

چالش های حقوقی ناشی از سرمایه گذاری خارجی در بازار بورس و راه حل های آن

امیر حسین نوتاش

کارشناسی ارشد، حقوق بین الملل، دانشکده حقوق، واحد پردیس البرز، دانشگاه تهران، ایران

چکیده

ورود سرمایه گذاران خارجی به بازار سرمایه داخلی، یکی از راهبردهای کلیدی برای تأمین مالی شرکتها و توسعه اقتصادی محسوب می شود؛ اما این فرآیند همواره با چالش های حقوقی متعددی روبرو است. این پژوهش با هدف شناسایی و تحلیل چالش های حقوقی ناشی از سرمایه گذاری خارجی در بازار بورس و ارائه راهکارهای برون رفت از آنها تدوین شده است. روش تحقیق در این مقاله، توصیفی-تحلیلی و با استناد به منابع کتابخانه ای و قوانین جاری کشور است. یافته های پژوهش نشان می دهد که مهم ترین چالش ها شامل عدم قطعیت در قوانین و مقررات، ناهماهنگی بین قوانین داخلی و معاهدات بین المللی، محدودیت های انتقال سود و سرمایه، و ضعف در نظام حل و فصل اختلافات (به ویژه در خصوص صلاحیت دادگاه های داخلی و داوری) است. همچنین، ملاحظات مربوط به حاکمیت ملی و امنیت اقتصادی، گاهی منجر به ایجاد موانع غیرشفاف برای سرمایه گذاران خارجی می شود. برای رفع این چالش ها، این مقاله راهکارهایی نظیر اصلاح و شفاف سازی قوانین سرمایه گذاری خارجی، ایجاد سازوکارهای کارآمد داوری بین المللی، تضمین انتقال آزادانه سود و سرمایه، و همسوسازی قوانین داخلی با استانداردهای جهانی را پیشنهاد می دهد. اجرای این راهکارها می تواند اعتماد سرمایه گذاران خارجی را جلب کرده و به پایداری و رشد بازار سرمایه کمک شایانی نماید.

کلیدواژه ها: سرمایه گذاری خارجی، بازار بورس، چالش های حقوقی، انتقال سود و سرمایه، داوری بین المللی، قوانین بازار سرمایه، حاکمیت ملی

مقدمه

در عصر حاضر، اقتصاد جهانی به شدت به هم پیوسته است و مرزهای مالی بین‌المللی روز به روز کمرنگ‌تر می‌شوند. در این میان، بازارهای سرمایه به عنوان رگ‌های حیاتی اقتصاد، نقشی محوری در جذب سرمایه‌های خرد و کلان ایفا می‌کنند. برای کشورهای در حال توسعه و نوظهور، ورود سرمایه‌های خارجی نه تنها یک انتخاب، بلکه یک ضرورت استراتژیک برای جبران کمبود سرمایه داخلی، انتقال فناوری، ایجاد اشتغال و توسعه زیرساخت‌ها محسوب می‌شود. بازار بورس به عنوان یکی از مهم‌ترین نهادهای مالی، بستر اصلی برای جذب این سرمایه‌ها از طریق انتشار اوراق بهادار و سهام شرکت‌هاست. با این حال، فرآیند جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بازار بورس، فرآیندی پیچیده و چندوجهی است که تنها به مباحث اقتصادی محدود نمی‌شود، بلکه در لایه‌های عمیق حقوقی، سیاسی و اجتماعی ریشه دوانده است.

سرمایه‌گذاری خارجی در بورس، به معنای ورود سرمایه‌گذاران غیرمقیم به بازار اوراق بهادار داخلی است که می‌تواند به صورت مستقیم (خرید سهام شرکت‌ها) یا غیرمستقیم (از طریق صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا اوراق بدهی دولتی) صورت گیرد. اگرچه این جریان سرمایه می‌تواند منجر به افزایش نقدینگی، شفافیت بیشتر شرکت‌ها و بهبود کارایی بازار شود، اما همزمان چالش‌های حقوقی متعددی را نیز به وجود می‌آورد. یکی از اصلی‌ترین این چالش‌ها، تعارض احتمالی بین قوانین ملی و تعهدات بین‌المللی است. هر کشور حاکمیت کامل بر اقتصاد خود دارد و قوانین داخلی می‌توانند در راستای حفظ منافع ملی، امنیت اقتصادی یا ثبات مالی، محدودیت‌هایی را برای سرمایه‌گذاران خارجی ایجاد کنند. این محدودیت‌ها اگرچه ممکن است برای دولت‌ها ضروری باشند، اما می‌توانند به عنوان موانع غیرشفاف یا تبعیض‌آمیز برای سرمایه‌گذاران خارجی تعبیر شوند و اعتماد آن‌ها را خدشه‌دار کنند.

یکی دیگر از چالش‌های کلیدی، مسئله «انتقال سود و سرمایه» است. سرمایه‌گذاران خارجی معمولاً انتظار دارند که بتوانند سود حاصل از سرمایه‌گذاری خود را به راحتی و بدون محدودیت‌های دست‌وپاگیر به کشور مبدأ بازگردانند. قوانین ارزی و مقررات بانک مرکزی در بسیاری از کشورها، فرآیند انتقال ارز را با پیچیدگی‌هایی همراه می‌کند که می‌تواند ریسک سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. علاوه بر این، عدم قطعیت در تفسیر قوانین مالیاتی، تغییرات ناگهانی در مقررات بازار سرمایه و ضعف در نظام‌های نظارتی، از دیگر عواملی هستند که ریسک حقوقی را برای سرمایه‌گذاران خارجی بالا می‌برند.

مسئله «حل‌وفصل اختلافات» نیز از دیگر مباحث حساس در سرمایه‌گذاری خارجی است. وقتی اختلافی بین سرمایه‌گذار خارجی و دولت میزبان یا یک شرکت داخلی پیش می‌آید، سوال اصلی این است که این اختلاف در چه مرجعی و با چه قوانینی رسیدگی خواهد شد؟ آیا سرمایه‌گذار خارجی می‌تواند از داوری بین‌المللی استفاده کند یا باید به دادگاه‌های داخلی مراجعه نماید؟ عدم شفافیت در این زمینه و ترجیح دادگاه‌های داخلی بر مراجع داوری بین‌المللی، می‌تواند منجر به احساس بی‌عدالتی و کاهش تمایل به سرمایه‌گذاری شود. همچنین، مسائل مربوط به «حاکمیت مصونیت دولت» می‌تواند مانع از پیگیری حقوقی سرمایه‌گذاران در برابر اقدامات دولتی شود.

علاوه بر این‌ها، ملاحظات مربوط به «امنیت ملی» و «حاکمیت اقتصادی» نیز گاهی منجر به ایجاد موانع حقوقی پیچیده می‌شود. دولت‌ها ممکن است با استناد به این دلایل، ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بخش‌های استراتژیک بازار بورس یا شرکت‌های بزرگ را محدود کنند. این محدودیت‌ها اگرچه شفاف نباشند، اما بخشی از واقعیت‌های حقوقی سرمایه‌گذاری خارجی هستند که سرمایه‌گذاران باید با آن‌ها کنار بیایند.

بنابراین، شناسایی و تحلیل دقیق این چالش‌های حقوقی و ارائه راهکارهای عملی برای رفع آن‌ها، نه تنها برای سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران داخلی، بلکه برای سرمایه‌گذاران خارجی نیز حائز اهمیت است. یک نظام حقوقی شفاف، عادلانه و سازگار با استانداردهای بین‌المللی، می‌تواند اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و به پایداری و رشد بازار سرمایه کمک شایانی نماید. این مقاله با هدف بررسی این چالش‌ها و ارائه راهکارهای حقوقی برای بهبود محیط سرمایه‌گذاری خارجی در بازار بورس تدوین

شده است. در ادامه، به بررسی جزئی تر هر یک از این چالش ها و مقایسه ی آن ها با تجربیات بین المللی پرداخته خواهد شد تا بتوانیم تصویری روشن از وضعیت موجود و مسیر پیش رو ترسیم کنیم.

