{۲۳} به این سازمان ارائه کند.

الف) گزارش‌ها و صورت‌های عملکرد مالی سالانه و فصلی مربوط به فعالیت در بورس.

ب) فهرست و ارزش سبد اوراق بهادار سرمایه‌گذاری شده در بورس به صورت فصلی.

ج) ارسال ماهانه نسخه‌ای از صورتحساب کامل حساب‌های بانکی موضوع ماده (۷) این آیین‌نامه به ترتیبی که گردش و جزئیات حساب را نشان دهد.

د) گزارش‌های مربوط به افشای تغییرات مؤثر در ساختار مدیریتی سرمایه‌گذار (فقط در مورد اشخاص حقوقی).^{۲۴}

لازم به ذکر است طبق مقررات حاکم، افشای اطلاعات برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس^{۲۵}، همچنین کارگزاران بورس^{۲۶} در موارد خاصی الزامی می‌باشد، حال آنکه قانونگذار در این خصوص تکلیفی را به

۲۳. اگرچه طبق آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس منظور از سازمان، سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، لیکن با تصویب قانون بازار اوراق بهادار خصوصاً مفاد ماده ۴۵ قانون مزبور به نظر می‌رسد افشای اطلاعات بایستی برای سازمان بورس و اوراق بهادار صورت گیرد.

۲۴. بخشنامه افشای فوری اطلاعات مصوب ۱۳۸۰/۵/۲۳ سازمان بورس اوراق بهادار تهران؛ دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.

۲۵. آیین‌نامه اجرایی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران.

«سرمایه‌گذاران داخلی» تحمیل نمی‌نماید. لیکن از آنجایی که مقررات خاصی برای سرمایه‌گذاران خارجی وضع گردیده است، آن‌ها در موارد فوق‌الاشعار ملزم به افشای اطلاعات گردیده‌اند. البته در حال حاضر «مقررات جاری افشای اطلاعات سازمان» که سرمایه‌گذار خارجی به موجب ماده فوق بر اساس این مقررات مکلف به افشای اطلاعات شده است، هنوز تنظیم نیافته و به نظر می‌رسد مادامی که استقبال خارجیان از بورس اوراق بهادار ایران به این نحو ادامه یابد، مقرراتی نیز تنظیم نخواهد شد.

بند پنجم. ضمانت اجرای نقض مقررات

وظایف و تکالیفی به موجب آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس برای سرمایه‌گذاران خارجی در نظر گرفته شده است، که از جمله این تکالیف رعایت میزان قابل خرید سهام و یا لزوم افشای اطلاعات به سازمان می‌باشد، که در قسمت حاضر ضمانت اجرای نقض این تکالیف و به عبارت دیگر ضمانت اجرای نقض هر یک از تکالیف مندرج در آیین‌نامه فوق‌الاشعار مورد بررسی واقع خواهد شد.

ماده ۱۱ این آیین‌نامه در مورد ضمانت اجرای تجاوز حجم معاملات سرمایه‌گذار خارجی از نسبت‌های مقرر چنین تعیین تکلیف می‌نماید: «در صورت تجاوز حجم معاملات "سرمایه‌گذار خارجی" از نسبت‌های مقرر در این آیین‌نامه، "سرمایه‌گذار خارجی" موظف است مازاد اوراق بهادار نسبت

به سقف تعیین شده را ظرف یک هفته کاری به فروش برساند. "سازمان" موظف است در پایان هر هفته، درصد سرمایه‌گذاری خارجی در هر شرکت را به بازار اعلام کند». به نظر می‌رسد آیین‌نامه فوق‌الاشعار تکلیفی بسیار دشوار را بر دوش سرمایه‌گذاران خارجی نهاده است. البته مادامی که حجم سرمایه‌گذاری خارجی در بورس همچون امروز ناچیز باشد، مشکلی به وجود نخواهد آمد. اما در صورتی که حجم سرمایه‌گذاری خارجی در ایران افزایش یابد، رعایت محدودیت درصد سرمایه‌گذاری امری مشکل خواهد بود. زیرا محدودیت مقرر در آیین‌نامه در خصوص سهام شرکت‌ها و سایر اوراق بهادار با توجه به «کل» سرمایه‌گذاران خارجی در نظر گرفته شده است. هر سرمایه‌گذار خارجی به هنگام خرید اوراق مزبور بایستی از طرفی به خرید سهام مناسب بیانديشد و از طرف دیگر میزان سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خارجی دیگر را در نظر داشته باشد، تا مبادا حجم معاملات کلیه سرمایه‌گذاران از نسبت‌های مقرر تجاوز نماید. اگر چنین محدودیتی برای هر سرمایه‌گذار نسبت به معاملات شخصی‌اش وجود می‌داشت، شاید مشکلات سرمایه‌گذار خارجی کاهش می‌یافت و وی می‌توانست پیشاپیش با در نظر گرفتن محدودیتهای مقرر، معاملات خود را برنامه‌ریزی نماید. با وجود این به دلیل آنکه به هنگام معامله در بورس و خرید سهام، سرمایه‌گذار صرفاً می‌تواند سفارش خرید بدهد و در آن هنگام به این مسأله که آیا سرمایه‌گذاران خارجی دیگر اقدام به خرید سهام همان شرکت نموده‌اند یا نه، واقف نمی‌باشد، لذا طبق آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در

