

تحلیل محدودیت‌های تقنینی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در ایران و آثار آن بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی

جعفر نظام‌الملکی*

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۲۶ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۷/۲۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۰/۰۷

چکیده

در تمام مدل‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی، به موازات سرمایه‌گذاری پورتفولیو، البته در سطحی کمتر، روش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز اعمال می‌شود. با وجود آنکه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۰ بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متمرکز است، قانون مذکور، آیین‌نامه اجرایی آن و سایر مقررات مرتبط دارای محدودیت‌های چندی در این زمینه است که درخصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی نیز صدق می‌نماید. مسئله تحقیق حاضر شناسایی محدودیت‌های تقنینی احتمالی در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، که می‌توانند به‌طور جدی بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی مؤثر واقع شوند، و تحلیل و ارزیابی آثار مذکور است. بر مبنای نتایج تحقیق حاضر در ارتباط با درآمدهای صادراتی صندوق ثروت حاکمیتی در غالب موارد، که منشأ معاملاتی و محل پرداخت آنها خارج از کشورند، سرمایه‌گذاری درآمدهای مذکور در داخل کشور سرمایه با منشأ خارجی تلقی می‌گردد. با توجه به آثار شرایط و محدودیت‌های انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری، اعمال آنها درخصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی دشوار و غیرممکن بوده و اصلاح مقررات در این زمینه ضروری است. در ارتباط با محدودیت در تملک اموال غیرمنقول درخصوص صندوق‌های مذکور اصل منع تملک اموال غیرمنقول در حقوق موضوعه ایران مانعی جزئی بوده و صرفاً نسبت به سرمایه‌گذاری در اموال غیرمنقول و همچنین زیرساخت‌های نیروگاهی و انرژی است. در پایان نیز توصیه‌هایی برای اصلاح مقررات و رویه اجرایی پیشنهاد گردیده است.

کلیدواژه‌ها:

محدودیت‌ها، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، آثار، صندوق ثروت حاکمیتی، حقوق ایران.

* دانش‌آموخته دکتری، دانشکده حقوق، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

nezamolmolki.j@ut.ac.ir



Copyright: ©2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

مقدمه

درآمدهای ناشی از منابع طبیعی همواره نتوانسته است زمینه‌ساز توسعه اقتصادی کشور صاحب منابع نفتی باشد؛ لذا مدیریت بهینه این نوع درآمدها امری ضروری است. ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی راهکاری معمول در این زمینه و به‌منظور دستیابی به نسبت و همبستگی مثبت بین درآمدهای ناشی از این منابع و سطح توسعه اقتصادی است.

صندوق‌های ثروت حاکمیتی صندوق‌ها و ترتیبات سرمایه‌گذاری هستند که توسط دولت برای اهداف کلان اقتصادی ایجاد می‌شوند. امروزه مزایا و عملکرد کارآمد صندوق‌های مذکور موجب پذیرش و ایجاد فراگیر آنها در کشورهای مختلف، به‌ویژه صاحبان منابع نفتی، شده است. این نوع صندوق‌ها دارایی‌ها را برای اهداف مالی حفظ، مدیریت یا اداره می‌نمایند و مجموعه‌ای از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، که شامل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی خارجی می‌شود، را به کار می‌گیرند.^۱

از منظر مفهومی چنان‌که کمیسیون اتحادیه اروپا در سند «یک رویکرد اروپایی مشترک نسبت به صندوق ثروت حاکمیتی»^۲ تصریح نموده، قلمرو سرمایه‌گذاری در صندوق‌های مذکور سرمایه‌گذاری مستقیم و غیرمستقیم خارجی، هر دو را دربرمی‌گیرد.^۳ بر مبنای مدل‌های سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری غیرمستقیم یا پورتفولیو شیوه غالب سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌هاست؛ باوجوداین، سرمایه‌گذاری در املاک و زیرساخت‌های انرژی تجدیدپذیر و همچنین سایر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز در عملکرد سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها، البته در سطحی کمتر و در قلمروی محدودتر، مرسوم است.

مطابق رویکرد غالب در نظام پولی و مالی بین‌المللی و اسناد صندوق بین‌المللی پول، از سال‌های ابتدایی ایجاد نظام حقوق بین‌الملل سرمایه‌گذاری^۴ تا به امروز^۵ و به‌تبع در اسناد سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نوعی سرمایه‌گذاری فرامرزی است که توسط اشخاص

1. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, **Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”**, The International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), October 2008, p. 27.

2. A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds.

3. Commission of the European Communities, **A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds**, Brussels, 27.2.2008 COM(2008) 115 final, p. 3.

۴. پیران، حسین، **مسائل حقوقی سرمایه‌گذاری بین‌المللی**، تهران: کتابخانه گنج دانش، ۱۳۸۹، ص. ۲۱.

5. IMF Committee on Balance of Payments Statistics, **D.10 Defining the Boundaries of Direct Investment**, International Monetary Fund, 2022, p.3.

مقیم در یک نظام اقتصادی، با هدف برقراری علاقه پایدار در یک مؤسسه اقتصادی (مؤسسه سرمایه گذاری مستقیم)، که در نظام اقتصادی دیگر غیر از نظام اقتصادی متبوع سرمایه‌گذار مستقیم مقیم است، به عمل می‌آید.^۱

حجم و اهمیت سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی از یک سو و سیاست جذب سرمایه خارجی و ترجیحات توسعه‌ای کشور در این زمینه از سوی دیگر آسیب شناسی حقوق موضوعه ایران و شناسایی محدودیت‌های تقنینی سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران را، البته با رویکردی محتاطانه و با لحاظ منافع ملی، ضروری می‌نماید تا در نهایت با ارائه سازوکارهای کارآمد امکان خنثی کردن آثار منفی محدودیت‌های توجیه‌ناپذیر و حذف تدریجی این موانع توسعه سرمایه‌گذاری خارجی فراهم آید. آنچه رسالت نگارنده در پژوهش حاضر است.

در حقوق ایران قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، به‌ویژه بر مبنای توصیف قلمرو قانون در ماده ۳ آن، بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متمرکز بوده و تصریحی بر سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی ندارد.^۲ در این میان در حقوق موضوعه ایران برخی محدودیت‌های تقنینی در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود دارد که بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی در کشورمان نیز مؤثر است.

سؤالات اصلی مقاله حاضر اینهاست که محدودیت‌های تقنینی احتمالی در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی که می‌توانند به‌طور جدی بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی مؤثر واقع شوند چیست؟ و آثار محدودیت‌های مذکور بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی چگونه است؟ فرضیه نگارنده نیز این است که محدودیت ناشی از شرط سرمایه با منشأ خارجی، محدودیت در انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی و در نهایت محدودیت در تملک اموال غیرمنقول مهمترین محدودیت‌های اختصاصی در این زمینه‌اند. در ارتباط با آثار محدودیت‌های مذکور نیز، جز درخصوص محدودیت در تملک اموال غیرمنقول، که با ترجیحات اقتصادی و توسعه‌ای کشور همسو است، سایر محدودیت‌ها دارای برخی ابهامات تقنینی و یا توجیه‌ناپذیر بوده و اصلاح مقررات در این زمینه ضروری است. در راستای پرداختن به این سؤالات، پس از واکاوی پیشینه و ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی، به تبیین مدل

1. The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), **Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments the OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment**, 2020, p. 20.