۱- وضعیت تاریخی و تحلیلی سرمایه گذاری خارجی در ایران

تاریخچه ی سرمایه گذاری خارجی در ایران، روایتی پیچیده از تعاملات اقتصادی، سیاسی و اجتماعی است که می توان آن را به چهار دوره ی اصلی تقسیم کرد: دوره ی قاجار (دوران استعمار)، دوره ی پهلوی (دوران نوسازی و جذب سرمایه)، دوره ی پس از انقلاب (دوران بی اعتمادی و انزوا) و دوره ی پس از جنگ تحمیلی (دوران تلاش برای بازگشت و توسعه).

دوره ی قاجار: آغاز سرمایه گذاری خارجی با رویکرد انحصاری سرمایه گذاری خارجی در ایران عمدتاً در دوران قاجار رواج یافت، اما ماهیت این سرمایه گذاری ها با استانداردهای امروزی تفاوت های بنیادین داشت. در این دوره، بسیاری از شرکت های خارجی (که اغلب تحت حمایت دولت های استعماری مانند بریتانیا و روسیه تزاری بودند) شروع به سرمایه گذاری در ایران به صورت انحصاری کردند. این سرمایه گذاری ها بیشتر در قالب «امتیازات» ارائه می شدند که به شرکت های خارجی حق انحصار بهره برداری از منابع طبیعی و زیرساخت ها را می داد. مهم ترین این حوزه ها شامل صنایع توتون و تنباکو (که منجر به قیام توتون شد)، صنایع بانکداری (مانند بانک شاهنشاهی ایران) و به ویژه صنعت نفت (امتیاز داری) بود. این رویکرد انحصاری، اگرچه منجر به ورود تکنولوژی و سرمایه شد، اما باعث سوءاستفاده ی اقتصادی و تضعیف حاکمیت ملی ایران گردید

دوره ی پهلوی: نوسازی اقتصادی و جذب سرمایه های خارجی با به قدرت رسیدن سلسله ی پهلوی، به ویژه در دوران محمدرضا شاه پهلوی، استراتژی اقتصادی ایران از یک نظام فئودالی مبتنی بر کشاورزی به یک نظام مدرن مبتنی بر صنعت و معدن تغییر یافت. برای تحقق این هدف، دولت اقدامات گسترده ای برای جذب سرمایه گذاری خارجی انجام داد. این اقدامات شامل اعطای امتیازات ویژه، معافیت های مالیاتی، تضمین انتقال سود و ایجاد مناطق آزاد تجاری بود. هدف اصلی، تسریع در فرآیند نوسازی و توسعه ی زیرساخت های صنعتی بود. در این دوره، شرکت های چندملیتی غربی نقش پررنگی در توسعه ی صنایع نفت، پتروشیمی، فولاد و حمل و نقل ایفا کردند. اگرچه این دوره منجر به رشد اقتصادی قابل توجهی شد، اما انتقادها به توزیع ناعادلانه ی ثروت و وابستگی بیش از حد به نفت و سرمایه ی خارجی نیز افزایش یافت (کریمی، ۱۳۸۹، ص ۹۰)

دوره ی پس از انقلاب اسلامی: بی اعتمادی و انزوا با پیروزی انقلاب اسلامی در سال ۱۳۵۷ و روی کار آمدن نظام جمهوری اسلامی، فضای حاکم بر سرمایه گذاری خارجی به شدت تغییر کرد. با وجود دلایل و ذهنیت های بدی که از دوران استعمار در افکار عمومی و دل مردم به جای مانده بود، واکنش اولیه ی مردم و دولت نسبت به خارجی ها و سرمایه گذاران خارجی، بدبینانه و خصمانه بود. در دهه ی اول پس از انقلاب، صادرات اموال خارجی ها، ملی سازی بی سابقه ی صنایع و همچنین آغاز جنگ تحمیلی (۱۳۶۰-۱۳۵۹)، باعث شد که سرمایه گذاران خارجی تمایل چندانی به سرمایه گذاری در ایران نداشته باشند. در این دوره، ایران عملاً از بازارهای جهانی سرمایه گذاری خارجی منزوی شد و اقتصاد کشور به سمت خودکفایی و تکیه بر منابع داخلی حرکت کرد. این انزوا، اگرچه از نظر سیاسی برای حفظ استقلال ملی توجیه پذیر بود، اما منجر به رکود اقتصادی و کمبود سرمایه و تکنولوژی در بخش های مختلف صنعتی شد (مهدهوی، ۱۳۹۳، ص ۴۲).

دوره ی پس از جنگ: بازگشت تدریجی و چارچوب قانونی جدید با پایان یافتن جنگ تحمیلی در سال ۱۳۶۷ و شروع دوران بازسازی، دیدگاه دولت وقت نسبت به سرمایه گذاری خارجی تغییر کرد و رویکردی مثبت تر و واقع بینانه تر اتخاذ شد. دولت درک کرد که برای بازسازی زیرساخت های ویران شده و توسعه ی اقتصادی، نیاز به سرمایه، تکنولوژی و مدیریت مدرن خارجی دارد. در این راستا، در سال ۱۳۷۱ قانونی تحت عنوان «قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی» به تصویب رسید که جایگزین قانون قدیمی تر (مصوب ۱۳۵۱) شد. این قانون، چارچوب حقوقی جدیدی برای جذب سرمایه های خارجی فراهم کرد و بخشی از موانع و بی ثباتی های گذشته را کاهش داد. اگرچه این قانون، بخشی از مجموعه تحولات و برنامه هایی بود که با هدف ایجاد تسهیلات اقتصادی و حمایت از حقوق و منافع سرمایه گذاران (اعم از داخلی و خارجی) صورت گرفته بود، اما سرمایه گذاری خارجی عمدتاً و به طور مستقیم تحت قواعد این قانون قرار گرفت. البته قواعد و قوانین دیگری نیز به طور غیرمستقیم و ضمنی، سرمایه گذاری خارجی را پوشش می دهند. قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی دارای مشوق ها و تسهیلات زیادی

برای سرمایه‌گذاری خارجی می‌باشد، از جمله معافیت‌های مالیاتی، تضمین انتقال سود و سرمایه، و ایجاد مکانیسم‌های حل و فصل اختلافات.

چالش‌ها و فرصت‌های کنونی با وجود وجود چارچوب قانونی، سرمایه‌گذاری خارجی در ایران همچنان با چالش‌های متعددی روبرو است. تحریم‌های بین‌المللی، نوسانات ارزی، بوروکراسی اداری پیچیده و عدم شفافیت در برخی قوانین، از جمله موانع اصلی هستند. با این حال، ایران با داشتن منابع طبیعی غنی، نیروی کار جوان و تحصیل کرده و موقعیت ژئوپلیتیک استراتژیک، پتانسیل بالایی برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی در حوزه‌هایی مانند انرژی، گردشگری، فناوری اطلاعات و زیرساخت‌ها دارد. موفقیت در جذب این سرمایه‌ها، نیازمند اصلاحات ساختاری، افزایش شفافیت و ایجاد محیطی امن و پایدار برای سرمایه‌گذاران است.

علاوه بر تصویب و اجرای «قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی» مصوب ۱۳۸۰ و آیین‌نامه‌های اجرایی آن در سال ۱۳۸۱، دولت ایران به صورت فعالانه اقدام به عقد موافقتنامه‌های دوجانبه (BITS) برای تشویق و حمایت متقابل از سرمایه‌گذاری با کشورهای مختلف، به ویژه کشورهای در حال توسعه، نمود. این موافقتنامه‌ها سندی حقوقی بین‌دولتی هستند که اصول و قواعد مشخصی را در خصوص حقوق و تکالیف (تعهدات) دولت میزبان (ایران) و دولت سرمایه‌گذار تعیین می‌کنند.