بورس مسئولیتی متوجه سرمایه‌گذار خارجی نیست. اما موظف به فروش مازاد اوراق بهادار ظرف یک هفته کاری گردیده که به نظر می‌رسد نسبت به مهلت اعطایی کمی سختگیری شده است.

جهت اجرایی شدن ماده مزبور و روشن شدن درصد سرمایه‌گذاری خارجی در هر شرکت، ذیل ماده ۱۱ این آیین‌نامه سازمان فوق‌الاشعار را موظف به اعلام درصد مزبور به بازار در پایان هر هفته نموده است، که ظاهراً به علت سرمایه‌گذاری‌های ناچیز خارجیان در بورس اوراق بهادار تهران، تا این زمان اجرایی نشده و هیچ‌گونه اعلامی از سوی این سازمان صورت نگرفته است.

صرف‌نظر از ماده فوق‌الاشعار که حکمی خاص را برای تکلیفی خاص مقرر نموده است، ماده ۱۵ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس قاعده‌ای عام را بیان می‌نماید و ضمانت اجرای نقض هر یک از مقررات آیین‌نامه مزبور را مشمول حکمی واحد اعلام می‌کند. طبق این ماده: «در صورت نقض مقررات این آیین‌نامه توسط "سرمایه‌گذار خارجی" به تشخیص "سازمان"، نماد معاملاتی وی متوقف می‌شود و مراتب به "سازمان سرمایه‌گذاری" اعلام می‌گردد». از آنجایی که به نحوه تنظیم این ماده ایراداتی وارد است، در ذیل به توضیح بیشتر در این خصوص می‌پردازیم.

از جمله ایراداتی که به ماده مزبور وارد می‌باشد آن است که طبق این ماده ضمانت اجرای نقض مقررات، توقف «نماد معاملاتی» سرمایه‌گذار

خارجی عنوان شده است. حال آنکه به نظر می‌رسد منظور از «نماد معاملاتی»، «کد معاملاتی» بوده که به اشتباه در این ماده مورد اشاره واقع گردیده است. «نماد معاملاتی» اصطلاحی است که اصولاً برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اعمال می‌گردد، و به نمادی اطلاق می‌شود که برای اوراق بهادار هر شرکت پذیرفته‌شده در بورس جهت تسهیل انجام معاملات توسط سیستم کامپیوتری ایجاد می‌شود. نماد مزبور در مواردی از جمله برگزاری مجامع عمومی جهت تنظیم آخرین فهرست سهام‌داران شرکت و یا عدم ارائه اطلاعات مالی شرکت در زمان‌بندی معین متوقف و سپس در زمان مناسب بازگشایی می‌گردد.^{۲۶} از آنجایی که سرمایه‌گذار خارجی سهام شرکت خود را برای خرید و فروش به بازار ارائه نمی‌نماید، فاقد نماد معاملاتی است. بلکه آنچه که سرمایه‌گذار خارجی با اخذ آن اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار نموده و سهام متعلق به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را مورد معامله قرار می‌دهد، «کد معاملاتی» می‌باشد که با «نماد معاملاتی» متفاوت است.

طبق تعریفی که «آیین‌نامه معاملات در سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران»^{۲۷} از نماد معاملاتی ارائه می‌دهد، «نماد معاملاتی شناسه‌ای است که برای هر یک از اوراق بهادار به صورت منحصر به فرد در سامانه معاملات تعریف شده است. این شناسه می‌تواند به صورت حروف، عدد و

۲۶. مهرانفر، صص ۶۹-۷۳.

۲۷. مصوب ۱۳۸۳/۱۲/۱۸ کمیسیون فرعی شورای بورس.