۲. شیروی، عبدالحسین، **حقوق تجارت بین‌الملل**، ج. ۱۱، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، ۱۳۹۸، ص. ۵۱۰؛ حاتمی، علی و اسماعیل کریمیان، **حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو قانون و قراردادهای سرمایه‌گذاری**، ج. ۲، تهران: انتشارات تیسرا، ۱۳۹۴، ص. ۲۶۸.

های سرمایه‌گذاری صندوق‌های مذکور و جایگاه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در آن می‌پردازیم. در بخش سوم مقاله نیز محدودیت‌های تقنینی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران را تحلیل و ارزیابی می‌نماییم.

۱. واکاوی پیشینه و ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی

۱.۱. مروری بر پیشینه صندوق ثروت حاکمیتی و اصول حاکم بر آن

نخستین صندوق ثروت حاکمیتی، در مفهوم امروزی آن، صندوق ثروت حاکمیتی کشور کویت، موسوم به سازمان سرمایه‌گذاری کویت، تأسیس ۱۹۵۳ میلادی است.^۱ پس از آن صندوق‌های ثروت حاکمیتی متعددی ایجاد و تأسیس شدند؛ تا آنجا که مطابق آمار تا سال ۲۰۱۴ حدود ۷۱ صندوق ثروت حاکمیتی با حجم سرمایه شش تریلیون و ششصد و پنجاه هزار دلار وجود داشته^۲ و مطابق گزارش مؤسسه دانشگاهی امپرسا اسپانیا، این تعداد در سال ۲۰۲۳ به حدود ۱۰۰ صندوق با حجم سرمایه یازده تریلیون و پانصد و شصت هزار دلار آمریکا افزایش یافته است.^۳

صرف‌نظر از ایجاد صندوق‌های ثروت حاکمیتی در کشورهای مختلف، تحول اساسی دیگر در زمینه صندوق‌های مذکور ایجاد کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی بود که خود زمینه‌ساز دو تحول اساسی دیگر، یعنی تدوین اصول سانتیاگو و همچنین ایجاد انجمن بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، شد.^۴ هدف اولیه از تأسیس کارگروه مذکور تدوین اصول و رویه‌های حاکم و مورد پذیرش عمومی بر صندوق‌های ثروت حاکمیتی، در زمینه ساختار نهادی و چارچوب‌های مدیریت ریسک، بود. در واقع امر اصول مذکور، اصولی داوطلبانه بود که به‌درستی اهداف و رویه‌های صندوق‌های ثروت حاکمیتی را منعکس می‌کرد. در نهایت در اکتبر ۲۰۰۸ کارگروه مذکور و صندوق بین‌المللی پول اصول موردنظر را در غالب ۲۴ اصل تدوین و در شهر سانتیاگو در کشور شیلی برای نخستین بار ارائه نمود؛ به همین دلیل به «اصول سانتیاگو» موسوم شدند.

1. Lyons, Gerard, "State Capitalism: The Rise of Sovereign Wealth Funds", *Law and Business Review of the Americas*, Vol. 14, No. 1, Winter 2008, p 1 and S. Das, Udaibir and Mazarei, Adnan and Van Der Hoorn, Han, *Economics of Sovereign Wealth Funds, Issues for Policymaker*, International Monetary Fund, 2010, p. 4.

2. Alhashel, Bader, "Sovereign Wealth Funds: A Literature Review", *Journal of Economics and Business*, Vol. 78, 2015, p. 2.

3. IE University Center for Governance of Change, *Op.Cit.*, pp. 64-69.

۴. در این زمینه به آدرس اینترنتی ذیل در سایت انجمن بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی مراجعه نمایید:

<https://www.ifswf.org/about-us>

5. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Op.Cit.*, p. 1.

۱.۲. جستاری بر ماهیت صندوق ثروت حاکمیتی

صندوق بین‌المللی پول صندوق‌های مذکور را به معنای صندوق‌های سرمایه‌گذاری خاصی که توسط دولت‌ها ایجاد شده و یا در مالکیت آنها بوده تا دارایی‌های خارجی را برای اهداف بلندمدت حفظ نماید دانسته است.^۱ کمیسیون اتحادیه اروپا نیز در مقدمه سند «یک رویکرد اروپایی مشترک نسبت به صندوق ثروت حاکمیتی»^۲ آن را به عنوان ابزارهای سرمایه‌گذاری در مالکیت دولت، که به مدیریت دارایی‌های مالی پورتفولیو داخلی و خارجی می‌پردازد، تعریف کرده است.^۳

کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، صندوق‌های مذکور را به عنوان صندوق‌ها و ترتیبات سرمایه‌گذاری با اهداف خاص، که در مالکیت دولت هستند، تعریف می‌کند. کارگروه مذکور تأکید دارد که این صندوق‌ها توسط دولت برای اهداف کلان اقتصادی ایجاد می‌شوند. در این راستا، صندوق‌های ثروت حاکمیتی دارایی‌ها را برای اهداف مالی حفظ، مدیریت یا اداره می‌کنند و مجموعه‌ای از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، که شامل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی خارجی می‌شود، را به کار می‌گیرند.^۴

تعریف ارائه شده توسط کارگروه بین‌المللی صندوق‌های ثروت حاکمیتی، در مقایسه با سایر تعاریف ذکر شده، ترجیح و اولویت می‌یابد؛ زیرا این تعریف به طور هم‌زمان بر ساختار صندوق، که تحت مالکیت دولت است، و همچنین اهداف خاص آن تأکید دارد. همچنین تعریف مذکور با اشاره عام به استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و عدم محدودیت سرمایه‌گذاری صرفاً در دارایی‌های مالی خارجی، می‌تواند در سطح گسترده‌تری مورد استناد قرار گیرد و پذیرش بیشتری در نظام‌های مالی و حقوقی مختلف داشته باشد. با وجود این، در خصوص این تعریف نیز برخی ابهامات و نقائص احتمالی مطرح است. از یک سو در این تعریف روش مدیریت صندوق از منظر نقش و جایگاه دولت تعیین نشده است؛ مؤلفه‌ای که خود استقلال یا عدم استقلال مدیریتی صندوق از دولت را تعیین می‌کند. علاوه بر این، در مباحث اجرایی و حقوقی موضوعات مهمی مانند مالکیت منابع صندوق، قابلیت برداشت دولت از این منابع، دعاوی سرمایه‌گذاری خارجی در ایکسید، و مقررات محدودکننده دعاوی بین‌المللی دولت نیز در گرو تعیین استقلال یا عدم استقلال شخصیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی است.

1. *Ibid.*, p. 45.

2. A Common European Approach to Sovereign Wealth Funds

3. Commission of the European Communities, *Op. Cit.*, p. 2.

4. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Op. Cit.*, p. 27.