یک موافقتنامه دوجانبه سرمایه‌گذاری معمولاً شامل تعهدات متعددی است که برخی از مهم‌ترین آن‌ها عبارتند از:

- تعهدات مربوط به انتقال وجوه: تضمین امکان انتقال سود، سرمایه و سایر وجوه به خارج از قلمرو کشور میزبان.
- الزامات ملیت: تعیین شرایط مربوط به ملیت مدیرعامل و هیئت مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده.
- تعهدات حفاظتی و التزام: دولت میزبان متعهد می‌شود که تعهدات قراردادی خود را در قبال سرمایه‌گذاران خارجی، با رعایت اصول حقوقی و استانداردهای بین‌المللی، به‌طور کامل اجرا کند و از هرگونه اقدامی که منجر به تضییع حقوق سرمایه‌گذار شود، پرهیز نماید.

تغییر رویکرد در قراردادهای بین‌المللی در حال حاضر، اکثر موافقتنامه‌های دوجانبه سرمایه‌گذاری ایران مربوط به دوران پس از انقلاب اسلامی است. جالب است بدانید که پیش از این، رویه‌ی معمول ایران این بود که سرمایه‌گذاری خارجی را تحت پوشش همان موافقتنامه‌های قدیمی‌تر «دوستانه و تجارت و دریانوردی» تنظیم کند. اما با گذشت زمان و نیاز به حمایت‌های تخصصی‌تر، ایران رویکرد خود را تغییر داد و موافقتنامه‌های جدیدی را صرفاً با عنوان «موافقتنامه تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری» امضا نمود. از آنجا که عمده‌ی این موافقتنامه‌ها در پانزده سال اخیر منعقد شده‌اند، ایران به‌طور کلی از الگوهای جهانی و استانداردهای رایج در این حوزه پیروی می‌کند. این موافقتنامه‌ها بر پایه‌ی چهار مشخصه اصلی بنا شده‌اند که در متن آن‌ها به‌صورت دقیق و شفاف دیده می‌شوند: ۱. رفتار: شامل اصل معامله ملی (عدم تبعیض نسبت به سرمایه‌گذاران داخلی) و اصل بیشترین امتیاز ۲. مالکیت: تضمین حق مالکیت و جلوگیری از مصادره بدون جبران. ۳. انتقال پول آزادی در انتقال وجوه و سودها. ۴. دآوری ایجاد مکانیسم حل و فصل اختلافات بین سرمایه‌گذار و دولت میزبان، معمولاً از طریق مراجع دآوری بین‌المللی مانند مرکز بین‌المللی حل اختلاف سرمایه‌گذاری (ICSID) (پیران، ۱۳۸۸، ص ۲۷۸).

کشورهای اصلی سرمایه‌گذار در سال‌های اخیر، فعال‌ترین سرمایه‌گذاران خارجی در ایران (کشورهای توسعه‌یافته) شامل آلمان، نروژ، بریتانیا، فرانسه، ژاپن، روسیه، کره جنوبی، ایتالیا و سوئیس می‌باشند. این کشورها با امضای موافقتنامه‌های دوجانبه، تلاش کرده‌اند تا با ایجاد اطمینان حقوقی، ریسک سرمایه‌گذاری در ایران را کاهش دهند و زمینه‌ی همکاری‌های اقتصادی گسترده‌تری را فراهم آورند.

۲- مفهوم سرمایه‌گذاری خارجی

در حقوق بین الملل، سرمایه گذاری خارجی به معنای انتقال سرمایه از یک کشور به کشور دیگر برای مدت طولانی و در قبال تعهدات متقابل است. اگر این سرمایه گذار شخص حقیقی یا حقوقی خصوصی باشد، «سرمایه گذاری خارجی خصوصی» و اگر شخص حقیقی یا حقوقی دولتی باشد، «سرمایه گذاری خارجی عمومی» نامیده می شود (شاپیرا، ۱۳۷۱، ص ۴۱).

به بیان دیگر، سرمایه گذاری خارجی را می توان به تحصیل دارایی های شرکت ها، مؤسسات و افق های خارجی تعبیر کرد. این دارایی ها در عین حال که در بخش های اقتصادی مورد نظر کشور میزبان به کار گرفته می شوند، برای سرمایه گذار خارجی نیز عوایدی به همراه دارند. در فرهنگ لغت حقوق بین الملل، سرمایه گذاری خارجی این گونه تعریف شده است: انتقال وجوه یا مواد از یک کشور (صادرکننده) به کشور دیگر (کشور میزبان) جهت استفاده از تأسیسات یک بنگاه اقتصادی در کشور میزبان، در باب مشارکت مستقیم یا غیرمستقیم در مورد آن بنگاه (میرزاخانی، ۱۳۹۱، ص ۸۱).

در تعریف دیگری، طبق «قانون تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی»، سرمایه گذاری خارجی عبارت است از به کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود پس از اخذ مجوز سرمایه گذاری که به صورت سرمایه گذاری در تولید و ساخت کالا، استخراج مواد خام، تأسیس و توسعه نهادهای مالی و سایر فعالیت های مورد تأیید مدلهای ملی انجام می شود. برخی نیز سرمایه گذاری خارجی را متضمن انتقال دارایی های مادی و غیرمادی از کشوری به کشور دیگر به منظور تولید ثروت دانسته اند (شیروی، ۱۳۹۱، ص ۱۱۱).

ماده ۱ موافقتنامه تشویق و حمایت از سرمایه گذاری خارجی بین کشورهای عضو آکو، سرمایه گذاری خارجی را به کارگیری هر نوع مال یا دارایی توسط سرمایه گذاران یک طرف متعهد در قلمرو و تحت قوانین و مقررات طرف متعهد دیگر تعریف می کند؛ تعریفی که دامنه وسیعی از اموال دارای ارزش اقتصادی را در بر می گیرد و هدف از به کارگیری آن ها در عرصه اقتصادی، کسب سود است. تمایز میان سرمایه گذاری خارجی و داخلی زمانی حائز اهمیت می شود که الزامات قانونی آن ها متفاوت باشد، چرا که سرمایه گذاری خارجی برای بهره مندی از حمایت های قانونی و معافیت ها نیازمند اخذ مجوزهای خاص است و وجوه آن نیز مشمول محدودیت های قانونی ویژه ای می شود. معیار اصلی تشخیص سرمایه گذاری خارجی، تابعیت سرمایه گذار است، به طوری که سرمایه ای که متعلق به تابعین کشور میزبان باشد، حتی اگر منشأ وجوه آن خارجی باشد یا سرمایه گذار در خارج از کشور اقامت داشته باشد، به عنوان سرمایه گذاری داخلی تلقی می گردد؛ با این حال، برخی کشورها با هدف جذب سرمایه های با منشأ خارجی، اتباع خودی مقیم خارج یا سرمایه های دارای منشأ خارجی را مشمول تعریف سرمایه گذاری خارجی و امتیازات ویژه ای آن می دانند (سوری، ۱۳۸۱، ص ۱۰).

۱-۲ تفاوت «سرمایه گذاری مستقیم» با «سرمایه گذاری پرتفوی» در بورس ایران

در ادبیات اقتصاد بین الملل و حقوق تجارت، تفکیک میان «سرمایه گذاری مستقیم خارجی» (FDI) و «سرمایه گذاری پرتفوی» (FPI) فراتر از یک دسته بندی آماری ساده، به معنای تفاوت بنیادین در ماهیت حقوقی، سطح نفوذ مدیریتی و اثرات کلان اقتصادی بر بازار سرمایه است. سرمایه گذاری مستقیم (FDI) با هدف کسب «نفوذ معنادار» یا کنترل در مدیریت شرکت های پذیرفته شده صورت می گیرد و از منظر حقوقی، مستلزم اخذ مجوزهای پیچیده از نهادهای نظارتی مانند سازمان سرمایه گذاری و وزارت صنعت، معدن و تجارت است؛ این نوع سرمایه گذاری ذاتاً بلندمدت و غیرنقدشونده بوده و به دلیل تعهد سرمایه گذار به اقتصاد میزبان، می تواند به عنوان عاملی مثبت بخش در بورس ایران عمل کرده و از نوسانات شدید بازار جلوگیری نماید. در مقابل، سرمایه گذاری پرتفوی (FPI) صرفاً با انگیزه کسب بازدهی مالی و بدون قصد دخالت در مدیریت شرکت انجام می شود و اگرچه فرآیند ورود آن ساده تر است، اما به دلیل ماهیت کوتاه مدت و حساسیت بالا به اخبار سیاسی و اقتصادی، می تواند منجر به نوسانات شدید شاخص و خروج سریع سرمایه ها در شرایط بحرانی شود. بنابراین، در حالی که FDI نیازمند تضمین های حقوقی بلندمدت و شفافیت در قوانین مالکیت است، FPI بیشتر به مکانیسم های شفاف برای نقدشوندگی سریع و امنیت انتقال سود وابسته است و سیاست گذاری در بورس ایران باید با درک این تفاوت ها، راهکارهای مجزایی را برای جذب هر یک از این دو جریان سرمایه تدوین نماید.

