

اشاره:

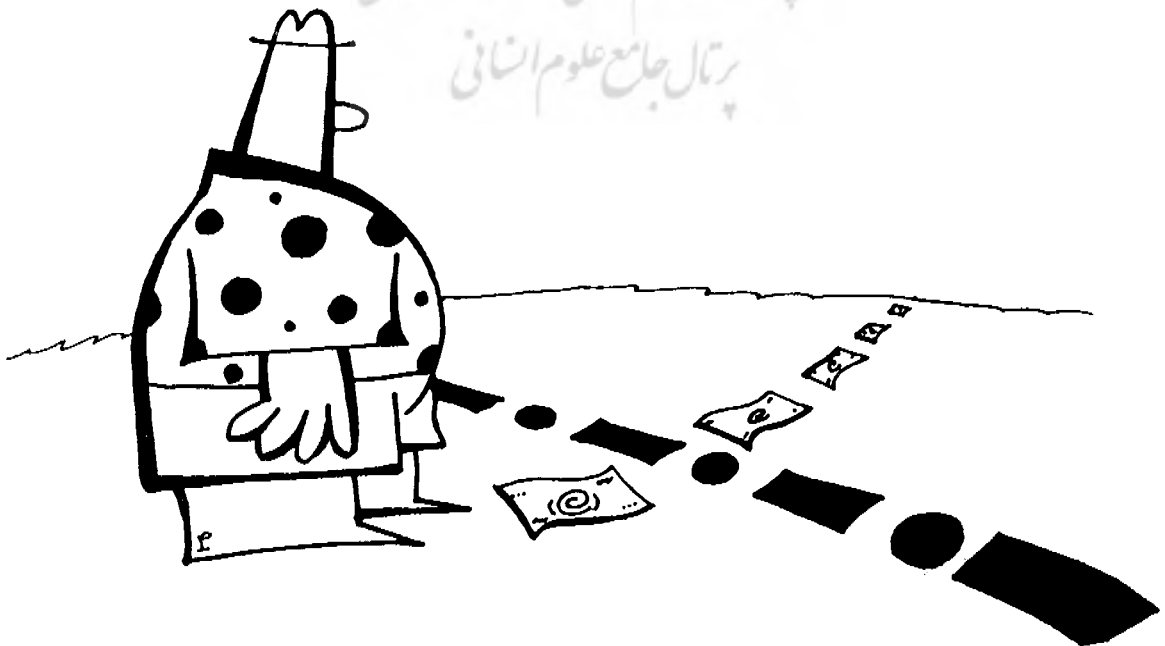
استفاده از سرمایه‌های خارجی به‌ویژه در اقتصاد کشورهای کمی با کمبود منابع ارزی مواجه هستند، یکی از راه‌های تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری (به‌ویژه طرح‌های دارای فن‌آوری نوین و سرمایه‌بر) می‌باشد. در بازارهای جهانی، رقابت فشرده‌ای برای جذب سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد. کشورهای مختلف برای استفاده از سرمایه‌گذاری خارجی، روزبه‌روز اقتصاد خود را به روی سرمایه‌گذاران بین‌المللی می‌کشایند و شرایط سهل‌تری را برای جذب آنها پیشنهاد می‌کنند. از آنجا که جذب سرمایه‌گذاری خارجی نسبت به شیوه استقراض از منابع مالی بین‌المللی، مزیت‌هایی دارد، امروزه تلاش دولت‌ها برای ایجاد فضای مساعد جهت جذب سرمایه‌گذاری خارجی بیشتر شده است. آنچه مسلم است الگوی استفاده گسترده از منابع بانک‌های خارجی که به بدهی سنگین برخی کشورهای روبه‌رشد مانند مکزیک، برزیل و... انجامیده است، از دید بسیاری از اقتصاددان‌ها، قابل پذیرش نیست. این اقتصاددان‌ها به ایجاد فضای مناسب جذب سرمایه‌گذاری خارجی که بار تعهدات خارجی به همراه ندارد، تأکید می‌کنند.