البته باتوجه به اختلاف نظرهای موجود به نظر می‌رسد که تلاش برای ارائه تعریفی با قابلیت پذیرش فراگیر، دلیل اصلی عدم ورود به این جزئیات بوده است. چنان که در اصول سانتیاگو نیز چنین رویکردی اتخاذ شده است. کارگروه مذکور در اینجا ضمن شناسایی اشکال مختلف فوق در نهایت تأکید می‌کند: «مشروط به فقدان نقص در چارچوب قانونی کلی، هر یک از این ساختارها می‌تواند الزامات مورد نظر در این اصول را محقق نماید».^۱ بر این اساس، از منظر ماهوی، تفاوتی میان صندوق‌های ثروت حاکمیتی دارای شخصیت حقوقی مستقل و صندوق‌های فاقد شخصیت حقوقی مستقل و صندوق‌هایی که مستقیماً توسط دولت اداره می‌شوند و صندوق‌های دارای استقلال مدیریتی از دولت وجود ندارد؛ لذا در نهایت امر نمی‌توان عدم اشاره به این موارد را در تعریف صندوق ثروت حاکمیتی از نقایص آن دانست. بر مبنای مراتب فوق اکنون می‌توان تعریف جامعی برای این صندوق‌ها ارائه داد:

«صندوق‌ها و ترتیبات سرمایه‌گذاری، که، به صورت مستقیم و یا با واسطه، متعلق به دولت متبوع خویش و همچنین تحت نظارت آن هستند، و با عملیات سرمایه‌گذاری نسبت به منابع مالی تأمین شده از سوی دولت مذکور، در چارچوب مدل‌ها و یا استراتژی‌های تعیین شده از سوی آن، در قالب سرمایه‌گذاری مستقیم یا غیرمستقیم، و در قلمرو داخلی و یا خارجی، اهداف عمومی و یا کلان اقتصادی مورد نظر آن دولت را محقق می‌نمایند».

۲. مدل‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی و جایگاه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در آن

گاه مطالعات با عنوان استراتژی‌های سرمایه‌گذاری،^۲ درصدد پاسخ به این پرسش اساسی برآمده‌اند که آیا سرمایه‌گذاری‌های صندوق‌های ثروت حاکمیتی برگرفته از انگیزه‌های سیاسی و اقتصادی و به موازات آن نگرانی‌ها در زمینه اهداف صنایع استراتژیک است که با امنیت ملی پیوند قوی دارد یا خیر؟^۳ و گاه بر مبنای روش تخصیص دارایی‌ها به مطالعه و ارزیابی صندوق‌های ثروت حاکمیتی پرداخته‌اند.^۴ در این میان به نظر می‌رسد رویکرد دوم، که روش‌های تخصیص دارایی را ارزیابی می‌نماید، از منظر روش‌ها و مدل‌های سرمایه‌گذاری نتایج کارآمدتر و مطلوب‌تری را به همراه دارد؛ زیرا، از یک سو کشف انگیزه‌های

1. *Ibid*, p. 11.

2. Investment Strategies.

3. Alhashel, Bader, *Op.Cit*, p. 7.

4. Sharma, Rajiv, "Sovereign Wealth Funds Investment In Sustainable Development Sectors", 2017, p. 6.

سیاسی و اقتصادی و نگرانی‌های مرتبط با امنیت ملی امری دشوار است و ازسوی دیگر بیشتر با مبانی و اهداف سرمایه‌گذاری ارتباط می‌یابد تا مدل‌ها و استراتژی‌های آن.

بر مبنای توضیحات فوق در ادامه به بیان مدل‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی از منظر تخصیص دارایی‌ها می‌پردازیم:

۲.۱. مدل نروژ^۱

این مدل مبتنی بر استراتژی اولویت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های بازار عمومی سستی، اعم از سهام و سرمایه‌گذاری‌های دارای درآمد ثابت، همچون اوراق قرضه دولتی و نهادهای وابسته به دولت و اوراق بهادار شرکت‌هاست. این مدل معمولاً ناظر بر روش ترکیبی سستی شامل ۵۰ یا ۶۰ درصد سرمایه‌گذاری در سهام و حسب مورد به ترتیب ۵۰ یا ۴۰ درصد سرمایه‌گذاری‌های دارای درآمد ثابت همچون اوراق قرضه دولتی و نهادهای وابسته به دولت و اوراق بهادار شرکت‌هاست.^۲ این چنین جنبه غالب در مدل نروژی سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی است؛ البته در عمل صندوق بازنشستگی دولتی-جهانی نروژ، در حوزه املاک و زیرساخت‌های انرژی تجدیدپذیر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز نموده و می‌تواند تا ۷ درصد از منابع مالی خویش را در حوزه اموال غیرمنقول و تا ۲ درصد از منابع مالی خویش را در حوزه زیرساخت‌های انرژی تجدیدپذیر سرمایه‌گذاری نماید.^۳

۲.۲. مدل ییل یا وقف^۴

مدل ییل یا وقف یکی از مدل‌های سرمایه‌گذاری بوده که در سطح وسیعی توسط سرمایه‌گذاران نهادی، همچون صندوق‌های بازنشستگی^۵، موقوفات دانشگاهی^۶ و صندوق‌های ثروت حاکمیتی مورد استفاده واقع می‌گردد.^۷ این مدل شامل سرمایه‌گذاری پورتفولیو خطرپذیر در انواع دارایی بازار خصوصی، همچون سهام بخش خصوصی، اموال غیرمنقول، زیرساخت‌ها و صندوق‌های پوشش ریسک است که تحت مدیریت خارجی هستند. در اینجا مدیران خارجی بیشتر مسئولیت سرمایه‌گذاری‌ها را بر عهده

1. Norway Model.

2. Sharma, Rajiv, *Ibid*.

3. Norges Bank Investment Management, **Norges Bank Investment Management Strategy 25**, Norges Bank Investment Management, 2022, p. 10.

4. Yale or Endowment Model.

5. Institutional Investor.

6. University Endowment.

7. G. Dimmock, Stephen and Wang, Neng and Yang, Jinqiang, "The Endowment Model and Modern Portfolio Theory", *Management Science*, Vol. 70, No. 3, March 2024, p. 1554.

می‌گیرند. بر این اساس مدل مذکور به دلیل کارمزدهای بالای شرکت‌های مدیریت دارایی بسیار هزینه بردار بوده و مبتنی بر اولویت و ترجیح بهره مندی از مدیران خارجی، البته با عملکرد مطلوب است.^۱ از مهم‌ترین صندوق‌های ثروت حاکمیتی که از این مدل سرمایه‌گذاری استفاده می‌نمایند می‌توان شرکت سرمایه‌گذاری چین^۲ را نام برد.^۳

سرمایه‌گذاری در املاک و زیرساخت‌ها در این مدل سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نیز دربرمی‌گیرد.