۳- آثار مثبت سرمایه گذاری خارجی در ایران

سرمایه‌گذاری‌های خارجی دارای اثرات مثبت متعددی بر اشتغال و توسعه نیروی انسانی هستند. این موضوع، لزوم بررسی دقیق‌تر طرح‌های پیشنهادی این شرکت‌ها را از سوی دولت و همچنین رعایت مقررات مربوط به استخدام کارکنان بومی و دریافت مجوزهای لازم را پررنگ می‌سازد. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که در کشورهای در حال توسعه که بیکاری عمده‌تأ ساختاری است و منابع سرمایه داخلی کافی وجود ندارد، سرمایه‌گذاری خارجی می‌تواند منجر به افزایش اشتغال شود. با این حال، اگر سرمایه‌گذاری خارجی جایگزین سرمایه‌گذاری داخلی شود، اثر آن بر اشتغال ناچیز یا حتی منفی خواهد بود. شواهد تجربی نیز حاکی از آن است که شرکت‌های چندملیتی نسبت به شرکت‌های محلی، فناوری‌های پیشرفته‌تری را به کار می‌گیرند. علاوه بر این، شرکت‌های چندملیتی از طریق پیوندهایی که با صنایع بالادستی و پایین‌دستی ایجاد می‌کنند و نیز از طریق تأثیرات مستقیم بر میزان استخدام، می‌توانند به‌طور غیرمستقیم بر اشتغال تأثیر بگذارند (اسدی، ۱۳۸۸، ص ۷۶).

بررسی‌های صورت‌گرفته نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی از دو طریق به افزایش اشتغال در کشور میزبان منجر می‌شود. راه اول این است که فعالیت شرکت‌های خارجی در کشور میزبان نیازمند نیروی کار است و به دلیل مزیت نسبی نیروی کار، این شرکت‌ها از نیروی کار بومی استفاده می‌کنند؛ بنابراین، این امر به افزایش اشتغال منجر می‌شود. راه دوم این است که اشتغال مستقیماً ناشی از فعالیت شرکت‌های خارجی نیست، بلکه ناشی از بهبود فناوری و سیستم‌های مدیریتی است که فعالیت این شرکت‌ها به دنبال دارد و افزایش اشتغال از نتایج حتمی آن محسوب می‌شود (مهدوی و عزیزمحمملو، ۱۳۸۳، ص ۷۲).

ورود سرمایه باعث کاهش قیمت آن (به عنوان عاملی کمیاب در کشورهای در حال توسعه) می‌شود؛ بنابراین، هزینه‌های تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری کاهش یافته و امکان کسب و کارهای جدید افزایش می‌یابد. در نتیجه، تولید و اشتغال ایجاد می‌شود. با توجه به ویژگی‌های جمعیتی و نرخ رشد آن، بیکاری کاهش می‌یابد و در مجموع باعث رشد اقتصادی می‌شود. این افزایش نرخ رشد اقتصادی نیز منجر به کاهش تورم می‌گردد (موسوی و قائدی، ۱۳۸۵، ص ۱۸).

حضور سرمایه‌گذاران خارجی در کشور به شیوه‌های مختلفی باعث افزایش درآمدهای دولت می‌شود. درآمد اول دولت، دریافت حقوق و عوارض مختلف بابت ورود و خروج سرمایه‌گذاران خارجی است. درآمد دوم، مالیات‌های مستقیم و غیرمستقیمی است که از محل سرمایه‌گذاری خارجی دریافت می‌شود. در نهایت، حضور سرمایه‌گذاران خارجی منجر به افزایش درآمدهای مادی اقشار جامعه می‌شود که به نوبه خود، افزایش درآمدهای دولتی را به دنبال دارد. با وجود مشکلات فعلی و آینده‌ی بازارهای صادراتی، نیاز کشورهای در حال رشد به توسعه صادرات، استفاده از سرمایه‌گذاری‌های خارجی را ضروری می‌سازد. شرکت‌های چندملیتی می‌توانند با انتقال فناوری‌های پیشرفته، به تولید محصولات با کیفیت صادراتی دست یابند و عوامل کلیدی موفقیت در صادرات، مانند تحویل به‌موقع و کیفیت قابل اعتماد را تضمین کنند. همچنین، این شرکت‌ها با ورود به کشور میزبان، اطلاعات و دانش مربوط به بازارهای صادراتی و مشتریان را نیز با خود می‌آورند.

جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به‌ویژه در حوزه‌هایی که کشور میزبان در آن‌ها مزیت نسبی دارد، باعث افزایش تولید می‌شود. این افزایش تولید می‌تواند منجر به صادرات مازاد به کشورهای همسایه شود و همچنین نیاز کشور به واردات را کاهش دهد.

با این حال، نباید با وجود آثار مثبت ورود سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به هیچ وجه از تأثیرات منفی آن، به‌ویژه در حوزه فرهنگی، غافل شد. تحقیقات نشان داده‌اند که یکی از مهم‌ترین نگرانی‌های کشورهای سرمایه‌پذیر، در هنگام جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، از بین رفتن فرهنگ و هویت ملی است. این موضوع به‌ویژه زمانی نگران‌کننده است که فرهنگ کشور میزبان تاب مقاومت در برابر فرهنگ‌های بیگانه را نداشته باشد (پوراسماعیلی، ۱۳۹۰، ص ۲۸-۲۲). اگرچه تأثیرات منفی سرمایه‌گذاری خارجی قابل انکار نیست، اما برخی نویسندگان در بیان آن‌ها اغراق کرده و آن را بیش از حد واقعی جلوه می‌دهند.

تحقیقات نشان می‌دهد که کشورها برای جذب بیشتر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، اقدامات مشخصی را در زمینه‌های رفع موانع و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی انجام داده‌اند. این موضوع نه‌تنها کشورهای در حال توسعه، بلکه کشورهای صنعتی نیز از آن غافل نبوده و از حداکثر ظرفیت‌های خود برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی استفاده کرده‌اند. این روند نشان‌دهنده غلبه آثار مثبت سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است (سوری، ۱۳۹۴، ص ۲۴).

یکی از مهم ترین عوامل در جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی، «بستر حقوقی مناسب» است. قوانین مرتبط و ناظر بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی، در عین حال که می توانند عاملی برای تشویق سرمایه گذاران خارجی باشند، در صورت عدم شفافیت و ثبات، می توانند مانعی مهم در این راه محسوب شوند. یکی از مهم ترین عوامل حقوقی که می توان به آن اشاره کرد، ثبات و استحکام قوانین ناظر بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی است.

چنانچه در کشوری بستر حقوقی مناسبی وجود داشته باشد؛ یعنی قوانین آن ضمن تضمین حقوق سرمایه گذاران خارجی، موانع و محدودیت های غیرمنطقی را برای آن ها در نظر نگیرند و قوانین شفاف، باثبات و استاندارد باشند؛ همچنین قوانین دایر و متغیر و پایدار وجود نداشته باشد و بروکراسی اداری تا حد ممکن کاهش یابد و تعامل مناسبی بین سرمایه گذاران خارجی و نهادهای بین المللی فعال در زمینه تجارت بین الملل و سرمایه گذاری مستقیم خارجی وجود داشته باشد؛ سرمایه گذاران خارجی با اشتیاق کامل در آن کشور سرمایه گذاری خواهند کرد. در غیر این صورت، هیچ سرمایه گذار خارجی به سرمایه گذاری در آن کشور رغبت نخواهد نشان داد.