یکی از شیوه‌های استفاده و برخورداری از سرمایه‌گذاری خارجی، بورس اوراق بهادار می‌باشد که می‌تواند مبنای مالکیتی را نیز تا حدودی به نفع اقتصاد ملی تمام کند.

در این گزارش به موضوع جذب سرمایه‌های خارجی در بازار سهام و نحوه ایجاد فضا و شرایط مساعد برای پذیرش این سرمایه‌ها می‌پردازیم.

# مزایای جذب سرمایه - گذاران خارجی به بورس اوراق بهادار

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



## جذب سرمایه‌های خارجی به بورس اوراق بهادار

سالهاست که بحث جذب سرمایه‌گذاری خارجی در اقتصاد ایران، مدنظر برنامه‌ریزان و سیاست‌گزاران اقتصادی می‌باشد. تلاش‌های بسیاری در زمینه جذب این سرمایه‌ها صورت گرفته است. با این وجود در سال‌های اخیر فقط حدود یک میلیارد دلار سرمایه‌گذاری خارجی به تصویب رسیده که نزدیک به ۶۰ درصد آن تحقق پیدا کرده است.

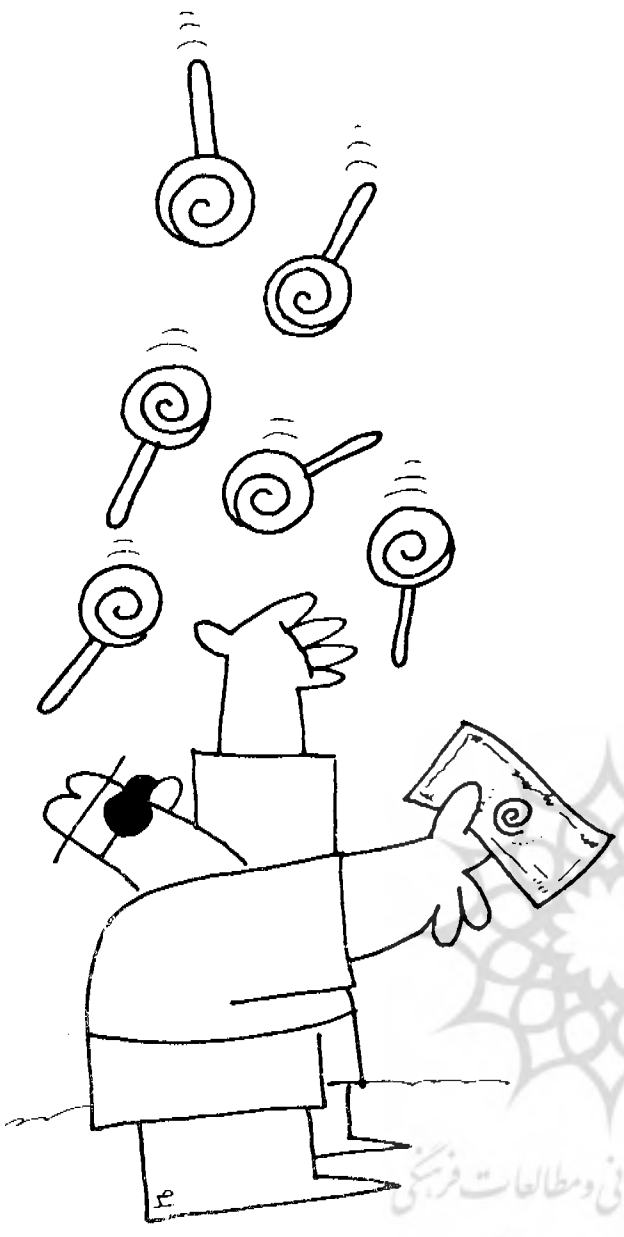
مقررات جذب و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی در اقتصاد ایران، قوانین دشوار و فاقد تضمین‌های لازم برای سرمایه‌گذاران جهت نقل و انتقال منابع آنها می‌باشد. وجود نظام چندرخی ارز و روشن نبودن ضوابط اجرایی برای انتقال سود و سرمایه به خارج از عمده‌ترین موانع بر سر راه سرمایه‌گذاران خارجی است.