۲.۳. مدل کانادایی^۴

این مدل توسط سرمایه‌گذاران وسیع و پیچیده صندوق‌های بازنشستگی در کشور کانادا به کار گرفته شده است. ویژگی مدل کانادایی تخصیص غالب و بیشتر منابع داخلی به سرمایه‌گذاری‌های مستقیمی که در حد وسیعی منبع یابی شده در حوزه دارایی‌های واقعی مانند زیرساخت‌ها و املاک است. این مدل سرمایه‌گذاری مشابه مدل ییل یا وقف بر این ایده استوار است که سرمایه‌گذاری خطرپذیر در دارایی‌های خصوصی و غیرنقدشونده سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد تا با دقت بیشتری از گرایش‌های اصلی اقتصاد جهانی بهره‌برند.^۵ عامل تقویت و نیروی محرکه این مدل توانایی استخدام کارکنان متخصص داخلی برای اجرای برنامه سرمایه‌گذاری به شکلی مقرون به صرفه‌تر از استفاده از مدیران خارجی است.^۶

۲.۴. مدل مشارکتی^۷

این مدل، که تلفیقی از مدل ییل و مدل کانادایی است، در سال‌های اخیر ایجاد شده است.^۸ در مدل مذکور سرمایه‌گذاری در بازار خصوصی در دارایی‌هایی همچون زیرساخت‌ها و پروژه‌های توسعه‌ای با یک نوع استراتژی سرمایه‌گذاری بلندمدت صورت می‌گیرد. در استراتژی مذکور سرمایه‌گذاری مستقیم مقرون به صرفه‌ترین شکل سرمایه‌گذاری بوده و نیازمند مدیران سرمایه‌گذاری خارجی به عنوان جایگزین است و درعین حال نظام حاکمیتی و مدیریتی را برای همسویی بیشتر نیازمند به باز تعریف می‌داند. این

1. Sharma, Rajiv, *Ibid*.

2. China Investment Corporation (CIC) 2007.

3. A. Alsweillem, Khalid et al, **A Comparative Study of Sovereign Investor Models: Sovereign Fund Profiles**, A Joint Report by The Center for International Development Harvard Kennedy School The Belfer Center for Science and International Affairs Harvard Kennedy School, p. 34.

4. Canadian Model.

5. Singh Bachhe, Jagdeep and Monk, Ashby and Sharma, Rajiv, "From Theory to Practice: The Collaborative Model for Investing in Innovation and Energy", 2017, p. 79.

6. *Ibid*.

7. Collaborative Model

8. *Ibid*, p. 80.

مدل شامل ابزارها و پلتفرم‌هایی می‌شود که صندوق‌های ثروت حاکمیتی، به‌عنوان هم‌تراز و هم‌تراز، به منظور سرمایه‌گذاری با بهره‌وری بیشتر در دارایی‌های بلندمدت و همچنین نزدیک شدن هرچه بیشتر به روش سرمایه‌گذاری مستقیم در بین خودشان به کار می‌گیرند.

مدل مشارکتی در مشارکت‌های سرمایه‌گذاری که صندوق‌های ثروت حاکمیتی با یکدیگر صورت می‌دهند و همچنین در توسعه ترتیبات هماهنگ‌تر با دارایی‌های موضوع مدیریت مشترک ایشان مورد استفاده قرار می‌گیرد.^۱

۲.۵. مدل ترکیبی (مدل اتخاذی در عمل)

صندوق‌های ثروت حاکمیتی در عمل برای سرمایه‌گذاری انواع دارایی‌ها بر مبنای ویژگی‌های خود معمولاً ترکیبی از مدل‌های فوق را مورد استفاده قرار می‌دهند^۲ که در اینجا آن را مدل ترکیبی نامیدیم. این چنین باید اذعان نمود که در هریک از مدل‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به‌موازات سرمایه‌گذاری پورتفولیو، البته در سطحی کمتر، شایع و مرسوم است.

۳. محدودیت‌های تقنینی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران

در اینجا نخست به شناسایی محدودیت‌های تقنینی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، که می‌توانند به طور جدی بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی در ایران مؤثر واقع شوند، و سپس به تحلیل و ارزیابی مصادیق محدودیت‌های شناسایی شده در این زمینه می‌پردازیم:

۳.۱. شناسایی محدودیت‌های تقنینی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی

مطابق مطالعات نگارنده، چالش‌ها و موانع این حوزه شامل ابهام در ماهیت و قالب حقوقی صندوق‌های ثروت حاکمیتی در نظام حقوقی ایران به‌طور کلی، محدودیت ناشی از شرط سرمایه با منشأ خارجی، محدودیت در انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی و در نهایت محدودیت در تملک اموال غیرمنقول است.

1. Sharma, Rajiv, *Op.Cit.*, pp. 6 & 7.

2. *Ibid.*, p 7.

در این میان محدودیت نخست ماهیت کلی داشته و فراتر از حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی ناشی از فقدان شناسایی مستقیم این نهاد مرسوم مالی در دنیا در مقررات حوزه سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین ابهام در ماهیت حقوقی حساب ذخیره ارزی و صندوق توسعه ملی، به عنوان مصادیق قابل انطباق با مفهوم و ماهیت حقوقی صندوق ثروت حاکمیتی در نظام حقوقی کشورمان است. بنابراین، نمی‌توان این محدودیت را از محدودیت‌های اختصاصی در حوزه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی دانست.

سایر محدودیت‌ها، به شرحی که خواهد آمد، متکی بر قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی مصوب ۱۳۸۰ است. این قانون، به‌ویژه بر مبنای توصیف قلمرو آن در ماده ۳، بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی متمرکز است و تصریحی بر سرمایه‌گذاری غیرمستقیم خارجی ندارد. تا آنجا که می‌توان گفت تمام سرمایه‌گذاری‌های موضوع قانون مذکور، اعم آنچه در بند «الف» ماده ۳ تحت عنوان «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» و آنچه در بند «ب» همین ماده تحت عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب ترتیبات قراردادی»، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقابل سرمایه‌گذاری پرتفولیو محسوب می‌شود.^۱ بنابراین محدودیت‌های مذکور از زمره محدودیت‌های تقنینی اختصاصی در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی تلقی می‌گردد، که در ادامه به تحلیل و ارزیابی آنها خواهیم پرداخت.

باید خاطرنشان نمود تلقی محدودیت در اینجا ناظر بر محدودیت‌های متعارف استاندارد در حوزه الزامات اولیه و جاری سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، همچون اخذ مجوز اولیه، نیست؛ چه اینکه به باور نویسنده اساساً تعبیر و تلقی محدودیت، که دارای بار منفی و همراه با آثار مخرب است، در ارتباط با این شرایط نادرست و غیرممکن می‌نماید.

۳.۲. واکاوی محدودیت‌های تقنینی مؤثر بر سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی خارجی

۳.۲.۱. محدودیت ناشی از شرط سرمایه با منشأ خارجی

در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی رویکرد معامله محور اعمال شده که متکی بر جذب دارایی‌های با منشأ خارجی است.^۲ در این راستا شرط «سرمایه با منشأ خارجی» در تعریف سرمایه‌گذار

۱. شیروی، عبدالحسین، منبع پیشین؛ حاتمی، علی و اسماعیل کریمیان، منبع پیشین.

۲. هنجی، سیدعلی و ابوالفضل استادزاده، «مفهوم «سرمایه‌گذاری خارجی» در قوانین داخلی، معاهدات بین‌المللی سرمایه‌گذاری و آرای دادگاه‌های داوری بین‌المللی»، *مجله تحقیقات حقوقی دانشگاه شهید بهشتی*، ش. ۷۹، مهر ۱۳۹۶، ص. ۱۷.

خارجی در بند ۱ ماده ۱ این قانون به کار رفته که قلمرو آن از ابهامات قانون مذکور است. مطابق بند مذکور، سرمایه‌گذاری خارجی عبارت است از: «اشخاص حقیقی یا حقوقی غیرایرانی و یا ایرانی با استفاده از سرمایه با منشأ خارجی که مجوز سرمایه‌گذاری موضوع ماده (۶) را اخذ نموده باشند».