۴- موانع حقوقی سرمایه گذاری خارجی در ایران

باز شدن صرف درهای کشور به روی سرمایه گذاران خارجی برای جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی کافی نخواهد بود و نیازمند اقدامات به مراتب دقیق تر و مختصرتری است؛ از جمله رفع موانع دیگر و شرایط سرمایه گذاری و حمایت از سرمایه گذاران خارجی. اما قبل از هر چیز و مهم تر از آن، باید عواملی که مانع سرمایه گذاری مستقیم خارجی هستند شناسایی شوند و اقدامات لازم برای رفع این موانع صورت پذیرد.

در قانون اساسی می توان بدبینی قانون گذار به بیگانگان را به وضوح مشاهده کرد. قانون اساسی به عنوان محور اصلی قوانین یک کشور، سیاست آن جامعه را نسبت به کلیه مسائل مشخص می نماید. در این بین، اصول چهل و چهارم و هشتماد و یکم قانون اساسی بیشترین تأثیر را با سرمایه گذاری مستقیم خارجی دارند. در اصل هشتماد و یکم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران آمده است که دادن امتیاز تشکیل شرکت ها و مؤسسات در امور تجاری و صنعتی و کشاورزی و معادن و خدمات به خارجی ها ممنوع است. آنچه از ظاهر این اصل می توان دریافت این است که بیگانگان حق تشکیل شرکت و مؤسسه در ایران را در امور مذکور به هیچ وجه ندارند. این اصل در بسیاری از موارد باعث ایجاد تردیدهایی برای خارجی ها درباره سرمایه گذاری در ایران می شود.

با وجود این که سرمایه گذاران خارجی به رغم وجود این اصل، به طور کم و بیش در ایران سرمایه گذاری می کنند، تردیدهایی که این اصل ایجاد می کند، برای اقتصاد ایران اطمینان بخش نیست. نخستین شرط برای جلب اعتماد سرمایه گذاران خارجی، شفافیت قوانین است و با ارائه دادن اطلاعات مختلف نمی توان اطمینان سرمایه گذاران را جلب کرد (قلی زاده، ۱۳۸۲، ص ۴۶۸).

سرمایه گذاران خارجی با مشورت حقوقی که از مراجع حقوقی وارد کشور می آورند، ریسک سرمایه گذاری در ایران را بالا می دانند و هرگز رغبتی به تشکیل شرکت خارجی ندارند. همچنین در هر لحظه ممکن است شورای نگهبان تشکیل هر نوع شرکت خارجی را مخالف قانون اساسی اعلام کند. با وجود این، قانون گذار می تواند در قالب مواد دیگر، منظور و اهداف اصل هشتماد و یکم قانون اساسی را تأمین کند. به عنوان مثال، در ماده ۲ قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری مستقیم خارجی مصوب ۱۳۸۱، قانون گذار ضوابط پیوسته سرمایه گذاری مستقیم خارجی را مشخص کرده است. در ارتباط با اصل مذکور، بند «ج» چنین مقرری دارد که پیوسته سرمایه گذاری متضمن اعطای امتیازات خاص دولت به سرمایه گذاران خارجی نباشد؛ منظور از امتیاز، حقوق ویژه ای است که سرمایه گذاران خارجی را در موقعیت انحصاری قرار دهد.

اصل چهل و چهارم قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران مقرری دارد: «نظام اقتصادی جمهوری اسلامی ایران بر پایه سه بخش دولتی، تعاونی و خصوصی با برنامه ریزی منظم و صحیح استوار است.» طبق مفاد این اصل، سرمایه گذاران خارجی اجازه فعالیت در بخش های دولتی کشور را ندارند. حتی اگر سرمایه گذاران خارجی از دولت خارجی نباشند، به عنوان اجزای بخش خصوصی محسوب می شوند و به موجب این اصل، بخش خصوصی اجازه فعالیت در بسیاری از بخش های اقتصاد ایران، از جمله صنایع بزرگ و مادر را ندارد. این در حالی است که کشور ایران برای رونق و توسعه اقتصاد و تجارت بین المللی، نیازمند فعالیت صنایع

خصوصی کوچک، بانک های خصوصی، شرکت های خصوصی و سرمایه های خصوصی است. عدم عضویت ایران در سازمان تجارت جهانی می تواند تأثیرات منفی عمیقی بر اقتصاد کشور، به ویژه در حوزه جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی داشته باشد. این موضوع به معنای عدم پیروی از موافقت نامه های این سازمان ها و در نتیجه عدم تعهد به اجرای مفاد این موافقت نامه ها و در یک کلام به معنای بالا بودن ریسک سرمایه گذاری در کشور است و هیچ یک از سرمایه گذاران خارجی چنین ریسکی را قبول نخواهند کرد. اما یکی از بهترین راه های مقابله با این پدیده، تقویت تولیدکنندگان داخلی با به حداکثر رساندن جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی است. البته با افزایش حجم سرمایه گذاری مستقیم خارجی، پیچیدگی در قوانین و مشکلات فراوان در مسیر سرمایه گذاری مستقیم خارجی و بروز اختلافات میان سرمایه گذار خارجی و دولت سرمایه پذیر امری اجتناب ناپذیر است. نظام حقوقی ایران در وهله ای چندان مناسبی جهت حل و فصل اختلافات سرمایه گذاری مستقیم خارجی برخوردار نمی باشد، زیرا کشور ایران هنوز به سازمان تجارت جهانی ملحق نشده و در نتیجه از مکانیسم حل اختلاف این سازمان نمی تواند منتفع شود.

و صراحتاً باید گفت که مواردی که مراد شد، فقط به موانع حقوقی جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی بود. باید به ذکر این نکته هم پردازیم که موانع غیرحقوقی دیگری از جمله تحریم های اقتصادی ایالات متحده آمریکا و اتحادیه اروپا علیه ایران تأثیرات شدیدی بر اقتصاد ایران وارد کرده است. به نظر می رسد باید سرمایه گذاری مشترک با سرمایه گذاران خارجی برای تولید کالاهای مورد نیاز جامعه را در دستور کار قرار دهیم. بدین ترتیب هم از واردات کالاهای بی رویه خارجی اجتناب می شود و هم اشتغال در جامعه افزایش پیدا می کند و به همان میزان خروج ارز از کشور کاهش می یابد. پس به جای اصرار بر واردات کالاهای خارجی، باید موانع جذب سرمایه گذاری مستقیم را از میان برداشت.

۱-۴ محدودیت های عملیاتی و بانکی ناشی از تحریم ها

یکی از پیچیده ترین و بنیادین ترین چالش های پیش روی سرمایه گذاری خارجی در بورس ایران، نه صرفاً موانع قانونی، بلکه «موانع عملیاتی و بانکی» ناشی از تحریم های بین المللی است. حتی در صورتی که قوانین داخلی ایران به طور کامل شفاف باشد و اجازه ی خرید سهام را به خارجی ها بدهد، قطع ارتباط سیستم بانکی ایران از شبکه جهانی سوئیفت (SWIFT) و تحریم های ثانویه ی آمریکا، فرآیند انتقال سرمایه و بازگشت سود را با بن بست مواجه می کند. سرمایه گذاران خارجی با این معضل روبرو هستند که چگونه می توانند پول خود را به ریال تبدیل کرده و به حساب های شرکت های ایرانی واریز کنند، و از سوی دیگر، چگونه می توانند سود حاصل از فروش سهام را به ارز معتبر تبدیل و به خارج از کشور منتقل نمایند. این عدم قطعیت در «زنجیره ی مالی»، ریسک نقدشوندگی و ریسک انتقال را به شدت افزایش می دهد و عملاً بسیاری از سرمایه گذاران نهادی و بانک های بین المللی را از ورود به بازار ایران منصرف می سازد، زیرا هیچ نهاد مالی معتبری تمایلی به همکاری با سیستم بانکی تحت تحریم ندارد.