شرط تضمین سرمایه‌گذاری خارجی از سوی دولت با قید سهم حداکثر ۴۹ درصدی سرمایه‌گذاران خارجی در طرح‌های اقتصادی، از موانعی است که سرمایه‌گذاران خارجی بر روی آن تأکید و پافشاری دارند.

سرمایه‌گذاری در یک طرح صنعتی با ۴۹ درصد سهم سرمایه‌گذار خارجی که قدرت تصمیم‌گیری وی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مانعی است که باید برای رفع آن چاره‌اندیشی کرد. اما مقررات برای جذب سرمایه‌های خارجی از طریق مکانیزم اوراق بهادار می‌تواند تسهیلات ویژه‌ای را ایجاد کند. این تسهیلات از یک سو قادر است انگیزه‌های قوی برای سرمایه‌گذاران خارجی برای مشارکت فعال در بازار اوراق بهادار به وجود آورد و از سوی دیگر نحوه واگذاری سهام، توان مدیریت دولتی یا ایرانی را تضمین کند.

در حال حاضر بازارهای بورس نوظهور بیش از بازارهای دیرپا، مدنظر سرمایه‌گذاران می‌باشند. آمار و ارقام منتشر شده از سوی منابع موثق نشان می‌دهد که ارزش معاملات سهام در بورس‌های نوظهور جهان در سال ۱۹۹۶ به ۱/۶ تریلیون دلار رسیده است.

○ مقررات جذب و حمایت از سرمایه‌های خارجی در اقتصاد ایران، سخت و فاقد تضمین‌های لازم برای سرمایه‌گذاران در نقل و انتقال سود و سرمایه است.



در سال ۱۹۹۴ نیز معاملات سهام در این بورس‌ها به بالاترین سطح خود در سال‌های اخیر رسید و حدود ۱۷ درصد کل معاملات سهام انجام شده در بورس‌های جهان را شامل شد. بورس‌های فعال در این زمینه چین، تایوان، کره جنوبی و ترکیه بودند.

بر اساس گزارش شرکت مالی بین‌المللی IFC، با وجود آنکه بورس‌های سهام نوظهور بسیار پرنوسان است، اما خرید و فروش سهام در آنها به مراتب بیشتر است.

کشورهای صاحب بورس‌های نوظهور برای بهره‌مندی از سرمایه‌گذاری خارجی، تسهیلات ویژه‌ای را ارائه می‌دهند که نبود این تسهیلات در بورس تهران، مانع از فعالیت وسیع آن در این زمینه است.

دستمزدها، فشارهای تورمی تشدید گردد.

اقدام به افزایش نرخ بهره پایه برای مقابله با تورم از هم‌اکنون آغاز شده است و پیش‌بینی می‌شود که در اواخر سال جاری میلادی در اکثر کشورهای صنعتی مدنظر قرار گیرد. همین امر موجب خواهد شد که بازار اوراق قرضه در جهان وارد رکود عمیقی شود و سقوط بورس‌های سهام کشورهای غربی را باعث گردد.

به این ترتیب اکثر کارشناسان اقتصادی غرب و دست‌اندرکاران بورس‌های سهام عقیده دارند که دوران چندساله رونق این بورس‌ها به سررسیده و به‌زودی ارزش سهام در این بازارها در حد قابل‌توجهی کاهش می‌یابد.

اگر چه انتظار نمی‌رود که سقوط ارزش سهام در بورس‌های دیرپا مانند سال‌های ۱۹۷۳ یا ۱۹۸۷ به ۳۰ تا ۴۰ درصد برسد، با این وجود دوران طلایی چند سال اخیر بازارهای سهام به‌ویژه نیویورک و لندن خاتمه یافته و این بورس‌ها در معرض سقوط قرار دارند.