برخی نویسندگان بر این عقیده‌اند که بخش اخیر بند مذکور درخصوص شرط منشأ خارجی برای سرمایه شامل همه سرمایه‌گذاران، صرف‌نظر از تابعیت سرمایه‌گذار، می‌شود.^۱ این تفسیر با سابقه و تحولات منتهی به تصویب این قانون منافات دارد. توضیح آنکه در طرح اولیه قانون مذکور سرمایه‌گذار خارجی صرفاً اشخاصی را دربرمی‌گرفت که دارای تابعیت خارجی باشند، ولی در پی مذاکرات مفصل نمایندگان مجلس، در راستای استفاده از ظرفیت‌های سرمایه‌ای ایرانیان مقیم خارج از کشور، ماده مزبور اصلاح شد؛ به‌گونه‌ای که این گروه را نیز دربرمی‌گرفت. به‌دنبال اصلاح به‌عمل آمده شورای نگهبان با این استدلال که هدف جلب سرمایه‌های خارج از کشور است، عبارت «ایرانیان مقیم خارج» را مورد ایراد قرار داد و خواستار حذف قید «مقیم خارج» و تبدیل آن به عبارت عام «ایرانیان» شد. در راستای رفع این ایراد در متن نهایی قانون همه اشخاص ایرانی (اعم از ایرانیان مقیم کشور و ایرانیان مقیم خارج از کشور) به شرط داشتن سرمایه با منشأ خارجی مشمول این قانون و حمایت‌ها و امتیازات مقرر در آن شدند.^۲ لذا بر مبنای تحولات مذکور قدر متیقن اینکه نمی‌توان وضعیت سرمایه‌گذاران ایرانی و خارجی را در زمینه شرط سرمایه با منشأ خارجی یکسان و مشابه تلقی کرد و باید قائل بر دیدگاهی بود که قید مذکور را صرفاً ناظر بر ایرانیان می‌داند یا دیدگاهی که علی‌رغم پذیرش ضرورت شرط برای هر دو سرمایه‌گذاران ایرانی و خارجی، از برخی جهات بین ایشان تمایز می‌نهد. در این میان در بدو امر به‌نظر می‌رسد مفاد ماده ۵ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، که صرفاً اشخاص ایرانی را ملزم به ارائه مستندات برای احراز منشأ خارجی سرمایه ایشان دانسته، از میان دو دیدگاه ذکر شده دیدگاه نخست را تأیید و تقویت می‌نماید. باوجود این، باید از این ظاهر گذر کرد و اذعان کرد این همه به‌معنای عدم ضرورت شرط مذکور برای سرمایه‌گذاران خارجی نیست؛ چون اساساً در عملیات و فرایند سرمایه‌گذاری خارجی ما قبل از هرچیز با مفهوم و مؤلفه سرمایه خارجی مواجهیم که جزء ذاتی هر سرمایه‌گذاری خارجی بوده و تصوّر عملیات سرمایه‌گذاری خارجی بدون وجود سرمایه خارجی غیرممکن است. بند ۳ ماده ۱ قانون تشویق در مقام بیان تعریف سرمایه خارجی آن را سرمایه‌ای دانسته که به کشور وارد

۱. آتشی گلستان، مرجان، **شرکت‌های خارجی در حقوق ایران**، تهران: انتشارات بهنامی، ۱۳۸۸، ص. ۲۰.

۲. حاتمی، علی و اسماعیل کریمیان، منبع پیشین، صص. ۳۳ و ۳۴.

می‌شود؛ لذا در نظام حقوقی کشورمان باید ضرورت خارجی بودن منشأ سرمایه را به‌عنوان ویژگی ذاتی عملیات و فرایند سرمایه‌گذاری خارجی و وصف اساسی آن تلقی کرد. بر این اساس، چنان‌که برخی نویسندگان نیز البته با بیانی متفاوت بیان داشته‌اند،^۱ مبنای وضع این مقرره تفاوت در وضعیت اثباتی خارجی بودن منشأ سرمایه بین سرمایه‌گذاران ایرانی و خارجی است، نه آنکه از منظر ثبوتی تفاوتی در ضرورت شرط منشأ سرمایه خارجی بین ایشان وجود داشته باشد. تفاوت مذکور بدین نحو است که درخصوص سرمایه‌گذاران خارجی بر مبنای آنکه سرمایه اشخاص خارجی غالباً دارای منشأ خارجی است، اصل و اماره خارجی بودن سرمایه ایشان وجود داشته و مفروض مقنن است؛ اما در مقابل سرمایه‌گذاران ایرانی، به شرحی که در ماده ۵ آیین‌نامه اجرایی قانون مذکور نیز آمده، باید منشأ خارجی سرمایه خویش را با ارائه مستندات اثبات کنند.

در این میان، شرط مذکور درخصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی، که منشأ منابع مالی آنها غالباً درآمدهای خارجی ایشان، به‌ویژه با اتکا بر درآمدهای عمومی و دولتی در صادرات بوده،^۲ می‌تواند موجب ابهام و حتی محرومیت از ظرفیت سرمایه‌گذاری درآمدهای مذکور در کشورمان شود. همچون آنکه صندوق ثروت حاکمیتی درآمد ناشی از صادرات محصول خارجی توسط دولت خویش را بدون خروج از کشور در ایران سرمایه‌گذاری نماید. در اینجا این سؤال پیش می‌آید که آیا با توجه به اینکه صادرات به ایران رخ داده است، سرمایه با منشأ خارجی محسوب می‌گردد یا خیر؟

به‌طور کلی در اینجا اگر منشأ معاملاتی و محل اجرای تعهد پرداخت، که معمولاً خارج از قلمرو سرزمینی دولت جمهوری اسلامی ایران است، ملاک عمل واقع گردد، سرمایه با منشأ خارجی تلقی می‌گردد؛ چنان‌که ماده ۵ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی نیز در احراز سرمایه با منشأ خارجی ارائه مستندات «مؤید فعالیت‌های اقتصادی و تجاری در خارج از کشور» را الزامی می‌داند. باوجود این، در مقابل عبارت سرمایه با منشأ خارجی دلالت بر ورود سرمایه به کشور از خارج کشور دارد و اگر در مفهوم مضیق تفسیر گردد، موارد ذکر شده را دربر نمی‌گیرد؛ چنان‌که ماده ۶ دستورالعمل اجرایی آیین‌نامه سرمایه‌گذاری خارجی در بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس نیز در اثبات سرمایه با منشأ

۱. همان منبع، ص. ۳۴.

2. International Monetary Fund, **Global Financial Stability Report Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies**, October 2007, pp. 48 - 49; Mezzacapo, Simone, **The So-Called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability, And Prudential Supervision**, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2009, p. 12.

خارجی ایرانیان متقاضی، که مجوز معامله را دریافت نموده، گواهی بانک یا مؤسسه اعتباری ایرانی را که حساب یا حساب‌های مربوط به وجوه سرمایه‌گذاری در آن افتتاح شده، «مبنی بر اینکه سرمایه شخص ایرانی مذکور به‌صورت ارز (یا ریال) از یک شعبه بانکی در خارج از ایران به یکی از حساب‌های بانکی زیر واریز شده باشد» مطرح کرده است.