این چالش نشان می دهد که «ثبات حقوقی» به تنهایی برای جذب سرمایه کافی نیست؛ بلکه «زیرساخت های مالی بین المللی» نیز باید بازسازی شوند. راهکارهای پیشنهادی در این زمینه شامل ایجاد کانال های مالی جایگزین (مانند استفاده از ارزهای دیجیتال یا صرافی های مجاز)، تشکیل صندوق های سرمایه گذاری مشترک در کشورهای ثالث (مانند امارات یا ترکیه) که به عنوان واسطه ی مالی عمل کنند، و یا استفاده از مکانیسم های تهاتر کالا با ارز است. بدون حل این گره ی عملیاتی، هرگونه اصلاح قانونی در داخل کشور، تأثیر محدودی بر جذب سرمایه گذاران واقعی خواهد داشت، زیرا سرمایه گذاران به دنبال «امنیت انتقال پول» هستند، نه فقط «امنیت حقوقی سهام».

۵- تحلیل نقش سرمایه گذاری خارجی در توسعه بازارهای بورس

سرمایه گذاری خارجی در بازارهای بورس، فراتر از یک جریان صرفاً مالی، به عنوان یک موتور محرک برای بلوغ و کارایی ساختاری بازارهای سرمایه عمل می کند. حضور سرمایه گذاران بین المللی با تزریق نقدینگی پایدار، عمق بازار را افزایش داده و نقدشوندگی دارایی ها را بهبود می بخشد که این امر مستقیماً هزینه های مبادله را برای تمام شرکت های پذیرفته شده کاهش می دهد. اما مهم ترین نقش این سرمایه گذاران، «انتقال دانش و استانداردها» است؛ آن ها با الزام به رعایت اصول حاکمیت شرکتی، شفافیت

مالی و افشای اطلاعات مطابق با استانداردهای جهانی (مانند IFRS)، فشار رقابتی مثبتی بر شرکت های داخلی وارد کرده و آن ها را وادار به ارتقای کیفیت مدیریت و گزارش دهی می کنند. این فرآیند در نهایت منجر به کاهش ریسک سیستماتیک بازار، افزایش اعتماد عمومی و جذب سرمایه های داخلی بیشتر می شود، هرچند که موفقیت این فرآیند منوط به وجود یک بستر حقوقی پایدار و ثبات اقتصادی است که بتواند ریسک های سیاسی و ارزی را برای سرمایه گذاران خارجی به حداقل برساند. با وجود مزایای ساختاری، ورود سرمایه گذاری خارجی به بورس همواره با چالش های جدی همراه است که می تواند ثبات بازار را به خطر بیندازد. یکی از مهم ترین این چالش ها، پدیده «فرار سرمایه» در زمان بحران های اقتصادی یا سیاسی است؛ سرمایه گذاران خارجی به دلیل ماهیت کوتاه مدت و حساسیت بالا به ریسک، در مواجهه با شوک های ناگهانی، سریع تر از سرمایه گذاران داخلی اقدام به خروج از بازار می کنند که این امر می تواند منجر به نوسانات شدید قیمتی و کاهش ارزش دارایی ها شود (Aggarwal et al., 2011). همچنین، عدم تطابق کامل قوانین داخلی با استانداردهای بین المللی و ریسک های ارزی، می تواند باعث کاهش جذابیت بازار برای سرمایه گذاران نهادی بزرگ شود. مطالعات نشان می دهند که در کشورهای در حال توسعه، نوسانات ناشی از ورود و خروج سرمایه های پرتفوی خارجی، تأثیر معناداری بر نوسانات شاخص کل بورس دارد و در صورت نبود مکانیسم های نظارتی قوی، می تواند منجر به حباب های قیمتی یا سقوط های ناگهانی شود (Bekaert & Harvey, 1997). بنابراین، برای بهره مندی از مزایای این سرمایه گذاری ها، دولت ها باید ضمن ایجاد ثبات در قوانین، ابزارهای مدیریت ریسک و نظارتی را برای کنترل نوسانات کوتاه مدت تقویت کنند.

۶- راهکارهای حقوقی و قانونی برای رفع موانع و تسهیل سرمایه گذاری

برای غلبه بر چالش های حقوقی و بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران خارجی به بازار بورس ایران، نیاز به یک بسته اصلاحی جامع و چندجانبه است. این راهکارها باید هم در سطح قوانین داخلی و هم در تعاملات بین المللی پیگیری شوند: اولین و مهم ترین گام، رفع ابهام در تفسیر اصول ۴۴ و ۸۱ قانون اساسی است. پیشنهاد می شود مجلس شورای اسلامی با تصویب «قانون جامع حمایت از سرمایه گذاری خارجی»، تعاریف دقیقی از «امتیازات اقتصادی» ارائه دهد تا فعالیت های بورسی و سهامداری در شرکت های بزرگ از شمول ممنوعیت های کلی خارج شوند. همچنین، ایجاد یک «کمیسیون ویژه حقوقی» در مجلس برای نظارت بر تفسیر قوانین و جلوگیری از تفسیرهای سلیقه ای توسط نهادهای اجرایی ضروری است (سازمان بورس، ۱۴۰۲).

ایران باید با سرعت بیشتری فرآیند الحاق به کنوانسیون های بین المللی مانند «کنوانسیون سولوت» (ICSID) و «کنوانسیون نیویورک» (در مورد اجرای آرای داوران خارجی) را تکمیل کند. علاوه بر این، بازنگری و امضای توافق نامه های دوجانبه حمایت از سرمایه گذاری (BITs) با کشورهای همسایه و بازیگران اصلی اقتصادی (مانند چین، روسیه و کشورهای اتحادیه اروپا) می تواند مکانیسم های امنیتی و حقوقی مشخصی برای سرمایه گذاران فراهم کند. این توافق نامه ها باید شامل ضمانت های اجرایی برای انتقال سود و اصل سرمایه باشند (World Bank, 2023).

یکی از بزرگترین ترس های سرمایه گذاران خارجی، عدم دسترسی به یک مرجع حل اختلاف بی طرف در ایران است. راهکار پیشنهادی، ایجاد «مرکز داوری بین المللی بورس تهران» با قوانین و رویه های کاملاً منطبق با استانداردهای UNCITRAL است. در این مرکز، داوری ها باید به زبان انگلیسی و با حضور داوران بین المللی انجام شود تا شفافیت و عدالت در حل اختلافات تضمین گردد. این اقدام به شدت ریسک سیاسی و حقوقی را کاهش می دهد (Harvey, & Bekaert, 1997).

بانک مرکزی و وزارت اقتصاد باید با تدوین «قانون جدید ارزی»، فرآیند تبدیل ریال به ارز و انتقال سود و اصل سرمایه به خارج را از بوروکراسی های پیچیده و زمان بر رها کنند. ایجاد یک «صندوق تضمین ارزی» که در آن دولت متعهد به پوشش ریسک های نوسانات ارزی برای سرمایه گذاران خارجی باشد، می تواند انگیزه ورود سرمایه های بلندمدت را به شدت افزایش دهد. برای جذب سرمایه گذاران نهادی خارجی، بازار بورس ایران باید الزامات افشای اطلاعات را با استانداردهای بین المللی (مانند IFRS) همسان سازی کند. نظارت دقیق تر سازمان بورس بر رعایت اصول حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده و اعمال جریمه های سنگین برای شرکت های متخلف، اعتماد عمومی را جلب کرده و محیطی امن برای سرمایه گذاری فراهم می کند.

۷- چالش های حقوقی خاص در «خرید سهام توسط خارجی ها»

یکی از پیچیده ترین موانع حقوقی در مسیر جذب سرمایه گذاری خارجی در بازار بورس ایران، ابهام و محدودیت های موجود در قوانین مالکیت خارجی بر سهام شرکت های پذیرفته شده است. برخلاف تصور رایج که بازار بورس ایران کاملاً باز است، قوانین حاکم بر «سقف مالکیت» و «صنایع ممنوعه» برای خارجی ها، چالش های جدی ایجاد کرده اند که ریسک سرمایه گذاری را افزایش می دهد.