کارشناسان و دست‌اندرکاران بازار سهام بر این باور هستند که با پیش‌بینی سقوط بورس‌های قدیمی توجه اکثر سرمایه‌گذاران به بورس‌های نوظهور جلب شده است.

### ○ استفاده از عوامل بازارساز در کاهش نوسان‌های شدید ارزش سهام در بورس‌های نوظهور و افزایش جاذبه و انگیزه سرمایه‌گذاران خارجی برای حضور در این بازارها مؤثر است.

سرمایه‌گذاران خارجی در سال گذشته میلادی ۲/۶ میلیارد دلار در بورس‌های اروپای مرکزی سرمایه‌گذاری کردند و این روند همچنان ادامه دارد.

سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌های سهام از نظر کارشناسان اقتصادی مزایای زیادی دارد. از جمله آنکه سرمایه‌های کوچک بیشتر جذب بازار سهام نوظهور می‌شوند و لذا مدیریت این‌گونه واحدها در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی (مانند طرح‌های سرمایه‌گذاری مستقیم) قرار نمی‌گیرد. دولت می‌تواند در واگذاری سهام واحدهای تولیدی - صنعتی به سرمایه‌گذاران خارجی، حتی برای سهم ۱۰ درصدی خود سهام ممتاز قایل شود تا در مدیریت آن حرف اول را بزند.

کارشناسان اقتصادی بر این عقیده هستند که یکی از راه‌های عمده برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بورس‌های نوظهور، کاهش دامنه نوسان ارزش سهام در این بورس‌ها می‌باشد زیرا این نوسان‌ها، مخاطرات سرمایه‌گذاری در بورس را افزایش می‌دهد و انگیزه و علاقه سرمایه‌گذاران بین‌المللی به حضور و مشارکت در معاملات بورس‌های نوظهور را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد.

این کارشناسان اعتقاد دارند که استفاده از عوامل بازارساز (شرکت سرمایه‌گذاری فراگیر، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری تخصصی و...) می‌تواند از نوسان‌های شدید ارزش سهام جلوگیری کند و اعتماد به سرمایه‌گذاری در بورس‌های نوظهور را افزایش دهد.

کارشناسان اقتصادی همچنین اظهار می‌دارند که انگیزه برای سرمایه‌گذاری در بورس‌های نوظهور (در شرق آسیا، آمریکای لاتین و خاورمیانه) در حال افزایش است، زیرا که پیش‌بینی‌های متعددی درباره سقوط بازارهای سهام قدیمی شده است.

آنها عقیده دارند که با افزایش میزان رشد اقتصادی جهان و ازدیاد فشارهای تورمی در اقتصاد کشورهای اروپایی و آمریکا، سبب می‌شود که به‌تدریج نرخ بهره در این کشورها افزایش یابد و قبل از آن بورس‌های سهام این کشورها سقوط خواهند کرد.

### ○ معاملات سهام در بورس‌های نوظهور جهان در سال ۱۹۹۶ به ۱/۶ تریلیون دلار رسید و بورس‌های چین، تایوان، کره جنوبی و ترکیه در این زمینه فعال‌تر از سایر بورس‌ها بودند.

اقتصاد کشورهای غربی اینک دوران انبساطی خود را طی کرده‌اند و نخستین پیش‌بینی‌ها در مورد کارکرد اقتصادی یک سال آینده کشورهای صنعتی نشان می‌دهد که اقتصاد آنها گشایش بیشتری خواهد یافت، اما این رشد با افزایش میزان تورم همراه خواهد بود.