در مجموع، با لحاظ تفسیری که از ضرورت شرط منشأ خارجی سرمایه به عمل آمد، و اینکه ماده ۶ دستورالعمل ذکر شده صرفاً درخصوص سرمایه‌گذاری خارجی در اوراق بهادار است که دارای وضعیت متفاوتی است، و ماده اخیر گواهی ذکر شده را برای اثبات منشأ خارجی سرمایه کافی می‌داند و نه ضروری، و اثبات شیء نفی ماعدا نمی‌کند، در نهایت با کمی انعطاف در راستای سیاست جذب سرمایه، به‌نظر می‌رسد در ارتباط با درآمدهای صادراتی در غالب موارد که منشأ معاملاتی و محل پرداخت آنها خارج از کشورند، سرمایه‌گذاری درآمدهای مذکور در داخل کشور توسط صندوق ثروت حاکمیتی خارجی، سرمایه با منشأ خارجی تلقی می‌شود. به‌ویژه آنکه اساساً یکی از اهداف اساسی صندوق‌های مذکور عدم ورود درآمدهای صندوق در چرخه ملی و داخلی است.^۱ لذا اساساً تحمیل شرط سرمایه با منشأ خارجی نسبت به درآمدهای صندوق‌های ثروت حاکمیتی در موارد سرمایه‌گذاری مجدد آنها با این هدف اساسی مغایرت دارد و به مانعی جدی برای سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها در کشورمان مبدل می‌شود. در اینجا حاکمیت اصل شفافیت (اصول ۲، ۵، ۱۱، ۲۲، ۱ و ۲۳) و همچنین اصل تبعیت از قوانین دولت میزبان، ازجمله در امور مالی و ارزی در مجموعه اصول سانتیاگو (اصل ۱۵)^۲ مانع از اتخاذ روش‌های منعطف و تعدیل‌گرایی در عمل است. در این وضعیت جز اصلاح قانون برای تعدیل محدودیت تقنینی سازوکار دیگری باقی نمی‌ماند.

۳.۲.۲. محدودیت در انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی

مواد ۱۳ تا ۱۸ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و فصل ششم آیین‌نامه اجرایی قانون مذکور، با عنوان «مقررات خروج سرمایه و عایدات سرمایه‌ای»، به مقررات انتقال اموال مرتبط با سرمایه گذاری، ازجمله محدودیت‌های آن، پرداخته است. در مجموع بر مبنای مفاد مقررات فوق اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از:

1. Dadgar, Yadollah and Zeinab Orooji, "Dutch Disease, Rentier State, and Resource Curse: A Characteristic Triangle and Ultra Challenge in the Iranian Economy", *Iran. Econ. Rev.*, Vol. 24, No. 1, 2020, p. 131.
2. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Op.Cit.*, pp. 14-16.

- اصل سرمایه یا قسمت باقیمانده آن؛
 - سود ناشی از سرمایه‌گذاری؛
 - عایدات سرمایه؛
 - اصل تسهیلات مالی و هزینه‌های مربوطه؛
 - پرداخت‌های قراردادهای فنی، مالکیت صنعتی و مدیریت.
- در ذیل بدواً به تبیین و تحلیل شرایط و محدودیت‌های انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی و سپس به تحلیل آثار این شرایط و محدودیت‌ها بر سرمایه‌گذاری خارجی بر سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی می‌پردازیم:

۳.۲.۲.۱. شرایط و محدودیت‌های تقنینی انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی

مطابق قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن شرایط و محدودیت‌های مذکور عبارت‌اند از:

- پیش‌آگهی سه‌ماهه به هیئت سرمایه‌گذاری خارجی برای انتقال اصل سرمایه و عایدات آن (ماده ۱۳ قانون)؛
 - گزارش مؤسسه حسابرسی عضو جامعه حساب‌رسان رسمی ایران (ماده ۲۲ آیین‌نامه اجرایی قانون)؛
 - انجام کلیه تعهدات و هزینه‌های قانونی (ماده ۱۳ قانون و ماده ۲۲ آیین‌نامه)؛
 - تصویب هیئت سرمایه‌گذاری خارجی و تأیید وزیر امور اقتصادی و دارایی (قسمت اخیر مواد ۱۳ و ۱۴ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و ماده ۲۳ آیین‌نامه اجرایی قانون مذکور).
- گفتنی است، مطابق قسمت اخیر ماده ۲۳ آیین‌نامه اجرایی فوق تصویب و تأیید مذکور در چارچوب گزارش مؤسسه حسابرسی و به میزان مندرج در آن خواهد بود.
- مطابق قسمت اخیر ماده ۱۵ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی شرط تصویب هیئت سرمایه‌گذاری خارجی در انتقال وجوه برای پرداخت اصل تسهیلات مالی و هزینه‌های مربوطه و همچنین پرداخت‌های قراردادهای فنی، مالکیت صنعتی و مدیریت نیز ضروری است.

- **عدم تضمین بازگشت سرمایه و منافع آن توسط دولت، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و بانک‌های دولتی:** مطابق ماده ۱۶ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی یکی دیگر از شروط و محدودیت‌های انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی رعایت مفاد بند «ب»

ماده ۳ این قانون است. این چنین یکی دیگر از شروط انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری آن است که «برگشت سرمایه و منافع حاصله از عملکرد اقتصادی پروژه مورد سرمایه‌گذاری ناشی شود و متکی به تضمین دولت، بانک‌ها یا شرکت‌های دولتی نباشد؛ در غیر این صورت سرمایه‌گذاری مزبور تحت پوشش قانون قرار نگرفته و به تبع آن انتقال اصل و منافع سرمایه و سود این سرمایه‌گذاری نیز در دوره بهره برداری. پس از پایان پروژه، تحت شمول مقررات قانون قرار نخواهد گرفت».^۱ ظاهر ماده ۱۶ صرفاً ناظر بر بند «ب» ماده ۳ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی در زمینه سرمایه‌گذاری در چارچوب ترتیبات قراردادی است و بر این اساس، برخی نویسندگان آن را ناظر بر این نوع سرمایه‌گذاری‌ها دانسته‌اند.^۲ همچنین رویه مذکور در ماده ۱۴ قانون برنامه چهارم توسعه و به تبع جزء ۳ بند الف ماده ۱۲۵ قانون برنامه پنجم توسعه در حوزه قراردادهای سرمایه‌گذاری نفتی در قالب یکی از شروط قراردادهای سرمایه‌گذاری در این زمینه اعمال شده است. به علاوه ماده ۸۲ قانون برنامه پنجم توسعه نیز «اصل عدم تضمین بازگشت تعهدات ایجادشده توسط دولت، بانک مرکزی و بانک‌های دولتی» را در تأمین مالی طرح‌های دستگاه‌های اجرایی بر مبنای روش بیع متقابل اتخاذ و اعمال کرده است. در این میان، به شرحی که پیش از این ذکر شد، تمام سرمایه‌گذاری‌های موضوع قانون تشویق، اعم آنچه در بند «الف» ماده ۳ تحت عنوان «سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی» آمده و آنچه در بند «ب» همین ماده تحت عنوان «سرمایه‌گذاری خارجی در چارچوب ترتیبات قراردادی» ذکر شده، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در مقابل سرمایه‌گذاری پرتفولیو محسوب می‌گردد.^۳ در نتیجه تفاوت ماهوی بین مصادیق مختلف سرمایه‌گذاری‌های مشمول قانون مذکور وجود ندارد. در این وضعیت این ابهام پدید می‌آید که آیا شرط و محدودیت عدم تضمین بازگشت سرمایه و منافع آن توسط دولت، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و بانک‌های دولتی صرفاً در ترتیبات قراردادی موضوع بند «ب» ماده ۳ قانون مذکور اعمال می‌گردد یا در سایر اشکال سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی مشمول قانون مذکور نیز اتخاذ می‌شود؟

به نظر می‌رسد درحالی که استدلال‌های حقوقی و منطقی عدم تمایز و شمول شرط و محدودیت مذکور نسبت به تمام اقسام سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی را می‌رساند، از یک سو ماهیت شرط عدم تضمین، به عنوان شرطی که در بستر ترتیبات قراردادی محقق می‌گردد و نه الزاماً در بستر تمامی اقسام

۱. حاتمی، علی و اسماعیل کریمیان، منبع پیشین، ص. ۳۵۸.

