

تحلیل حقوقی راهبردهای سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه ی ایران

بهنام بهنیايي^۱، محمود باقري^۲، نیلوفر حیدرپور^۳

چکیده

بازار سرمایه می بایست مبتنی بر زیرساخت های قانونی، نظارتی و اجرایی قابل اعتمادی باشد که بتواند بصورت شفاف و ایمن انتقال مالکیت اوراق بهادار را امکان پذیر سازد. لذا تصور در وضع قوانین و مقررات متعادل حاکم بر معاملات بورسی سرمایه گذاران خارجی می تواند با جوهره و طبیعت بازار اوراق بهادار در تناقض باشد و این عدم امنیت حقوقی و اقتصادی مانع رشد بازار سرمایه و تخصیص بهتر منابع مالی شود و در نهایت، تأمین منافع جمعی و کارایی اقتصادی معقول و مطلوب این بازار را غیر قابل حصول نماید. بنابراین اجرای قاعده ی عدالت و اصل عدم تبعیض در دسترسی عادلانه به بازار سرمایه؛ اصل حمایت از حقوق و منافع سرمایه گذاران؛ لزوم حمایت از طرف ضعیف تر؛ اصل حفظ کلیت و انسجام بازار؛ و اصل کارایی بازار اوراق بهادار، اقتضای بازنگری کلی و تجهیز قوانین و مقررات سرمایه گذاری خارجی در بازار بورس اوراق بهادار ایران را دارد.

واژه های کلیدی: سرمایه گذاری خارجی؛ سرمایه گذاری پورتفولیوی خارجی؛ بورس اوراق بهادار؛ فرا بورس؛ سهام

۱. مقدمه

یکی از مؤلفه های بنیادی امنیت اقتصادی، موفقیت در بازار های جهانی مبتنی بر قابلیت رقابت اقتصادی است. نظام اقتصادی هر کشوری از دو بخش واقعی (که مبتنی بر تولید کالا و خدمات است) و بخش مالی تشکیل می شود که مکمل همدیگر هستند. «بازار سرمایه» شامل: صنعت اوراق بهادار و ابزارهای مالی و «بازار پول» با زیر مجموعه های: بانک ها، مؤسسات مالی و اعتباری و سایر نهادها و واسطه های پولی، از ارکان بخش «بازار مالی» اقتصاد هستند. از لحاظ حقوق مالی، بازار اوراق بهادار شامل بخش های با درآمد ثابت (اوراق قرضه) و با درآمد نامعین (سهام) می باشد.

در مجموع، بررسی کلیه ی منابع قانونی سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه با لحاظ قوانین مادر در این حوزه شامل «قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱/۳/۴ مجمع تشخیص مصلحت نظام» و «قانون بازار اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴/۹/۱» و سایر مقررات و آیین نامه های موجود از جمله «آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۱۳۸۹» و مقررات مصوب سازمان بورس از قبیل «ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه گذار خارجی مصوب ۱۳۸۹/۹/۱۳» و «دستور العمل اجرایی

۱ نویسنده ی مسؤول، بنیانگذار و ریاست موسسه بین المللی داوری و مشاوره حقوقی بهنام بهنیايي Email: Behniai.Behnam@ut.ac.ir

۲ دانشیار گروه حقوق خصوصی دانشکده حقوق و علوم سیاسی دانشگاه تهران Email: mahbagheri@ut.ac.ir

۳ مدیریت موسسه بین المللی داوری و مشاوره حقوقی بهنام بهنیايي Email: n.heidarpoor@ut.ac.ir

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس مصوب ۱۳۹۰/۷/۱۱ و «آیین نامه ی اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱» ضمن تبیین دقیق آن ها با هدف شناسایی و رفع نقایص و محدودیت های این الزامات قانونی ضروری به نظر می رسد.

۲. بازار سرمایه و اقتصاد

۱. بازار سرمایه، به دلیل خلاقیت و پویایی ذاتی خود، می تواند ابزارهای مالی مورد نیاز و متناسب را خلق کند و پس اندازه ها را به سرمایه گذاری تبدیل و موجب رشد اقتصادی جامعه شود و با اقداماتی از جمله فروش اوراق مشارکت، یکی از روش های تأمین مالی دولت ها و پروژه های عمومی محسوب می شود. همچنین با خرید و فروش اوراق بهادار، منابع مالی بلند مدت در اختیار بنگاه های اقتصادی نیازمند سرمایه قرار می گیرد.

تا سه دهه ی گذشته بازار پول در اقتصاد جهانی نقش برتر را ایفا می کرد اما به دلیل تحولات پیش آمده و توسعه ی صنایع، تأمین مالی کوتاه مدت به بازار پول و تأمین مالی بلند مدت به بازار سرمایه سپرده شد زیرا که زمان بهره برداری از پروژه های مختلف حداقل سه تا هفت سال می باشد و در صورتی که بازار پول عهده دار تأمین مالی پروژه ها باشد باعث آسیب رسانی به اقتصاد می شود. همچنین بازار سرمایه به دلیل اثرات ضد تورمی در مقایسه با بازار پول، در تأمین مالی طرح های سرمایه گذاری، دارای اهمیت و اولویت می باشد.