اقتصاددان‌های غربی پیش‌بینی کرده‌اند که اقتصاد جهانی در سال میلادی جاری و آینده در حدود ۴ درصد رشد خواهد داشت. انتظار می‌رود که ظرفیت اضافی تولید در کشورهای صنعتی به‌تدریج از بین برود و با افزایش قیمت‌ها و



جذب سرمایه‌گذاری خارجی در این بورس‌ها می‌باشد. به‌تازگی کره جنوبی برای تقویت منابع مالی بورس این کشور، محدودیت‌های خود را به روی شرکت‌های خارجی از جمله مؤسسه‌های آمریکایی کاهش داد. کره قصد دارد محدودیت سرمایه‌گذاران خارجی برای در اختیار داشتن سهام اکثر شرکت‌های کره‌ای را از ۲۰ درصد به ۲۲ درصد برساند. دولت کره سقف تعیین‌شده برای سهم مجاز سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های کره‌ای را از ۵ درصد به ۶ درصد افزایش داد. این اقدام که از اول ماه مه ۱۹۹۷ به اجرا درآمد برای تقویت منابع مالی بورس سنئول صورت گرفت. امارات نیز با اجازه دادن به خارجی‌های مقیم این کشور برای دادوستد غیرمستقیم و محدود سهام، گام تازه‌ای برای تقویت فعالیت بورس این کشور برداشت.

محافل مالی این اقدام امارات را سرآغاز سرمایه‌گذاری خارجی در بازار سهام این کشور که در انحصار شهروندان اماراتی بود، تلقی کرده‌اند. این اقدام جدید به وسیله یک صندوق سهام که توسط بانک امارات ایجاد شده است، اجرا می‌شود. صندوق سهام امارات با ۸ میلیون دلار سرمایه اولیه، به سرمایه‌گذاری در سهام داخلی می‌پردازد. خارجی‌های مقیم امارات می‌توانند از طریق بانک‌ها و با شرایط معین در بازار سهام تا سقف حداکثر ۲۰ درصد به دادوستد بپردازند. آنها می‌توانند ۲۷۰۰ تا ۱۲۵۰۰۰ دلار در بازار سهام محلی سرمایه‌گذاری کنند.

اما کارشناسان بر این نکته توجه دارند که دو عامل مانع از جذب سرمایه‌های خارجی در برخی بازارهای نوظهور می‌باشد. اول قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری در بورس که در اغلب کشورهای در حال توسعه موانعی را پیش روی سرمایه‌گذاران می‌گذارد و فاقد جاذبه‌های کافی برای این گروه می‌باشد. دوم آنکه مخاطرات زیاد سرمایه‌گذاری در بورس‌های نوظهور که از نوسان‌های شدید ارزش سهام ناشی می‌شود.

آنها معتقدند که با به‌کارگیری ابزارهای نوین مانند بازارسازها می‌توان از شدت و وسعت نوسان‌های ارزش سهام تا حد قابل توجهی جلوگیری کرد، اما دولت‌ها باید در تنظیم قوانین و مقررات برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی تجدیدنظر نمایند.

کارشناسان اقتصادی اعتقاد دارند که بازارهای سهام در خاورمیانه از سوددهی مناسبی برخوردارند که می‌تواند سرمایه‌گذاران خارجی را جذب کند. اما اکثر این بازارها به روی سرمایه‌گذاران بسته هستند.

برخی کارشناسان به موضوع ارتباط بورس‌های سهام در سطح فزاینده و بین‌المللی اشاره می‌کنند و می‌گویند این ارتباط سبب می‌شود که سهام قابل‌واگذاری نه‌تنها در بورس محلی بلکه در سایر بورس‌های جهان عرضه شود.

آنها معتقد هستند که ارتباط میان بورس‌های نوظهور با بازار جهانی سهام بسیار محدود است و همین امر مانع از

۱۹۹۶ معادل ۵۵/۶ درصد بیش از آغاز این سال بود که برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی قابل‌تعمق و دارای جاذبه تلقی می‌شود.

البته رکود حاکم بر فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در یک سال اخیر از نظر بسیاری از دست‌اندرکاران بورس قابل توجه می‌باشد. آنها می‌گویند باید عوامل این رکود بررسی و تلاش شود که از بین بروند.