یا ترکیبی از هر دو باشد».^{۲۸} حال آنکه «کد معاملاتی شناسه مشتری جهت انجام معامله اوراق بهادار در سامانه معاملات است. این شناسه به صورت حروف، عدد و یا ترکیبی از هر دو می‌باشد».^{۲۹} لذا با این تفاسیر عبارت «نماد معاملاتی» اشتباهاً به جای عبارت «کد معاملاتی» اعمال شده است.

ایراد وارده دیگر آنکه ماده مزبور ضمانت اجرای نقض مقررات از سوی سرمایه‌گذار خارجی را آن طور که باید و شاید به صورت واضح بیان ننموده است. به عبارت دیگر این سؤال برای سرمایه‌گذار خارجی ایجاد می‌گردد که در صورت نقض مقررات و به دنبال توقف کد معاملاتی وی چه اتفاقی رخ خواهد داد؟ آیا با توقف کد معاملاتی، او صرفاً از انجام معاملات بعدی محروم می‌شود و سپس می‌تواند سرمایه و سود خود را به کشورش بازگرداند؟ و یا آنکه با توقف کد معاملاتی، از پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی خارج می‌گردد و یا...؟

آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس صرفاً به توقف کد و سپس اعلام مراتب به سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران اشاره نموده است. لذا به دلیل فقدان مقرره صریح قانونی دیگر، از این مطلب چنین برداشت می‌شود که ضمانت اجرای دیگری جز توقف کد معاملاتی به وی تحمیل نخواهد شد. با این حال به نظر می‌رسد مادامی که سرمایه‌گذار خارجی به تکالیف مقرر در آیین‌نامه عمل ننماید، از فعالیت

۲۸. آیین‌نامه معاملات در سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، ماده ۱، بند ۲۳.

۲۹. همان، بند ۲۴.

بیشتر در بازار بورس نیز محروم خواهد ماند. مضاف بر اینکه سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران ممکن است مادامی که سرمایه‌گذار به تکالیف مقرر عمل ننموده و موفق به بازگشایی کد مزبور نگردد، از صدور مجوز لازم برای انتقال سود و سرمایه وی به خارج از کشور در جایی که توقف کد معاملاتی در نتیجه عدم فروش سهام مازاد صورت گرفته است، امتناع نماید.

ماده مزبور از جمله در مواردی که سرمایه‌گذار خارجی به تکلیف مقرر مبنی بر افشای اطلاعات عمل ننماید، نیز اعمال خواهد شد. با وجود این نبایستی چنین پنداشته شود که تکلیف سرمایه‌گذار خارجی به رعایت مقررات آیین‌نامه مزبور محدود می‌گردد، بلکه سرمایه‌گذار خارجی با شروع فعالیت بایستی کلیه قوانین و مقررات مربوطه در این زمینه را مدنظر قرار داده و همچون کلیه اتباع داخلی از آنها تبعیت نماید. به عنوان مثال: سرمایه‌گذار خارجی نیز همچون سرمایه‌گذار داخلی در صورتیکه با استفاده از اطلاعات نهانی به معاملات اوراق بهادار مبادرت نماید، به حبس تعزیری از سه ماه تا یک سال یا به جزای نقدی معادل دو تا پنج برابر سود به‌دست آمده یا زیان متحمل نشده یا هر دو مجازات محکوم خواهد شد.^{۳۰} لذا سرمایه‌گذار خارجی بایستی جهت دستیابی به حقوق خود در ایران علاوه بر قوانین خاص، کلیه مقررات داخلی مرتبط را نیز مورد مطالعه قرار دهد.

۳۰- قانون بازار اوراق بهادار، ماده ۴۶، بند ۲.

گفتار سوم. قواعد مربوط به مرحله خروج سرمایه‌گذاران خارجی بند اول. محدودیت در خروج اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای

علاوه بر محدودیت در درصد سرمایه‌گذاری خارجی، محدودیتی در مرحله خارج کردن اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای برای سرمایه‌گذاران خارجی وجود دارد که در حال حاضر شاید بتوان آن را بزرگ‌ترین مانع بر سر راه سرمایه‌گذاران خارجی برای فعالیت در بورس قلمداد نمود. طبق ماده ۱۲ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس: «سرمایه‌گذار خارجی» مجاز است پس از پایان ۳ سال از آغاز فعالیت خود در بورس، اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای حاصل از فعالیت خود را با رعایت «قانون تشویق»^{۳۱} و مقررات ارزی کشور خارج کند. سود سهام دریافتی در هر سال طبق مقررات جاری قابل خروج است». به نظر می‌رسد در تنظیم ماده مزبور و تقسیم‌بندی سرمایه و سود، از قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن تبعیت شده است. به این معنا که کل سرمایه سرمایه‌گذار خارجی به هنگام خروج به سه دسته تقسیم گردیده است:

- اصل سرمایه: که در زمان آغاز فعالیت سرمایه‌گذار، به کشور وارد شده است.