از طرفی، بر مبنای سند چشم انداز بیست ساله ی کشور تا سال ۱۴۰۴ ایران باید حداقل چهار هزار و پانصد میلیارد تومان جذب سرمایه داشته باشد تا بتواند سطح تکنولوژی موجود در کشور را ارتقاء دهد. عوامل مؤثر بر تولید از جمله منابع طبیعی؛ فن آوری؛ مدیریت؛ و نیروی انسانی همگی تحت تأثیر تأمین مالی و سرمایه گذاری می باشند. سرمایه گذاری خارجی در معنای عام، به «سرمایه گذاری مستقیم خارجی»^۴ و «سرمایه گذاری غیر مستقیم خارجی»؛ یا «سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه»؛ یا «سرمایه گذاری خارجی در اوراق بهادار»^۵ تقسیم می شود که در روش اخیر، بر خلاف سرمایه گذاری مستقیم که با هدف اعمال کنترل و مدیریت بر شرکت انجام می شود، سرمایه گذار اصولاً در پی سود سرمایه خود بوده و لزوماً منافع قابل توجه و پایداری را در سرمایه گذاری دنبال نمی کند.^۶

۲. در جهان سرمایه داری، بورس یکی از پیشرفته ترین ابزار تکاملی سرمایه به شمار می رود. واژه ی بورس در مفهوم عام به معنای بازار سازمان یافته و در مفهوم خاص به معنای بازار اوراق بهادار یا سهام به کار می رود که علاوه بر تخصیص سرمایه ی پولی، مخاطرات اقتصادی را نیز توزیع می کند. بند ۳ ماده ی ۱ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران بیان می دارد: «بورس اوراق بهادار، بازاری متشکل و خود انتظام است که اوراق بهادار در آن از سوی کارگزاران یا معامله گران طبق مقررات این قانون مورد داد و ستد قرار می گیرند».

4 Foreign Direct Investment (FDI)

5 Foreign Portfolio Investment (FPI)

6 Organization for Economic Co-Operation and Development, Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third edition, 1992, pp 7-8.

7 United Nation, UNCTAD/DFSB/5, Comprehensive Study of the Interrelationship between FDI and FPI, 23 June 1999, p. 4.

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

بارزترین منافع سرمایه گذاری خارجی در بورس کشورهای در حال توسعه عبارت هستند از: بهبود ساختار و عملکرد صنایع؛ رشد اشتغال و سرمایه های انسانی؛ برقراری پیوند اقتصادهای ملی و بین المللی؛ تشکیل سرمایه و موازنه ی پرداخت ها؛ و دستیابی به بازارهای صادراتی.^۸ همچنین، سرمایه گذاری خارجی موجب افزایش نقدینگی بازار بورس اوراق بهادار شده و در نتیجه حجم معاملات و قدرت نقدینگی بیشتر می شود و ضمن کاهش میزان ریسک، انگیزه و تمایل برای سرمایه گذاری بیشتر در بازار بورس اوراق بهادار افزایش می یابد.

اما متأسفانه قابلیت نقد شوندگی سهام که یکی از مکانیزم های اصلی بازار بورس است در بورس تهران بر خلاف سایر بورس های جهان، در حد مطلوب وجود ندارد ضمن این که به دلیل تجربه و دانش ضعیف فعالان نهادی بورس تهران، شرکت های تأمین سرمایه به عنوان حرفه ای ترین فعالان بورس، عمدتاً در خدمت بازار پول هستند تا بازار سرمایه. مقایسه ی تعداد زیاد صندوق های سرمایه گذاری با درآمد ثابت که توسط شرکت های تأمین سرمایه ایجاد شده و مدیریت می شود در قیاس با تعداد اندک صندوق های سهام ایجاد شده توسط آنان، شاهد این مدعاست. محدود بودن حد نوسان قیمت و پدیده ی حجم مینا، از دیگر محدودیت های ساختاری بورس تهران محسوب می شود که مانع بزرگی در جهت تعادل بازار است. موارد اخیر موجب شده است تا بورس تهران شاهد پدیده ی منحصر به فرد دیگری تحت عنوان صف های خرید و فروش باشد که در کلیه ی بورس های دنیا بی نظیر است. صف نشینی در بورس تهران امری شایع است که رانت عظیمی را نصیب گروه های خاص می کند. از بحث دسترسی به اطلاعات نهانی و سوء استفاده های آن که بگذریم؛ نقص در شیوه ی عرضه ی اولیه ی سهام را نمی توان نادیده گرفت. همه ی این موارد در حالی اتفاق می افتد که دستورالعمل های بورس همچنان با کاستی همراه بوده و یا بعضاً در معرض تعبیر و تفسیرهای نادرست به صورت سلیقه ای اجراء می شود.^۹

۳. از این رو، سرمایه گذاری خارجی در بازارهای بورس کشورهای مختلف، به عنوان یکی از روش های سرمایه گذاری در اقتصاد در نظر گرفته شده است و می توان گفت در عمل، جذب سرمایه گذار خارجی مانند یک مبارزه و جنگ است و هر کشوری در نظر دارد تا سرمایه های بیشتری را جذب کند. بدین ترتیب، شواهد و آمارها حاکی است که حجم فعالیت بازار سرمایه (بورس) در کشورهای توسعه یافته به مراتب بیشتر از کشورهای در حال توسعه است. لازم به ذکر است، با توجه به این که در بخش اعظم سیاست های ابلاغی اصل (۴۴) قانون اساسی، محوریت اجراء بر عهده ی «بازار سرمایه» واگذار شده است، لیکن شرط لازم برای اجراء این سیاست ها و تشکیل بازار سرمایه کارآمد و قدرتمند، وضع قوانین جذاب برای ایجاد اعتماد و حمایت بیشتر و کاهش ریسک های تجاری سرمایه گذاران خارجی است و بی تردید فاصله ی زیاد سطح سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه ایران نسبت به وضعیت مطلوب، به دلیل قوانین و آیین نامه های غیر هارمونیک؛ عدم شمول مقررات تخصصی بر حیطه های خاص سرمایه گذاری خارجی مانند بورس کالا؛ و فقدان کنترل های کارآمد می باشد.

8 Nick J. Freeman, Frank L. Bartels (2000). "Portfolio Investment in Southeast Asia's Stock Markets: A Survey of Institutional Investors Current Perception and Practices", Institute of Southeast Asian Studies, pp 10-12.

۹ محمد اقبال نیا، مشکلات ساختاری بورس تهران، تازه های اقتصاد، سال دهم، بهار ۱۳۹۲، شماره ۱۳۹، ص ۹۳.