۱-۷ ابهام در صنایع ممنوعه و محدودیت های مالکیت

طبق «قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی» مصوب ۱۳۸۱ و آیین نامه های اجرایی آن، سرمایه گذاری خارجی در برخی صنایع استراتژیک (مانند نفت، گاز، پتروشیمی، بانکداری و بیمه) ممنوع یا مشروط به مجوزهای خاص است. با این حال، لیست دقیق این صنایع و میزان سهم شرکتها مجاز برای خارجی ها در بسیاری از موارد شفاف نیست و تفسیر آن ها به عهده نهادهای مختلف (وزارت صمت، سازمان بورس و بانک مرکزی) است.

سرمایه گذار خارجی نمی داند دقیقاً در کدام شرکت ها می تواند سهام بخرد و سقف مالکیت او چقدر است. این ابهام باعث می شود سرمایه گذاران از ورود به بازارهای با پتانسیل بالا (مانند پتروشیمی ها) خودداری کنند، زیرا نگرانند که در آینده با دستورالعمل های جدید مواجه شده و سهام خود را از دست بدهند.

طبق گزارش های مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی، عدم شفافیت در لیست صنایع ممنوعه و تغییرات ناگهانی در تفسیر قوانین، یکی از اصلی ترین دلایل عدم جذب سرمایه خارجی در بازار سرمایه است. این گزارش تأکید می کند که «تعیین دقیق و شفاف صنایع باز و بسته برای خارجی ها و تعیین سقف مالکیت (مثلاً ۴۹٪) در هر صنعت، باید در قانون مشخص شود تا از تفسیرهای سلیقه ای جلوگیری گردد» (مرکز پژوهش های مجلس، ۱۴۰۰، ص ۴۵).

۲-۷ محدودیت های نقل و انتقال سهام و خروج سرمایه

حتی اگر خارجی ها موفق به خرید سهام شوند، چالش حقوقی دیگری در «نقل و انتقال» و «خروج سرمایه» وجود دارد. قوانین فعلی بورس و بانک مرکزی، فرآیند فروش سهام توسط خارجی ها را با بوروکراسی پیچیده ای مواجه کرده اند.

برای فروش سهام، خارجی ها باید مجوزهای متعددی از سازمان بورس و بانک مرکزی بگیرند و فرآیند تبدیل ریال به ارز و انتقال آن به خارج، با محدودیت های زمانی و ارزی روبرو است. این موضوع باعث می شود نقدشوندگی سهام خارجی ها بسیار پایین باشد و در صورت نیاز به خروج اضطراری، نتوانند سرمایه خود را خارج کنند.

در «گزارش عملکرد بازار سرمایه» منتشر شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، اشاره شده است که «محدودیت های نقل و انتقال سهام توسط اشخاص حقیقی و حقوقی غیرمقیم، به دلیل عدم وجود سازوکار شفاف ارزی، یکی از موانع اصلی جذب سرمایه گذاران نهادی خارجی است» (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱، ص ۱۱۲). همچنین، قانون عملیات بانکی بدون ربا و مقررات ارزی، انتقال سود و اصل سرمایه را منوط به تاییدیه های پیچیده ای می کند که این امر ریسک نقدشوندگی را برای سرمایه گذار خارجی به شدت افزایش می دهد.

۳-۷ تفاوت رویه های حقوقی برای خرید سهام عادی و عمده

یک چالش دیگر، تفاوت رویه های حقوقی برای «خرید سهام عادی» (به صورت خرد در بورس) و «خرید سهام عمده» (تغییر مالکیت) است. برای خرید سهام عادی، فرآیند ساده تر است اما برای خرید سهام عمده (بیش از ۵٪ یا ۱۰٪)، نیاز به مجوزهای ویژه از «کمیسیون معاملات» و «سازمان سرمایه گذاری» است. این تفاوت رویه باعث می شود سرمایه گذاران بزرگ (که هدفشان کنترل شرکت است) نتوانند به راحتی وارد بازار شوند.

طبق «آیین نامه معاملات اوراق بهادار» مصوب هیئت مدیره سازمان بورس، «هرگونه تغییر در مالکیت بیش از ۵٪ سهام یک شرکت توسط اشخاص غیرمقیم، نیازمند اخذ مجوز کتبی از سازمان بورس و رعایت ضوابط خاص است» (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۹۹، ص ۳۴). این فرآیند طولانی و غیرشفاف، انگیزه سرمایه گذاران استراتژیک را کاهش می دهد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر با هدف واکاوی موانع حقوقی و عملیاتی جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد و یافته‌ها نشان می‌دهد که توسعه پایدار بازار سرمایه ایران، بدون ورود جریان‌های مستمر و مطمئن سرمایه خارجی، غیرممکن است. با این حال، مسیر جذب این سرمایه‌ها هموار نیست و با دو دسته مانع عمده روبروست: نخست، ناکارآمدی‌های ساختاری و حقوقی در داخل کشور که شامل ابهام در قوانین مالکیت، فرآیندهای پیچیده و غیرشفاف اخذ مجوز، و تفاوت رویه‌های حقوقی برای سرمایه‌گذاری مستقیم (FDI) و پرتفوی (FPI) است. دوم، محدودیت‌های شدید بین‌المللی ناشی از تحریم‌های اقتصادی که دسترسی به سیستم بانکی جهانی و شبکه سوئیفت را مسدود کرده و ریسک انتقال سرمایه و بازگشت سود را به شدت افزایش داده است.

یافته‌های این مطالعه تأیید می‌کند که سرمایه‌گذاران خارجی، به ویژه در شرایط فعلی ایران، به دنبال «ثبات حقوقی» و «امنیت عملیاتی» هستند. در حالی که سرمایه‌گذاری مستقیم (FDI) نیازمند تضمین‌های بلندمدت در زمینه مالکیت، انتقال تکنولوژی و مشارکت در مدیریت است، سرمایه‌گذاری پرتفوی (FPI) بیشتر به مکانیسم‌های شفاف برای نقدشوندگی سریع و امنیت انتقال سود وابسته است. ابهام در قوانین داخلی و همچنین عدم قطعیت در وضعیت تحریم‌ها، باعث شده است که سرمایه‌گذاران خارجی یا از ورود به بازار ایران منصرف شوند و یا از روش‌های غیرمستقیم و پریسک برای سرمایه‌گذاری استفاده کنند که این امر خود می‌تواند منجر به نوسانات شدید و ایجاد حساب‌های قیمتی در بورس شود.

بنابراین، برای عبور از این موانع و جذب پایدار سرمایه‌گذاری خارجی، تدوین یک استراتژی جامع و دوبعدی ضروری است. در بعد داخلی، دولت و نهادهای نظارتی بورس باید با شفاف‌سازی قوانین، تسهیل فرآیند صدور مجوز برای FDI، و ایجاد سازوکارهای مشخص و امن برای خروج سود در FPI، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. همچنین، اصلاح ساختارهای حقوقی برای هم‌سو شدن با استانداردهای بین‌المللی می‌تواند ریسک حقوقی را کاهش دهد. در بعد بین‌المللی، با توجه به وضعیت تحریم‌ها، استفاده از مکانیسم‌های جایگزین مانند کانال‌های مالی غیررسمی، صرافی‌های مجاز، یا تشکیل صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در کشورهای ثالث (مانند امارات، ترکیه یا سنگاپور) می‌تواند به عنوان پل ارتباطی عمل کند. علاوه بر این، تقویت دیپلماسی اقتصادی و تلاش برای کاهش تنش‌های بین‌المللی می‌تواند به بهبود فضای کلی سرمایه‌گذاری کمک کند.