۲. همان منبع، ص. ۳۵۸.

۳. شیروی، عبدالحسین، منبع پیشین، ص. ۵۱۰.

سرمایه‌گذاری مستقیم، و ازسوی دیگر سیاست تفسیر مضیق محدودیت‌ها یا حتی فراتر از آن می‌توان گفت منع تفسیر موسع محدودیت‌ها در راستای جذب سرمایه‌گذاری خارجی، مانع از تسری این موارد به سایر اشکال سرمایه‌گذاری‌های مستقیم خارجی مشمول قانون مذکور است.

– شروط و محدودیت‌ها در روش‌های تأمین ارز: مطابق ۱۷ قانون تشویق و حمایت

سرمایه‌گذاری خارجی روش‌های تأمین ارز برای انتقال وجوه مرتبط با سرمایه‌گذاری عبارت‌اند از:

۱. خرید ارز از نظام بانکی (بند الف)؛
۲. از محل ارز حاصل از صدور محصولات تولیدی و یا ارز حاصل از ارائه خدمات بنگاه اقتصادی که سرمایه خارجی در آن به کار گرفته شده است (بند ب)؛
۳. صادرات کالاهای مجاز طبق فهرستی که در اجرای این بند با رعایت قوانین و مقررات مربوطه به تصویب هیئت وزیران می‌رسد (بند ج).

در این میان در ارتباط با روش دوم مقنن با فرض فقدان محدودیت برای صدور محصولات و یا ارائه خدمات مقرر بند «ب» را وضع کرده است. بر همین اساس، در تبصره ۲ ماده مذکور، در ارتباط با ترتیبات قراردادی سرمایه‌گذاری خارجی موضوع بند «ب» ماده ۳ قانون، در فرض محدودیت ناشی از وضع قوانین یا مصوبات دولت در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذار، دولت را متعهد کرده است زیان حاصل را در حدود تعهدات قابل پذیرش مصوب هیئت‌وزیران، حداکثر تا سقف اقساط سررسید شده پرداخت نماید. در این راستا در اصلاحات آیین‌نامه اجرایی قانون فوق در سال ۱۳۸۷ نیز در تبصره ماده ۲۳ آیین‌نامه موارد مذکور از شمول روش خرید ارز از نظام بانکی، موضوع صدر ماده مذکور، خارج دانسته شده‌اند.

این‌چنین و با لحاظ ماده ۲۶ آیین‌نامه اجرایی قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی، در مجموع به‌نظر می‌رسد درخصوص محدودیت‌های قانونی درباره ترتیبات قراردادی مطابق تبصره ۲ ماده ۱۷ قانون و ماده ۲۳ آیین‌نامه اجرایی آن تعهد پرداخت ازسوی دولت وجود دارد و درخصوص محدودیت‌های قانونی برای سایر اشکال سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی سازوکار فروش محصولات در بازار داخلی مطابق ماده ۲۶ آیین‌نامه مذکور اعمال می‌شود.

در این میان، رویکرد اتخاذی در ماده ۲۶ آیین‌نامه مبنی بر فروش در بازار داخلی با اهداف و فلسفه قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی مبنی بر «رشد اقتصادی، ارتقای فناوری، ارتقای کیفیت تولیدات، افزایش فرصت‌های شغلی و افزایش صادرات» (بند «الف» ماده ۲) منافات دارد. همچنین این

روش مخاطرات سرمایه‌گذاری را به میزان زیادی افزایش می‌دهد. توضیح آنکه صرف قابلیت فروش داخلی و قابلیت انتقال وجوه ناشی از آن نمی‌تواند اهداف و تعهدات موضوع سرمایه‌گذاری را محقق نماید؛ زیرا چه‌بسا سرمایه‌گذار اقدام به تعهد تحویل کالا یا اجرای خدمات موضوع سرمایه‌گذاری در قبال خریداران خارجی نماید و این مهم جز با قابلیت صادرات محقق نخواهد شد. در این وضعیت وی با ضمانت اجرای ناشی از نقض قرارداد مواجه خواهد شد. همچنین یکی از اهداف جذب سرمایه‌گذار خارجی بهره‌مندی از قابلیت فنی در تولید کالاها و خدمات خاص است. حال چنانچه خریداران کالاها و خدمات مذکور محدود باشند و در بازار داخلی با توجه به فقدان زیرساخت فنی خریداری وجود نداشته باشد یا فقط برای بخشی از کالا و خدمات تولیدی خریدار یافت شود، در این وضعیت نیز راهکار فروش داخلی نمی‌تواند فرایند فروش محصولات ناشی از سرمایه‌گذاری را محقق و اجرایی کند.

سازوکار اتخاذی در تبصره ۲ ماده ۱۷ دارای ابهامات متعددی است؛ بدین‌نحوکه نه‌تنها مبنای عدم امکان صادرات معین نشده، بلکه اینکه ریال مورد نظر برای خرید ارز از نظام بانکی چگونه باید تأمین گردد تعیین نشده است.

ایراد جدی که درخصوص هر دو روش فوق مطرح است، آنکه، از منظر رویه مطلوب در سرمایه‌گذاری خارجی و سیاست‌های جذب سرمایه بر مبنای مقدمات ضروری برای عملیات سرمایه‌گذاری و صرف وقت و هزینه فراوان در این زمینه و سپس اجرای موضوع سرمایه‌گذاری با دشواری‌های فنی، حقوقی و اجرایی، باید چشم‌انداز قابل پیش‌بینی به اشخاص سرمایه‌گذار القا شود و در اصطلاح وصف پیش‌بینی‌پذیری، به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های اساسی در حقوق بین‌الملل سرمایه‌گذاری^۱ در کشور میزبان سرمایه موجود باشد. این امر در گرو شفافیت و انسجام سیاست‌های اقتصادی در حوزه مرتبط با سرمایه‌گذاری و اولویت تعهدات اقتصادی سرمایه‌گذاری است؛ هدفی متعالی که تا به امروز در بسیاری از کشورهای سرمایه‌پذیر از جمله کشورمان محقق نشده است.

در این فضا نهادهای سرمایه‌گذاری دولتی همچون صندوق‌های ثروت حاکمیتی، که دارای مدیریت ویژه ریسک و رویکرد محتاطانه در حوزه سرمایه‌گذاری هستند، کشورمان را از لیست اولویت‌های سرمایه

1. Fiezzoni, Silvia Karina, "Striking Consistency and Predictability in International Investment Law from the Perspective of Developing Countries", *Frontiers of Law in China*, Vol. 7, No. 4, December 2012, p. 552; OECD Secretariat, **Transparency, Predictability and Accountability for Investment Screening Mechanisms**, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2021, pp. 21-23.