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دومین و سومین خردادماه ۱۳۹۸

به اعتقاد برخی محققان، هر بازار سرمایه زمانی مطلوب تلقی می شود که: انتقال وجوه را در مقاطع زمانی و بین افراد مختلف به آسانی و با حداقل هزینه ممکن سازد؛ ابزارهای متنوع مدیریت مالی را فراهم آورد؛ امکان تجمیع و تخصیص منابع مالی گوناگون را فراهم کند؛ اطلاعات کافی را در دسترس تمام متقاضیان قرار بدهد؛ در بازار سرمایه رقابت وجود داشته باشد و همه قیمت پذیر باشند؛ و از ریسک حداقلی، برخوردار باشد.^{۱۰}

۴. افزایش استفاده از سرمایه در مبادلات و سرمایه گذاری های بین المللی باعث دگرگونی اقتصاد جهانی شده است که از مصادیق بارز این تحولات، حرکت اقتصاد به سمت جایگزینی تحرک سرمایه به جای تحرک کالا می باشد. بدیهی است، بین سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه و تحریک رشد اقتصادی کشور میزبان یک رابطه ی مستقیم و اثر مثبت معنی داری وجود دارد.

انگیزه ی اصلی برای سرمایه گذاری پورتنفوی و جابجایی سرمایه در قالب این نوع سرمایه گذاری، به دست آوردن سود بیشتر در خارج از مرزهای یک کشور است. علاوه بر این، نوع نظام مالیاتی و ارزی کشور میزبان، وجود شرایط مناسب برای بیمه ی اصل و فرع این نوع سرمایه، وجود ابزارها و بازارهای پولی و مالی پیشرفته و امکانات مناسب برای خروج اصل و فرع سرمایه در شکل گیری این نوع سرمایه در کشور میزبان مؤثر است. در این نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذاران برای کاهش دادن اثر کلی ریسک بر میزان سرمایه ی خود به پخش کردن سرمایه ی خود در کشورهای متفاوت با نرخ های متفاوت می پردازند، بنا بر این همواره شاهد یک نوع جریان دو طرفه ی سرمایه گذاری پورتنفوی هستیم.^{۱۱}

۵. اما امروزه معیارهایی از قبیل سود و بازده دارایی به تنهایی نمی توانند در ارزیابی سطح سرمایه گذاری به کار برده شوند. بنا بر این می بایست:

الف- در ارزیابی سطح سرمایه گذاری، معیارهای سود و بازده در کنار معیارهایی همانند جریان نقدی، سود پرداختی، سود اعلام شده و تغییرات بدهی، مورد استفاده قرار گیرند. زیرا، اگر مدیران؛ سرمایه گذاران؛ یا سهامداران بدون توجه به این معیارها اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری، عایدشان نخواهد شد و برای کاهش ریسک و رسیدن به سطح بهینه ی سرمایه گذاری باید در مدل های تصمیم گیری خود، این معیارها را نیز لحاظ نمایند.

ب- مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت سهامداران، باید با شناخت عوامل مؤثر بر سطح سرمایه گذاری، بین انتظارات مختلف سهامداران و فرصت های سرمایه گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند تا هم فرصت های سود آور سرمایه گذاری را از دست ندهند و هم رضایت سهامداران خود را جلب کنند.^{۱۲}

۳. بایسته های سرمایه گذاری خارجی در بازار بورس اوراق بهادار

10 Yamin S. Ahmad, (2004). "Foreign Direct Investment Versus Portfolio Investment: A Global Games Approach", University of Wisconsin-White Water, WI 53538, pp 8-9.

۱۱ ابوالقاسم مهدوی، تحلیلی بر نقش سرمایه گذاری خارجی در رشد اقتصادی، مجله تحقیقات اقتصادی، پاییز ۱۳۸۳، شماره ۶۶، ص ۱۸۸.

۱۲ ابراهیم عباسی، بهروز ابراهیم زاده رحیملو؛ بررسی عوامل مؤثر بر سطح سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدل سازی اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰، زمستان ۱۳۸۸، ص ۶۰.

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

۱. اصل حمایت از سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار قابل مبادله، همانند دیگر اصول بنیادی این بازار، از حقوق ملی یا بین المللی نشئت نگرفته است؛ بلکه منشاء و علل موجهه ی آن، ظهور مشکلات و بحران های بازار مالی، به ویژه بحران های بزرگ بازارهای اوراق بهادار در سال های ۱۹۲۹ و ۱۹۸۷ میلادی و بحران فراگیر چند سال اخیر بوده است که به تدریج وضع قوانین خاص و اتخاذ ساز و کارهایی را در پی داشته است، تا به طور مستقیم یا غیر مستقیم از منافع سرمایه گذاران در بازار سرمایه حفاظت و حمایت کند. این قوانین و ساز و کارها امروزه سیستم حقوقی پیچیده ای را شکل داده که به وضوح در کشورهای توسعه یافته قابل تعریف و شناسایی هستند. در کشورهای عضو اتحادیه ی اروپا - توصیه ی ۲۵ جولای ۱۹۷۷ میلادی - در مورد مبادلات اوراق بهادار، قواعد عامی را برای بورس های اوراق بهادار در کشورهای اروپایی فراهم کرد و رویکرد اصلی آن ها حمایت از سرمایه گذاران بود. این امر مبتنی بر این دیدگاه است که سرمایه گذاران، عنصر کلیدی بازار سرمایه اند و حمایت از آن ها همواره باید مورد توجه قرار گیرد.^{۱۳}

۲. بازارهای اوراق بهادار این گونه توصیف می شوند که فضای منصفانه، شفاف و قابل اعتمادی را برای داد و ستد اوراق بهادار فراهم می کنند. ویژگی متمایز آن ها، ابتدای بازار بر اصولی است که در صورت اتخاذ و اجرای هماهنگ آن ها، حمایت سرمایه گذاران را فراهم می سازند. امروزه هیچ کس در لزوم فراهم کردن حمایت قانونی برای سرمایه گذاران به عنوان بخش جدایی ناپذیر فرایند قانونی حاکم بر بازارهای اوراق بهادار تردیدی ندارد و این ایده که قواعد عملکردی اصلی بازار اوراق بهادار باید ساز و کارهایی را برای افزایش مستقیم یا غیر مستقیم حمایت از حقوق سرمایه گذاران در بر گیرد، رویکرد غالب قانون گذاران است.