۳۱. قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی.

- عایدات سرمایه‌ای حاصل از فعالیت سرمایه‌گذار: این همان چیزی است که در زبان انگلیسی تحت عنوان «کپیتال گینز»^{۳۲} از آن یاد می‌شود و منظور سودی است که از فروش چیزی به خصوص اموال عاید شخص می‌گردد. به عبارت دیگر این همان سودی است که سرمایه‌گذار با خرید سهام به قیمت کمتر و فروش آن به قیمت بالاتر کسب می‌نماید و شاید بتوان آن را قابل توجه‌ترین سودی دانست که سرمایه‌گذار خارجی را به فعالیت در بورس اوراق بهادار ترغیب می‌نماید.

- سود سهام دریافتی: عبارت از سود و اندوخته شرکت است که پس از تصویب مجمع عمومی بین صاحبان سهام تقسیم می‌گردد. به موجب ماده ۹۰ لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت: «تقسیم سود و اندوخته بین صاحبان سهام فقط پس از تصویب مجمع عمومی جائز خواهد بود و در صورت وجود منافع تقسیم ده درصد از سود ویژه سالانه بین صاحبان سهام الزامی است».

لذا همان‌طور که ملاحظه می‌گردد سرمایه‌گذار خارجی از آغاز فعالیت خود در بورس، از خارج نمودن اصل سرمایه و عایدات سرمایه‌ای حاصل از فعالیت خود ممنوع می‌باشد و این محدودیت کمی نیست. زیرا اگرچه غالباً سرمایه‌گذاران خارجی با مطالعه دقیق و به صورت برنامه‌ریزی شده فعالیت خود را آغاز می‌نمایند و شاید پس از تصمیم به سرمایه‌گذاری در بورس ایران، چند سالی را به فعالیت خود ادامه دهند. لیکن هنگامی که

32. Capital gains.

محدودیتی به موجب قانون مقرر می‌گردد، اثری منفی بر سرمایه‌گذاران خارجی خواهد گذاشت که مانعی بر جذب سرمایه‌گذاری خارجی محسوب می‌شود. در هر حال وضع چنین محدودیت‌هایی به موجب مقررات از آن جهت است که سرمایه‌گذاران خارجی نتوانند با جابه‌جایی غیرمنتظره سرمایه خود بازار سرمایه ایران را با بحران مواجه نمایند.

به موجب ذیل ماده ۱۲، سود سهام دریافتی یعنی سود نوع سوم از چنین محدودیتی برخوردار نبوده، و خارج نمودن آن در هر سال مجاز می‌باشد. این سود در هر سال طبق مقررات جاری کشور و به عبارت دیگر طبق قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن و مقررات ارزی کشور قابل خروج است.^{۳۳} بنابراین درخواست خروج از جمله بایستی مستند به گزارش مؤسسه حسابرسی عضو جامعه حسابران رسمی ایران باشد.^{۳۴}

بند دوم. استثنا بر محدودیت خروج

نسبت به محدودیتی که در قسمت قبل به آن اشاره شد، قانون‌گذار استثنایی را قائل شده است. ماده ۱۳ آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس در این باره می‌گوید: «سرمایه‌گذار خارجی» در صورتی که اصل سرمایه و عایدات انباشته شده خود را نتواند سرمایه‌گذاری مجدد نماید، با

۳۳. آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس، ماده ۸.

۳۴. آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، ماده ۲۲.

رعایت موارد زیر مجاز به خروج مازاد غیر قابل سرمایه‌گذاری خود خواهد بود:

۱) تقاضا برای خروج وجوه حاصل این ماده از کشور زمانی پذیرفته می‌شود که دو سوم کل سهمیه سهام و سایر اوراق بهادار تخصیص یافته به "سرمایه‌گذاری خارجی" قبلاً پر شده باشد.

۲) خروج وجوه موضوع این ماده پس از اعلام "هیئت‌مدیره"^{۳۵} باید به تأیید "سازمان سرمایه‌گذاری" نیز برسد.