در نهایت، جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس ایران نیازمند ایجاد یک اکوسیستم سرمایه‌گذاری امن، شفاف و کارآمد است که در آن حقوق سرمایه‌گذار خارجی محترم شمرده شود و امکان انتقال سود به صورت آزاد و سریع فراهم گردد. تنها با ایجاد چنین شرایطی می‌توان انتظار داشت که سرمایه‌گذاران خارجی با اطمینان خاطر به بازار ایران روی آورند و به توسعه پایدار اقتصاد و بورس ایران کمک کنند.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر، برای رفع موانع جذب سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار تهران، پیشنهادات زیر در سه سطح کلان، نظارتی و شرکتی ارائه می‌گردد:

ضروری است به جای پراکندگی قوانین در بخشنامه‌های مختلف، یک «قانون جامع و شفاف» تصویب شود که حقوق مالکیت، نحوه انتقال سود، و مکانیسم‌های حل اختلاف را به صورت قطعی و بدون ابهام تعیین کند. این قانون باید با استانداردهای بین‌المللی (مانند کنوانسیون‌های دوجانبه سرمایه‌گذاری) هم‌سو باشد.

پیشنهاد می‌شود یک منطقه یا پلتفرم خاص در بورس تهران ایجاد شود که در آن، شرکت‌های مستعد جذب سرمایه خارجی، از تسهیلات ویژه‌ای مانند معافیت‌های مالیاتی موقت، تسهیل در فرآیندهای اداری و دسترسی به کانال‌های ارزی اختصاصی بهره‌مند شوند.

دولت باید با استفاده از ظرفیت‌های دیپلماسی اقتصادی، توافقات دوجانبه یا چندجانبه با کشورهای همسایه و شرکای تجاری اصلی (مانند چین، روسیه و کشورهای حوزه خلیج فارس) منعقد کند تا ریسک تحریم‌ها را کاهش دهد و مسیرهای قانونی برای انتقال سرمایه هموار شود.

تسهیل ورود سرمایه‌گذاری پرتفوی (FPI) از طریق صندوق‌های ETF: به جای ورود مستقیم و پیچیده سرمایه‌گذاران خرد خارجی، سازمان بورس می‌تواند صندوق‌های قابل معامله (ETF) اختصاصی برای سرمایه‌گذاران غیرمقیم طراحی کند. این

صندوق‌ها می‌توانند با مدیریت متمرکز، ریسک‌های نقدشوندگی و انتقال سود را کاهش دهند و جذابیت بیشتری برای سرمایه‌گذاران نهادی خارجی ایجاد کنند.

شفاف‌سازی اطلاعات و گزارش‌دهی استاندارد: الزام شرکت‌های پذیرفته شده به رعایت کامل استانداردهای حسابداری بین‌المللی (IFRS) و افشای اطلاعات مالی و غیرمالی به زبان انگلیسی، برای کاهش «ریسک اطلاعاتی» و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی ضروری است.

ایجاد سامانه یکپارچه صدور مجوز: تشکیل یک «کمیته مشترک» متشکل از سازمان بورس، وزارت صمت و بانک مرکزی برای صدور مجوزهای سرمایه‌گذاری مستقیم (FDI) در یک مرحله و به صورت آنلاین، می‌تواند زمان انتظار و هزینه‌های مبادلاتی را به شدت کاهش دهد.

شرکت‌ها باید با تقویت ساختارهای حاکمیت شرکتی، استقلال هیئت مدیره و شفافیت در روابط با اشخاص وابسته، اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی را جلب کنند. سرمایه‌گذاران خارجی به شدت به شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی تمایل نشان می‌دهند.

شرکت‌ها باید واحدهای تخصصی IR را تقویت کرده و به صورت مستمر و شفاف، عملکرد خود را به زبان بین‌المللی به بازارهای جهانی معرفی کنند. حضور در نمایشگاه‌های بین‌المللی بورس و جذب مشاوران مالی بین‌المللی می‌تواند در این زمینه موثر باشد

منابع

۱. اسدی، علی، ۱۳۸۸، سرمایه گذاری خارجی و نقش آن بر اشتغال، *مجله کار و جامعه*، شماره ۱۱۵.
۲. پوراسماعیلی، علیرضا، ۱۳۹۰، تأثیر متقابل فرهنگ کشور میزبان و سرمایه گذاری خارجی بر یکدیگر، *ماهنامه مهندسی فرهنگی*، سال پنجم، شماره ۵۵ و ۵۶.
۳. پیران، حسین، ۱۳۸۸، شرط التزام در معاهدات دوجانبه سرمایه گذاری، *مجله حقوقی بین المللی*، شماره ۴۰.
۴. سوری، محمد، ۱۳۹۴، نقد و تحلیل قواعد و مقررات ناظر بر سرمایه گذاری خارجی در نظام حقوقی ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه رازی.
۵. شاپیرا، ژان، ۱۳۷۱، *حقوق بین الملل بازرگانی*، ترجمه ربیعا اسکینی، چاپ اول، تهران، سازمان انتشارات و آموزش انقلاب اسلامی.
۶. شیروی، عبدالحسین، ۱۳۹۱، *حقوق تجارت بین الملل*، چاپ چهارم، تهران، انتشارات سمت.
۷. قائدی، مهنوش و موسوی، سیدعلیرضا، ۱۳۸۵، بررسی سرمایه گذاری مستقیم خارجی در ایران، *مجله تدبیر*، شماره ۱۷۳.
۸. قلیزاده، احد، ۱۳۸۲، نگاهی علمی و کاربردی به موانع حقوقی جذب و حمایت سرمایه گذاری خارجی، *مجله سیاسی و اقتصادی*، شماره ۱۹۳ و ۱۹۴.
۹. کریمی، یوسف، ۱۳۸۹، سازوکارهای حمایتی از سرمایه گذاری خارجی در نظام حقوقی ایران، کانادا و سنگاپور، پایان نامه کارشناسی ارشد حقوق خصوصی، دانشگاه پیام نور تهران.
۱۰. مهدوی، ابوالقاسم و عزیزمحمدلو، حمید، ۱۳۹۳، سرمایه گذاری مستقیم خارجی و اشتغال در کشورهای در حال توسعه، *مجله دانش و توسعه*، شماره ۱۵.
۱۱. میرزاخانی، حسن، ۱۳۹۱، الزامات سرمایه گذاری خارجی در سال تولید ملی، حمایت از کار و سرمایه ایرانی، *مجله اقتصادی*، شماره ۷ و ۸.

قوانین

۱۲. قانون اساسی جمهوری اسلامی ایران
۱۳. جایگزین قانون راجع به جلب و حمایت سرمایه های خارجی مصوب ۱۳۳۴
۱۴. قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۰
۱۵. آئین نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۱

منابع خارجی

۱۶. Aggarwal, R., Goyal, V. K & .Santa-Clara, P. ۲۰۱۱ *The impact of foreign institutional investors on stock market volatility: Evidence from India* Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, ۲۱(۳), ۴۷۸-۴۵۶
۱۷. Bekaert, G & .Harvey, C. R. ۱۹۹۷ *Emerging equity market volatility* Journal of Financial

Legal Challenges Arising from Foreign Investment in the Stock Market and Their Solutions

Amir Hossein Notash

Master of Laws, International Law, Faculty of Law, Alborz Campus Branch, University of Tehran, Iran

amirhossinnotash@yahoo.com

Abstract

The entry of foreign investors into the domestic capital market is considered one of the key strategies for financing companies and economic development; however, this process always faces numerous legal challenges. This research aims to identify and analyze the legal challenges arising from foreign investment in the stock market and provide solutions to overcome them. The research method in this article is descriptive-analytical and based on library resources and current laws of the country. The research findings show that the most important challenges include uncertainty in laws and regulations, inconsistency between domestic laws and international treaties, restrictions on the transfer of profits and capital, and weakness in the dispute resolution system (especially regarding the jurisdiction of domestic courts and arbitration). Also, considerations related to national sovereignty and economic security sometimes lead to the creation of non-transparent barriers for foreign investors. To address these challenges, this article proposes solutions such as reforming and clarifying foreign investment laws, establishing efficient international arbitration mechanisms, ensuring the free transfer of profits and capital, and aligning domestic laws with global standards. Implementing these solutions can attract the trust of foreign investors and contribute significantly to the stability and growth of the capital market.

Keywords: Foreign investment, stock market, legal challenges, transfer of profits and capital, international arbitration, capital market laws, national sovereignt