از این رو در بسیاری از کشورها، بر اساس الزامات قانونی، بورس ها و نهاد های مالی ارائه دهنده ی خدمات بورس باید بخشی را برای دریافت شکایات مشتریان و حل و فصل اختلافات در نظر بگیرند.

در واقع، عادلانه بودن بازار یکی از ویژگی های بازار سرمایه است و ارتباط تنگاتنگی با اصل حمایت از سرمایه گذاران به منظور ممانعت از مبادلات ناصحیح و مناسبات نادرست دارد. ساختارهای بازار سرمایه نباید موجب حمایت ناعادلانه از برخی کاربران بازار در برابر دیگران باشد و مقررات این بازار باید ضمانت اجرایی برای رویه های مبادلاتی غیرمنصفانه در نظر گیرد.^{۱۴}

۳. همچنین، نهادهای نظارتی بازار سرمایه باید از بالاترین استانداردهای حرفه ای برخوردار بوده و از هرگونه منافی در بازار سرمایه به دور باشند. سیستم نظارتی باید به گونه ای باشد که قانون گذار بتواند قابل اعتماد بودن همه ی ترتیبات نظارت بر بازار سرمایه و مبادلات آن را ارزیابی کند و از عادلانه بودن، کارآمدی و شفافیت بازار سرمایه و حمایت کافی از سرمایه گذاران اطمینان حاصل نماید.^{۱۵} مواردی همچون سازماندهی استانداردهای قانونی؛ اطلاع رسانی مناسب؛ توسعه و بهبود نقدینگی بازار و فعالیت مستمر و اطمینان بخش سرمایه گذاران از مهم ترین دغدغه

13 BME Spanish Exchanges Research Department, Close to the Investor, p.3.

14 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Objectives and Principles of Securities Regulation, Document, May 2003, No. 4.2.

15Cristie L. Ford, "New Governance, Compliance and Principles-Based Securities Regulation", American Business Law Journal, V45, Issue 1, Spring 2008, P.22.

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

هایی است که قانون گذاران را ترغیب می کند تا ساختار قانونی کارآمد و با قابلیت اجرای بالایی برای گروه ها و سازمان های مختلف فعال در بورس اوراق بهادار فراهم سازند.^{۱۶}

۴. ابهامات قانونی در سرمایه گذاری خارجی در بازار سرمایه از تعاریف مختلف «سرمایه گذار خارجی» آغاز می شود. سرمایه گذار خارجی بر اساس تعریف بند ۲ ماده ۱ قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی عبارت است از: «اشخاص حقیقی یا حقوقی غیر ایرانی و یا ایرانی که با استفاده از سرمایه با منشاء خارجی مجوز سرمایه گذاری موضوع ماده ۶ را گرفته باشند». بنا بر این خارجی بودن منشاء سرمایه دارای اهمیت اساسی می باشد و نه تابعیت ایرانی یا خارجی شخص حقیقی یا حقوقی. قانون گذار در ماده ۵ آیین نامه ی اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی به منظور احراز «منشاء خارجی» سرمایه، اشخاص حقیقی و حقوقی ایرانی را مکلف به ارائه ی مستندات فعالیت های تجاری و اقتصادی در خارج از کشور نموده است و برای سرمایه گذاران خارجی، منشاء خارجی سرمایه را مفروض دانسته و صرفاً ارائه ی مدارک ورود سرمایه به ایران را کافی می داند. در نتیجه اگر سرمایه ی اشخاص حقیقی و حقوقی خارجی، منشاء ایرانی داشته باشد و حاصل از فعالیت های تجاری و اقتصادی در ایران باشد، تحت پوشش قانون تشویق و حمایت سرمایه گذار خارجی قرار نخواهد گرفت.^{۱۷}

اما از طرفی دیگر، مطابق بند ۶ ماده ۱ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس، اشخاصی خارجی محسوب می شوند که: «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 قسمت های الف و ب در سرمایه آن بیش از ۵۰ درصد باشد. در صورتی که صندوق سرمایه گذاری با سرمایه متغیر، شخص خارجی قلمداد شود، تا زمانی که سهم اشخاص موضوع قسمت های الف و ب در سرمایه آن به ۴۰ درصد تنزل نیابد، همچنان خارجی تلقی خواهد شد.»

۵. در حال حاضر تنها ابزار مالی در دسترس سرمایه گذاران که ماهیت بازار سرمایه داشته و از بازار فعالی برخوردار است؛ همچنان در سهام خلاصه می شود. از طرفی، به دلیل مکانیزم پیچیده و وجود مخاطرات ذاتی در بازار بورس اوراق بهادار، اشخاص حقیقی تمایل دارند از طریق شرکت های تخصصی سرمایه گذاری «سهامی عام» در این بازار فعالیت نمایند. بدین ترتیب، ماده ۲۵ قانون بازار اوراق بهادار مقرر می دارد: «از تاریخ لازم الاجرا شدن این قانون، برای ثبت شرکت های سهامی عام یا افزایش سرمایه آن ها، اجازه انتشار «اعلامیه پذیره نویسی» توسط مرجع ثبت شرکت ها، پس از موافقت سازمان صادر می شود». بنا بر این شرکت سهامی عام برای تأمین بخشی از سرمایه ی مورد نیاز خود از طریق فروش سهام به عموم و ورود به نظام معاملاتی بازار سرمایه، قانوناً ملزم است پس از موافقت و ثبت توسط «سازمان بورس و اوراق بهادار» و اخذ پذیرش از بورس یا بازار خارج از بورس، به عرضه ی عمومی اوراق بهادار طی اعلامیه ی پذیره نویسی اقدام نماید در غیر این صورت خرید و فروش اوراق بهادار آن ها مطابق مواد لایحه ی قانونی اصلاح قسمتی از قانون تجارت انجام می شود.