قبل از توضیح دو بند فوق ذکر این نکته لازم است که طبق نامه بانک مرکزی: «چنانچه تمام یا بخشی از وجوه ارزی به منظور خرید اوراق به ریال تبدیل نشده باشد مطابق نظر صاحب حساب انتقال وجه ارزی بلامانع است».^{۳۶} لذا مادامی که اصل سرمایه یا بخشی از آن «برای بار اول» سرمایه‌گذاری نشود و به ریال تبدیل نگردد، انتقال آن بلامانع می‌باشد. به همین دلیل استثنای مزبور برای «سرمایه‌گذاری مجدد» مقرر شده است. طبق ماده مزبور برای آنکه سرمایه‌گذار خارجی بتواند مازاد سرمایه خود را که قابل سرمایه‌گذاری مجدد نیست خارج نماید، دو شرط بایستی محقق گردد:

۳۵. طبق آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس منظور از هیأت‌مدیره، هیأت‌مدیره سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، که علی‌الظاهر در حال حاضر با تصویب قانون بازار اوراق بهادار منظور همان هیأت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار می‌باشد.

۳۶. نامه شماره ۱۰/سا/۵۸۷۸ مورخ ۱۳۸۴/۱۰/۸ بانک مرکزی، بند ۲، تبصره ۳.

شرط اول آنکه دو سوم کل حجم مجاز برای معامله سرمایه‌گذاری خارجی قبلاً پر شده باشد، که به نظر می‌رسد منظور قانونگذار از دو سوم کل، دو سوم کل بازار باشد. به این معنا که اگر ما کل بازار را در نظر بگیریم، دو سوم سهامی که به سرمایه‌گذاران خارجی تخصیص می‌یابد پر شده باشد و نه آنکه دو سوم سهام هر شرکت در نظر گرفته شود. زیرا تحقق این امر محال به نظر می‌رسد و بعید است که فی‌المثل دو سوم ده درصد سهام کلیه شرکت‌ها پر شود. حال آنکه اگر دو سوم بازار را نسبت به سهمیه سرمایه‌گذاران خارجی در نظر بگیریم، این امر منطقی خواهد بود.

شرط دوم آنکه با وجود تحقق شرط اول، خروج وجوه مزبور بایستی پس از اعلام هیأت‌مدیره سازمان (در حال حاضر سازمان بورس و اوراق بهادار)، به تأیید سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران برسد. چنین به نظر می‌رسد که تحقق شرط مندرج در بند ۱ ماده مزبور کافی برای اجازه خروج مازاد سرمایه غیرقابل سرمایه‌گذاری باشد و بند ۲ صرفاً روند اجرایی ماده را بیان می‌نماید. با این توضیح که علی‌الظاهر لزوم اعلام از سوی هیأت‌مدیره از آن جهت ضروری قلمداد گردیده است که این امر (یعنی پر شدن دو سوم کل سهمیه بازار) مورد تأیید سازمان مزبور قرار گیرد و با اعلام این امر از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار، علی‌الاصول سازمان سرمایه‌گذاری و کمک‌های اقتصادی و فنی ایران در صورتی که مورد دیگری برای مخالفت وجود نداشته باشد، خروج وجوه موضوع ماده ۱۳ را تأیید می‌نماید.

نتیجه گیری

همان‌گونه که ملاحظه گردید مضاف بر آنکه ایراداتی در نحوه نگارش و عبارات به کار برده شده در برخی از مواد آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس ملاحظه می‌شود، و صرف‌نظر از این‌که در اصلاح قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی که اصلی‌ترین قانون در رابطه با سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشد، از آن جهت که سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار را مشمول نمی‌گردد کوتاهی شده است، با این‌حال آنچه امروز به عنوان مانع قانونی در پیش روی سرمایه‌گذاران خارجی قرار دارد، محدودیت‌ها و تکالیفی می‌باشد که به موجب آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس به سرمایه‌گذاران خارجی تحمیل گردیده است.