برخی دست‌اندرکاران بورس با اشاره به آزادی سرمایه‌گذاری خارجی در بورس اوراق بهادار تهران (طبق ضوابط خاص) می‌گویند: برای کاهش نوسان‌های ارزش سهام در بورس تهران باید عوامل بازارساز، ثبات اقتصادی، نظارت بر تشکیل و فعالیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مقابله با فشارهای تورمی و... مدنظر قرار گیرند.

آنها معتقد هستند که گشودن بازار بورس ایران به روی سرمایه‌گذاران خارجی تنها در شرایطی به واقعیت مبدل می‌شود که مقررات خروج سرمایه و سود ناشی از سرمایه‌گذاری در بورس متفاوت از نظام کنونی باشد و انگیزه‌های قوی‌تری را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کند.

یک کارشناس بورس معتقد است که مکانیزم اوراق بهادار می‌تواند مسأله کمبود نقدینگی و مشکلات ارزی برخی واحدهای تولیدی از جمله صنایع پذیرفته شده در بورس را حل کند.

وی می‌گوید: عرضه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به خارجی‌های مقیم ایران به دلار، منابع ارزی جدیدی را برای این شرکت‌ها می‌تواند فراهم سازد، مشروط بر آنکه مقررات واگذاری سهام به خارجی‌ها به گونه‌ای باشد که آنها بتوانند سود حاصل از سرمایه‌گذاری خود در بورس را با ارزهای معتبر از کشور خارج کنند.

وی معتقد است که می‌توان تا ۲۰ درصد سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را به صورت دلاری به سرمایه‌گذاران خارجی (به ویژه خارجی‌های مقیم ایران) عرضه کرد. این اقدام می‌تواند در بهبود کارآیی واحدهای مذکور، نوسازی این واحدها و اجرای طرح‌های توسعه‌ای آنها، مؤثر باشد.

○ افزایش نرخ بهره پایه در کشورهای صنعتی به منظور مقابله با فشارهای تورمی، سبب می‌شود که بورس‌های این کشورها وارد دوره رکود عمیقی شوند.

ارزش بازار سهام غیررسمی امارات حدود ۱۷/۵ میلیارد دلار است که ۴۹ درصد آن به بخش بانکی، ۲۲ درصد به بخش خدمات و ۷ درصد به بخش بیمه تعلق دارد. البته در حال حاضر در امارات بازار بورس رسمی سهام وجود ندارد. اما از دو سال پیش کمیته‌ای برای تأسیس این بازار مأمور شده است و در حال حاضر مراحل نهایی آن طی می‌شود.

○ جذب سرمایه‌های کوچک خارجی از طریق گشایش بازارهای سهام نوظهور به روی سرمایه‌گذاران خارجی، مزایای بسیاری دارد که از آن جمله حفظ قدرت مدیریت ملی بر واحدهای واگذارکننده سهام می‌باشد.

بانکداران می‌گویند گشایش بازارهای سهام در کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس زمینه سرمایه‌گذاری خارجی‌های مقیم این کشورها را فراهم می‌کند. آنها که حدود دو سوم جمعیت کشورهای مورد بحث را تشکیل می‌دهند، در حال حاضر اندوخته‌های ارزی خود را به خارج منتقل می‌کنند.

اشاره به این موارد از آن جهت صورت گرفت که در منطقه خاورمیانه و شرق آسیا، بورس‌های نوظهور در حال تجهیز فعالیت و تلاش خود برای جذب سرمایه‌گذاران خارجی می‌باشند. مسلماً گشایش این بازارها به روی سرمایه‌گذاران خارجی که بورس‌های نوظهور را محلی برای کسب سود می‌پندارند و نسبت به آنها تمایل زیادی دارند، حرکت سرمایه‌گذاری جدیدی را به دنبال دارد که می‌توان از آن برای رونق بورس اوراق بهادار تهران نیز با تمهیداتی بهره گرفت.

بورس اوراق بهادار تهران با وجود رکود نسبی که از اواسط سال گذشته با آن روبه‌رو شد، دومین بورس پررونق خاورمیانه در سال ۱۹۹۶ بود.

شاخص کل قیمت سهام بورس تهران در پایان سال