16 April M. Knill , (August 2004). "Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World? ", University of Mary Land at College Park, pp 5-6.

۱۷ به استثنای بند «ه» ماده ۱ قانون مذکور.

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دومین و سومین خردادماه ۱۳۹۸

سرمایه گذار خارجی برای ورود به معاملات بورسی در ایران می بایست در ابتدا طبق بند ۸ ماده ی ۱ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس که مقرر می دارد: «مجوز معامله: مجوزی است که بر اساس آیین نامه به منظور خرید، فروش یا خرید و فروش اوراق بهادار در هر بورس یا بازار خارج از بورس از سوی سازمان به متقاضی اعطا می شود» به دریافت مجوز معامله از سازمان بورس و اوراق بهادار اقدام نماید.

۶. بند ۱۰ ماده ۱ آیین نامه «سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» بیان می دارد: «سرمایه گذار خارجی راهبردی: سرمایه گذار خارجی که قصد تملک بیش از ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس را دارد، یا پس از تملک سهام یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا خارج از بورس، یک کرسی هیئت مدیره آن شرکت را در اختیار بگیرد». ضمناً ماده ۸ اشعار می دارد: «سرمایه گذار خارجی راهبردی پس از خرید سهام نمی تواند تا دو سال بدون مجوز سازمان، اصل سهام خریداری شده را بفروشد. فروش این گونه سهام مستلزم رعایت مقررات معاملات عمده سهام در بورس یا بازار خارج از بورس می باشد». لازم به ذکر است طبق ماده ۱ آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران: «معاملات عمده، معاملاتی است که تعداد سهام مورد معامله از درصد معینی از کل سهام آن شرکت، یا حجم معاملات آن طی دوره ی معین، و یا حجم معاملات کل بازار طی مدت معین، بیشتر باشد». و یا طبق بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه ی انجام معاملات در بورس اوراق بهادار: «معامله عمده: معامله ای است که تعداد سهام یا حق تقدم قابل معامله در آن در شرکت هایی که سهام پایه ی آن ها بیش از سه میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی یک درصد سهام پایه و در شرکت هایی که سهام پایه ی آن ها کمتر یا مساوی سه میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی پنج درصد باشد».

بنا بر این می توان گفت «سرمایه گذاری خارجی راهبردی» تقریباً شبیه «سرمایه گذاری مستقیم خارجی» است و سرمایه گذار خارجی می تواند ضمن این که بیش از نیمی از سهام شرکت ایرانی را تملک می نماید، امکان مدیریت و نظارت مستقیم بر موضوع سرمایه گذاری را نیز داشته باشد. در نتیجه فقط سرمایه گذاران خارجی غیر راهبردی مکلف به رعایت محدودیت در تملک سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس می باشند.

۷. با توجه به ویژگی انعطاف پذیری قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی و بر اساس ماده ی ۳ قانون مذکور که اشعار می دارد: «سرمایه گذاری خارجی که بر اساس مفاد این قانون پذیرفته می شوند از تسهیلات و مزیت های این قانون برخوردارند» می توان گفت که کسب مجوزهای مذکور در این قانون، اختیاری است و در صورت کسب مجوز، سرمایه گذار خارجی می تواند از این تسهیلات قانونی بهره مند شود. اما در هر صورت، سرمایه گذار خارجی برای بهره مندی از تسهیلات «آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» الزاماً به کسب مجوز آیین نامه نیاز دارد.

در فرضی که سرمایه گذار خارجی فقط بر اساس مجوز مأخوذه از «سازمان بورس و اوراق بهادار» بر اساس ماده ی ۴ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس معامله می کند، تنها مقررات آیین نامه بر معاملات وی حاکم است، اما در فرضی که علاوه بر مجوز آیین نامه، به اخذ مجوز قانون تشویق و حمایت از سرمایه

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پشورانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

گذار خارجی از «سازمان سرمایه گذاری و کمک های اقتصادی و فنی ایران» مبادرت می کند، در بعضی از موارد تعارضاتی به وجود خواهد آمد.

علاوه بر این، به دلیل عدم پیش بینی تعهدات دولت در حفظ امنیت سرمایه گذاران خارجی که در قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی پیش بینی شده است، از جمله حمایت از سرمایه گذار خارجی در مقابل انواع سلب مالکیت غیر مستقیم و مستقیم (مانند ملی شدن) در آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس، لحاظ نشده است که سرمایه گذاران خارجی معمولاً ترجیح می دهند که مجوز سرمایه گذاری موضوع این قانون را اخذ نمایند که این موضوع باعث کاهش مطلوبیت مجوز معامله ی صادره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار خواهد شد.

در مجموع، در مهم ترین قانون مرتبط با سرمایه گذاری خارجی «قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی» سرمایه گذاری خارجی در بازار اوراق بهادار مورد تصریح قانون گذار قرار نگرفته است. لذا چارچوب قانونی، تنظیمی و نظارتی در این خصوص به موجب «آیین نامه ی بند ج ماده ۱۵ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی در مورد سرمایه گذاری اشخاص خارجی در بورس اوراق بهادار» هیئت وزیران در سال ۱۳۸۴ به تصویب رسید. اما به دلیل وجود محدودیت های قانونی و سایر موانع و کاستی ها، «آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» مصوب شد، که با توجه به اهمیت اقتصادی بورس کالا، در آن نیز تصریحی به بورس کالا و امکان سرمایه گذاری خارجی در آن وجود ندارد و متعاقباً دستورالعمل اجرایی آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس به تصویب رسید.