در این راستا با اینکه از یک‌سو بدون شک مسائل مختلف دیگری از جمله مسائل اقتصادی و سیاسی در عدم تمایل سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار ایران دخیل می‌باشد، و از سوی دیگر اقدام به بازگشایی بدون قید و شرط بازار سرمایه به موجب مقررات به روی خارجی‌ان از آن جهت که در مواقع بحران، نوسانات شدید قابل کنترل نخواهد بود به نظر عقلایی نمی‌رسد، لیکن اگر تمایل به جذب سرمایه‌گذاران خارجی برای سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ایران داشته باشیم، بایستی مقرراتی را در راستای ترغیب سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه‌های خارجی نیز وضع نمائیم و در تنظیم مقررات به بیان

ممنوعیت‌ها و محدودیت‌ها بسنده ننماییم، تا چنان نباشد که پس از گذشت چند سال از تصویب آیین‌نامه فوق‌الاشعار و گشودن درها به روی سرمایه‌گذاران خارجی صرفاً تعداد انگشت‌شماری از آنها با اخذ کد معاملاتی فعالیت خود را در بازار بورس آغاز نموده باشند. مضاف بر اینکه تجربه بسیاری از کشورهایی که اقدام به آزادسازی مالی در بازار سرمایه خود کرده‌اند، نشان می‌دهد مقررات‌زدایی‌ها باعث افزایش جریان‌ات بین‌المللی سرمایه خواهد شد.

فهرست منابع

۱. اکبری تالارپشتی، عزت‌الله، *موانع سرمایه‌گذاری خارجی در ایران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران مرکزی، ۱۳۸۱-۸۲.
۲. آیین‌نامه اجرایی بند «ج» ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی در مورد سرمایه‌گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار.
۳. آیین‌نامه اجرایی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران.
۴. آیین‌نامه تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی.
۵. آیین‌نامه شرایط و ضوابط پذیرش سهام در بورس اوراق بهادار.
۶. آیین‌نامه معاملات در سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران.
۷. بخش‌نامه افشای فوری اطلاعات مصوب ۱۳۸۰/۵/۲۳ سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
۸. دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت‌شده نزد سازمان مصوب ۱۳۸۶/۵/۳ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
۹. *روزنامه جهان اقتصاد*، ویژه ۱۳۸۲، «سرمایه‌گذاری خارجی»، ۲۹ فروردین‌ماه ۱۳۸۳.
۱۰. زارع، محمدحسن، *سرمایه‌گذاری خارجی و سازمان‌های جهانی تجارت با نگاهی به وضعیت ایران*، شرکت چاپ و نشر بازرگانی، ۱۳۸۵.
۱۱. سالواتوره، دومینیک، *تجارت بین‌الملل*، ترجمه حمیدرضا ارباب، تهران، نشر نی، ۱۳۸۳.
۱۲. ستوده تهرانی، دکتر حسن، *حقوق تجارت*، جلد سوم، تهران، نشر میزان - نشر دادگستر، ۱۳۷۸.
۱۳. قانون بازار اوراق بهادار.

۱۴. قانون برنامه پنج‌ساله چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران.
۱۵. قانون تأسیس بورس اوراق بهادار.
۱۶. قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی.
۱۷. قانون مالیات‌های مستقیم.
۱۸. قانون نحوه انتشار اوراق مشارکت.
۱۹. لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت.
۲۰. *مجله بورس*، شماره ۵۳، «مقایسه اجمالی روش‌های جذب سرمایه‌های خارجی در کشور»، حسین علی حسینی و کامران ادیبی خو، مردادماه ۱۳۸۵.
۲۱. *مجله پژوهش‌های حقوقی*، شماره ۹، «بررسی قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ و تأثیرات آن بر بازار سرمایه ایران»، دکتر حمیدرضا علوم‌ی‌یزدی، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های حقوقی شهر دانش، بهار و تابستان ۱۳۸۵.
۲۲. مهرانفر، محمدرضا، سیدروح‌الله حسینی‌مقدم و الهه مقدمی، *اصول جامع سرمایه‌گذاری در بورس*، انتشارات سامان، ۱۳۸۵.
۲۳. *نامه اطاق بازرگانی*، شماره ۱، «سرمایه‌گذاری‌های غیرمستقیم خصوصی خارجی در ممالک در حال توسعه و راه‌های حفظ آن»، دکتر علی رشیدی، فروردین‌ماه ۱۳۷۵.
۲۴. نامه شماره ۵۸۷۸/سا/۱۰ مورخ ۱۳۸۴/۱۰/۸ بانک مرکزی.
۲۵. نصیری، دکتر مرتضی، *حقوق چندملیتی*، نشر دانش امروز وابسته به مؤسسه انتشارات امیرکبیر، ۱۳۷۰.
26. Garner, Bryan A., *Black's Law Dictionary*, West (a Thomson business), 2004.