۴. حدود قانونی معاملات سرمایه گذاران خارجی در بازار سرمایه ایران

۱. ماده ی ۳ «آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» مقرر می دارد: «سرمایه گذار خارجی مجاز است تا سقف های تعیین شده در قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی، در بورس یا بازار خارج از بورس سرمایه گذاری کند، مگر این که شورا در برخی موارد محدودیت هایی را در نظر بگیرد.» بنابراین نخستین محدودیت قانونی مربوط به بند «د» ماده ی ۲ قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱ می باشد که مقرر می دارد: «... د- سهم ارزش کالا و خدمات تولیدی حاصل از سرمایه گذاری خارجی موضوع این قانون نسبت به ارزش کالا و خدمات عرضه شده در بازار داخلی در زمان صدور مجوز، در هر بخش اقتصادی از بیست و پنج درصد و در هر رشته از سی و پنج درصد بیشتر نخواهد بود...».

۲. بند «ب» ماده ۹۹ قانون برنامه پنج ساله پنجم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی کشور مقرر می دارد: «معاملات اوراق بهادار ثبت شده در سازمان فقط در بورس ها و بازارهای خارج از بورس دارای مجوز و با رعایت مقررات معاملاتی هر یک از آن ها حسب مورد امکان پذیر بوده و معامله اوراق بهادار مذکور بدون رعایت ترتیبات فوق فاقد اعتبار است». همچنین به موجب ماده ی ۱ دستورالعمل نحوه ی انجام معاملات اوراق بهادار در بازار پایه

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دومین و سومین خردادماه ۱۳۹۸

فرا بورس ایران: «بازار پایه از جمله بازارهای فرا بورس است که معاملات آن بر اساس ضوابط این دستورالعمل انجام می شود».

بنابراین محدودیت های مقرر در آیین نامه ی «سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» در خصوص تملک سهام توسط خارجیان، ناظر بر سهام تمامی شرکت های سهامی عام می باشد که نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده اند، هر چند که در بورس یا بازار خارج از بورس پذیرفته نشده باشند و یا در بازار پایه معامله شوند.

۳. ماده ۷ آیین نامه «سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس» مقرر می دارد: «محدودیت تملک سهام توسط سرمایه گذاران خارجی غیر راهبردی در هر بورس یا بازار خارج از بورس به شرح زیر است:

۱) تعداد سهام در مالکیت مجموع سرمایه گذاران خارجی نباید از بیست درصد (۲۰٪) مجموع تعداد سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس یا بیست درصد (۲۰٪) تعداد سهام هر شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس بیشتر باشد.

۲) تعداد سهام در مالکیت هر سرمایه گذار خارجی در هر شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس نمی تواند از ده درصد (۱۰٪) تعداد سهام آن شرکت بیشتر باشد.»

لازم به ذکر است تبصره ۲ ماده ۷ مقرر می دارد: «در صورتی که سازمان پس از بررسی، تشخیص دهد که نصاب بند ۲ در اثر فعل سرمایه گذار خارجی غیر راهبردی نقض شده است، سرمایه گذار خارجی به عنوان سرمایه گذار راهبردی تلقی می شود.» و مقررات ماده ی ۸ بر ایشان حاکم خواهد شد.

بنابراین تمام سرمایه گذاران خارجی غیر راهبردی جمعاً مجاز هستند تا حداکثر بیست درصد سهام یک شرکت و یا شرکت های پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس را تملک نمایند و هر یک از سرمایه گذاران خارجی غیر راهبردی به تنهایی، فقط می تواند تا ده درصد سهام یک شرکت پذیرفته شده در بورس یا بازارهای خارج از بورس را تملک نماید و در هر صورت برای فروش اصل سهام خریداری شده محدودیت قانونی وجود ندارد.

۴. ضمن لحاظ محدودیت های پیش گفته، تمامی سرمایه گذاران خارجی - اعم از راهبردی و غیر راهبردی - دارای محدودیت های قانونی در تملک سهام بانک ها و مؤسسات مالی و اعتباری و سایر نهادها و واسطه های پولی می باشند.

در این خصوص ماده ی ۵ قانون اصلاح موادی از قانون برنامه ی چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی مقرر می دارد: «بانک های غیر دولتی و مؤسسات مالی و اعتباری و سایر بنگاه های واسطه پولی که قبل و بعد از تصویب این قانون تأسیس شده یا می شوند و بانک های دولتی که سهام آن ها واگذار می شود صرفاً در قالب شرکت های سهامی عام و تعاونی سهام عام مجاز به فعالیت هستند. سقف مجاز تملک سهام به طور مستقیم و غیر مستقیم برای هر شرکت سهامی عام یا تعاونی سهامی عام یا هر مؤسسه و نهاد عمومی غیر دولتی ده درصد و برای اشخاص حقیقی و سایر اشخاص حقوقی پنج درصد تعیین می شود. معاملات بیش از سقف های مجاز در این ماده توسط هر یک از اشخاص مذکور باطل و

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

ملغی الاثر است. افزایش سقف سهم مجاز از طریق ارث نیز مشمول این حکم است و وراثت و یا اولیای قانونی آن‌ها ملزم به فروش مازاد بر سقف، ظرف مدت دو ماه پس از صدور گواهی حصر وراثت خواهند بود. افزایش قهری سقف مجاز سهام به هر طریق دیگر باید ظرف مدت سه ماه به سقف‌های مجاز این ماده کاهش یابد.» و تبصره ی ۱ این ماده بیان می‌دارد: «اشخاص حقیقی سهامدار موضوع این ماده و اعضای خانواده ی آن‌ها شامل همسر، فرزندان و همسران آن‌ها، برادر، خواهر، پدر و مادر منحصراً تا سقفی مجاز هستند سهام داشته باشند که نتوانند مشترکاً بیش از یک عضو هیئت مدیره را در این بنگاه تعیین کنند».

لذا تبصره ی ۳ ماده ی ۷ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس اشعار می‌دارد: «محدودیت‌های اعمال شده برای تملک سهام بانک‌ها و نهادها و واسطه‌های پولی موضوع ماده ۵ قانون اصلاح موادی از قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران و اجرای سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی- مصوب ۱۳۸۷- در این آیین نامه نیز لازم‌الرعايه است».

۵. سهام‌ناشران ایرانی پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس به طور همزمان نمی‌توانند در بورس یا بازار خارج از بورس کشور دیگری عرضه شود و همچنین اوراق بهادار صادر شده توسط ناشر خارجی در بورس یا بازار خارج از بورس ایران پذیرفته نمی‌شود.

ماده ی ۴ قانون بازار مقرر می‌دارد: «وظایف شورا^{۱۸} به شرح زیر می‌باشد: ... ۱۳) اعطای مجوز به «بورس» به منظور عرضه اوراق بهادار شرکت‌های پذیرفته شده خود در بازارهای جهانی. ۱۴) اعطای مجوز پذیرش اوراق بهادار خارجی به «بورس». ۱۵) اعطای مجوز به «بورس» جهت معاملات اشخاص خارجی در «بورس»...». و از طرفی ماده ی ۱۱ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس اشعار می‌دارد: «موارد زیر از شمول مواد ۷ و ۸ خارج است و مقررات لازم در مورد آن‌ها بر اساس بندهای ۱۳، ۱۴ و ۱۵ ماده ۴ قانون بازار به تصویب شورا می‌رسد: ۱) سهام‌ناشران ایرانی پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس که هم‌زمان در بورس یا بازار خارج از بورس کشور دیگری پذیرفته شده‌اند. ۲) آن بخش از سهام‌ناشران ایرانی پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس که برای معامله اشخاص خارجی در کشور دیگر به هر طریق اختصاص می‌یابد. ۳) اوراق بهادار صادر شده توسط ناشر خارجی که در بورس یا بازار خارج از بورس ایرانی پذیرفته شده باشد. ۴) آن بخش از سهام‌ناشران ایرانی پذیرفته شده در بورس یا بازار خارج از بورس که به صورت ارزی معامله می‌شوند».

۶. تعیین سقف تملک کلیه ی اوراق بهادار به جز سهام، توسط سرمایه‌گذاران خارجی، بر عهده ی شورای عالی بورس است و تمام سرمایه‌گذاران خارجی اعم از راهبردی و غیر راهبردی تابع مقرراتی هستند که برای اشخاص ایرانی لازم‌الرعايه است و هیچ محدودیت خاصی ندارند.

در این خصوص ماده ی ۱۲ آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس بیان می‌دارد: «تملك سایر اوراق بهادار از قبیل اوراق مشارکت برای سرمایه‌گذار خارجی تابع سقف‌های تعیین شده توسط شورا خواهد بود». متعاقباً در ماده ی ۸ دستورالعمل اجرایی آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی- مصوب ۱۳۹۰- مقرر

۱۸ شورای عالی بورس

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دومین و سومین خردادماه ۱۳۹۸

گردید: «به غیر از سهام پذیرفته شده در بورس ها و بازارهای خارج از بورس که سرمایه گذاران خارجی در آن ها تابع آیین نامه سرمایه گذاری خارجی است، تملک و معامله سایر اوراق بهادار صادره توسط ناشران ایرانی، از قبیل اوراق مشارکت، اوراق صکوک، گواهی سپرده بانکی و واحدهای سرمایه گذاری صندوق ها توسط اشخاص خارجی پس از دریافت مجوز معامله، بدون محدودیت مجاز و تابع مقرراتی می باشد که برای اشخاص ایرانی لازم الاجرا است».

۷. عدم شمول آیین نامه ی سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس، در خصوص بورس کالای ایران و همچنین آیین نامه ی اجرایی بند «ج» ماده ی ۱۵ قانون برنامه ی چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی مصوب ۱۳۸۴/۳/۱۱.

مع الوصف، بورس تهران در طی دوران مختلف حیات خود، بنا به دلایل گوناگون نتوانسته نقش مؤثری در تأمین منابع مالی بنگاه ها و توسعه ی اقتصادی کشور داشته باشد. عوامل متعددی در این عدم کارایی تأثیر داشته اند که اهم آن ها عبارتند از: غیر متنوع بودن ابزارهای مالی؛ کوچک، کم عمق و دولتی بودن بورس ایران؛ چیرگی شبکه ی بانکی بر بازار سرمایه؛ محدودیت دامنه ی شمول جغرافیایی بورس در سطح کشور؛ فقدان فرهنگ بورس به عنوان نهاد مناسب تأمین مالی؛ حساسیت و تأثیر پذیری بورس نسبت به مسائل حاشیه ای؛ تورم و سایر نوسان های اقتصادی؛ کمبود مؤسسات تخصصی خدمات مشاوره مالی و سرمایه گذاری؛ عدم گسترش شبکه های الکترونیکی در بازار سرمایه؛ ضعف مدیریت بنگاه های اقتصادی؛ عدم وضوح سیاست های اقتصادی تولید و توسعه ی کشور.

نتیجه

۱. با توجه به این که «بازار سرمایه» یکی از اولویت هایی می باشد که در صورت مقررات زدایی و همچنین طرح استراتژی های تقنینی نوین، قابلیت بسیار زیادی برای جذب سرمایه های خارجی را دارد، بنا بر این مقنن با تعیین تکلیف و شفاف سازی سیاست های توسعه ی اقتصادی خود در بازار سرمایه ی کشور، می تواند تکلیف نهادهای مجری؛ شرکت های ایرانی خواهان توسعه ی سرمایه گذاری و تأمین مالی؛ سرمایه گذاران خارجی در بازار بورس اوراق بهادار تهران و سایر عوامل و نهادهای ذی ربط را نیز مشخص نماید و از آنجایی که بورس متعلق به یک فضای اقتصادی آزاد می باشد، لذا برای رفع موانع توسعه ای و حفظ خود از تحولات می بایست کاستی های مدیریتی؛ دخالت های دولت؛ و سیاست زدگی را در بازار سرمایه کنترل و مرتفع نمود تا حداقل، سرمایه گذار خارجی این اطمینان خاطر را داشته باشد که در شرایط متغیر سیاسی و اقتصادی کشور، مشمول برخورد عادلانه و برابر با سرمایه گذاران کشور میزبان خواهد بود و اصل و فرع سرمایه ی وی محفوظ خواهد ماند. در واقع، برای کاهش مخاطرات در این بخش، با وضع و اجرای صحیح قوانین و مقررات واقع بینانه در یک چارچوب حقوقی و قانونی جامع و مناسب، می توان برخی زمینه های مدیریتی و سیاسی نامطلوب موجود را تعدیل نمود.

۲. در این وضعیت، متأسفانه به دلیل وضع قوانین و مقررات ناهمگون و متعارض در این حوزه، و این که هر بخش از بازار سرمایه تحت حاکمیت اراده ی متفاوتی از قانون گذار واقع گردیده، به ذهن متبادر می شود که قانون گذاری اقتباسی در این بخش، یا به صورت نمایشی برای مترقی نشان دادن قواعد بازار سرمایه ی ایران همگام با سایر کشورهای در حال توسعه است و عملاً قصد اجرای منطقی و صحیح آن به دلایل خاص وجود ندارد؛ و یا به دلیل

هشتمین کنفرانس الگوی اسلامی ایرانی پیشرفت؛ الگوی پیشرفت؛ پیشرانها، چالشها و الزامات تحقق؛ بیست و دوم و بیست و سوم خردادماه ۱۳۹۸

فقدان انگیزه و یا عدم توانایی بهره مندی از اندیشه های صاحب نظران رشته های مربوطه از جمله حقوق، اقتصاد و مدیریت و همچنین استفاده از تجارب سایر کشورهای دنیا می باشد.

۳. با عنایت به این که در حال حاضر برخی از پژوهشگران جهان در اندیشه ی اجرای سیستم های مدیریتی بازار سرمایه بر اساس یافته های نوروساینس و مدل سازی پیشرفته ی شبکه ی عصبی هستند - که پژوهش نگارنده در این خصوص در مقاله ای دیگر ارائه خواهد شد- با این وجود پیشنهاد می شود در ابتدا برای مرحله گذار از وضع موجود به وضع متعارف و استاندارد، مقنن، اصلاحاتی اساسی در قوانین و مقررات «کل بازار سرمایه» بصورت ارگانیک و یکپارچه و متعادل و بدون اتکای بیش از حد و ارجاع به سایر قوانین و مقررات، اعمال نماید تا با رفع ابهامات، آشفتگی ها و تعارضات موجود، در راستای تشویق، جذب و حمایت از سرمایه گذاران خارجی در بازار بورس و اوراق بهادار و در نهایت ارتقاء وضعیت اقتصادی جامعه، اقدامی شایسته و درخور شأن حکیمانه ی ایشان صورت پذیرد.

علاوه ۴. این، ایران به دلیل جذابیت های بیشماری که دارد از جمله: منابع طبیعی؛ فرهنگ و تمدن؛ خصوصی سازی شرکت های دولتی؛ و هرم جمعیتی سالم و تحصیلکرده، کشوری کم نظیر برای سرمایه گذاری می باشد لذا حداقل اقدامات لازم در این خصوص، تشکیل جلسات سازمان یافته با هیئت های خارجی و معرفی جذابیت های سرمایه گذاری در ایران و همچنین اطلاع رسانی از طریق روش ها و رسانه های فرهنگی است که می تواند تأثیر بسزایی داشته باشد.

فهرست مراجع

الف - فارسی

- اقبال نیا، محمد، مشکلات ساختاری بورس تهران، تازه های اقتصاد، سال دهم، بهار ۱۳۹۲، شماره ۱۳۹.
- آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس (۱۳۸۹)
- آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار (۱۳۸۵)
- دستور العمل اجرایی آیین نامه سرمایه گذاری خارجی در بورس ها و بازارهای خارج از بورس (۱۳۹۰)
- دستور العمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار (۱۳۸۹)
- ضوابط اعطای مجوز معامله اوراق بهادار به سرمایه گذار خارجی (۱۳۸۹)
- ضوابط معاملات عمده سهام و حق تقدم سهام در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس (۱۳۹۱)
- عباسی، ابراهیم؛ ابراهیم زاده رحیملو، بهروز، بررسی عوامل مؤثر بر سطح سرمایه گذاری در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدلسازی اقتصادی، سال سوم، شماره ۱۰، زمستان ۱۳۸۸.
- قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران (۱۳۸۴)
- قانون برنامه ی پنج ساله ی پنجم توسعه جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۴-۱۳۹۰)
- قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی و آیین نامه اجرایی آن (۱۳۸۱)
- لایحه اصلاح قسمتی از قانون تجارت
- مهدوی، ابوالقاسم، تحلیلی بر نقش سرمایه گذاری خارجی در رشد اقتصادی، مجله تحقیقات اقتصادی، پاییز ۱۳۸۳، شماره ۶۶.

- Ahmad, Yamin S., (2004). "Foreign Direct Investment Versus Portfolio Investment: A Global Games Approach", University of Wisconsin-White Water, WI 53538.
- BME Spanish Exchanges Research Department, Close to the Investor.
- Ford, Cristie L., "New Governance, Compliance and Principles-Based Securities Regulation", American Business Law Journal, V45, Issue 1, Spring 2008.
- Freeman, Nick J., Bartels, Frank L. (2000). "Portfolio Investment in Southeast Asia's Stock Markets: A Survey of Institutional Investors Current Perception and Practices", Institute of Southeast Asian Studies.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Objectives and Principles of Securities Regulation, Document, May 2003.
- Knill, April M., (August 2004). "Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Smaller Firm Financing Gap around the World? ", University of Maryland at College Park.
- Organization for Economic Co-Operation and Development, Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, Third edition, 1992.
- United Nation, UNCTAD/DFSB/5, Comprehensive Study of the Interrelationship between FDI and FPI, 23 June 1999.