گذاری حذف خواهند نمود. لذا باید با تفصیل در مقررات ناظر بر تأمین ارز و تحقق شفافیت در این زمینه این مانع جدی را مرتفع نمود.

– مهلت زمانی خروج وجوه مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی: در قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن شرایط و محدودیت‌های چندی برای انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی مطرح شده است؛ با این قید که مطابق ماده ۲۸ آیین‌نامه اجرایی قانون مذکور مهلت اقدام در زمینه خروج وجوه مذکور شش ماه بوده که با تأیید هیئت سرمایه‌گذاری خارجی قابل تمدید خواهد بود. لذا حتی با وجود شرایط و با لحاظ محدودیت‌های مرتبط و اخذ مجوز و تأییدیه مربوطه برای وجوه مرتبط با سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذار خارجی باید در مهلت شش ماه نسبت به خروج اموال موضوع مجوز و تأییدیه خروج اقدام نماید.

به نظر می‌رسد بر مبنای تفاوت سرمایه نقدی و غیرنقدی محدودیت فوق قابل تسری به سرمایه غیرنقدی نیست. لذا در بدو امر ممکن است تصور شود عدم تعیین تکلیف مهلت زمانی خروج سرمایه غیرنقدی را باید از نقایص قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و آیین‌نامه اجرایی آن دانست. باوجوداین، به نظر می‌رسد نقص و سکوت مذکور خود در راستای منافع اقتصادی کشور است؛ زیرا تعیین مهلت مشابه برای خروج سرمایه غیرنقدی، که غالباً ماشین‌آلات و تجهیزات مورد نیاز است، نه تنها زمینه را برای انعقاد قراردادهای سرمایه‌گذاری یا اقتصادی جدید، بلکه امکان خرید یا اجاره آن را نیز فراهم می‌آورد. گفتنی است، درخصوص سرمایه نقدی نیز مقنن علی‌رغم تعیین مهلت مذکور در نهایت مطابق ماده ۲۹ آیین‌نامه مذکور قابلیت سرمایه‌گذاری بعدی این مبالغ را فراهم کرده است. می‌توان گفت تعیین مهلت در اینجا برای اجتناب از آثار سوء بالاتکلیف ماندن مبالغ کلان مرتبط با سرمایه‌گذاری، که مطابق ماده ۲۷ آیین‌نامه توسط سرمایه‌گذار خارجی از محل ارزی که بانک مرکزی در اختیار نظام بانکی قرار می‌دهد، از سیستم بانکی خریداری و حواله می‌شود، به‌عنوان یکی از سیاست‌های ارزی کشور است.

۳.۲.۲.۲. آثار شرایط و محدودیت‌های انتقال اموال مرتبط بر سرمایه‌گذاری مستقیم صندوق‌های ثروت حاکمیتی در ایران

اموال موضوع سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی از زمره اموال عمومی و دولتی است؛ لذا در این زمینه باید رویکرد و رویه محتاطانه‌تری در مقایسه با سرمایه‌گذاران خصوصی اتخاذ کرد. بر این اساس تحمیل شرایط و محدودیت‌های متعدد ذکر شده بر این نوع صندوق‌ها دشوار و غیرممکن است؛ به‌ویژه آنکه نقش حاکمیت سیاسی و اقتصادی و همچنین منبع مالی آنها، یعنی درآمدهای عمومی و

ملی، مانع از پذیرش شرایط و محدودیت‌های ذکر شده توسط این نوع صندوق‌ها بوده و آن را مغایر با منافع عمومی و ملی می‌دانند.

توضیح آنکه صندوق‌های ثروت حاکمیتی بر مبنای منشأ منبع مالی به دو گروه صندوق‌های مبتنی بر فروش کالا و صندوق‌های غیر مبتنی بر فروش کالا طبقه‌بندی می‌شوند. درخصوص صندوق‌های مبتنی بر فروش کالا بر مبنای رویه عملی و قوانین و اسناد تأسیس صندوق‌های ثروت حاکمیتی و مبنای و اهداف ذکر شده در ارتباط با تأسیس و به‌کارگیری آنها، در اینجا منظور از کالا صرفاً نفت در مفهوم عام کلمه یا همان نفت و گاز است. صندوق‌هایی که منبع مالی آنها متکی بر فروش نفت است، همچون صندوق بازنشستگی دولتی - جهانی نروژ و صندوق‌های ثروت حاکمیتی کشورهای خاورمیانه به نمایندگی از دولت خویش در زمینه پس‌انداز ملی خالص کشور و در راستای تحقق اهداف تثبیت بودجه و توزیع منافع بین نسل‌ها اقدام می‌کنند.^۱

درخصوص صندوق‌های غیر مبتنی بر فروش کالا، که عمدتاً توسط کشورهای آسیایی ایجاد و به کار گرفته شده‌اند، همچون شرکت سرمایه‌گذاری دولت سنگاپور، شرکت سرمایه‌گذاری کره^۲ و مرجع پولی هنگ‌کنگ (نهادی معادل بانک مرکزی)^۳ نیز منابع مالی این نوع صندوق‌ها از طریق انتقال مازاد دارایی‌های ناشی از ذخایر ارزی پورتفولیو، که توسط بانک مرکزی یا مقامات پولی حفظ و مدیریت شده‌اند، تأمین می‌شود.^۴

این چنین وجه مشترک تمامی صندوق‌های ثروت حاکمیتی ماهیت عمومی و ملی منبع مالی آنهاست. در این شرایط دولت متبوع صندوق تحمیل شرایط و محدودیت‌های فوق را مانعی جدی برای بهره‌وری سرمایه‌گذاری صندوق دانسته و واحدهای مرتبط با مدیریت بهینه سرمایه‌گذاری و اتخاذ رویکرد کارشناسی در این زمینه سرمایه‌گذاری صندوق‌های مذکور را در ایران فاقد بهره‌وری تلقی خواهند کرد. علاوه بر این ابهام و نقص مقررات مرتبط با شرایط و محدودیت‌های انتقال سرمایه وصف شفافیت و به تبع وصف پیش‌بینی‌پذیری، به مثابه مؤلفه اساسی در این نوع صندوق‌ها، که خود جایگزینی برای اعمال مقررات سخت‌گیرانه است^۵ و همچنین مؤلفه انسجام سیاست‌ها و قواعد سرمایه‌گذاری خارجی را در این زمینه تضعیف می‌کند. در این فضا صندوق‌های ثروت حاکمیتی، که دارای مدیریت ویژه ریسک و رویکرد

1. Mezzacapo, Simone, *Op.Cit.*, p 12.

2. Korea Investment Corporation(kic) 2005.

3. Hong Kong Monetary Authority (HKMA).

4. *Ibid.*

5. Ginevra, Enrico, and Chiara Presciani, *Op.Cit.*, p. 816.

محتاطانه در حوزه سرمایه‌گذاری‌اند، کشورمان را از لیست اولویت‌های سرمایه‌گذاری حذف خواهند کرد. زیرا در این وضعیت قادر به تحقق اصول سانتیاگو، به‌مثابه هنجارها و استانداردهای بین‌المللی پذیرفته شده در سطح وسیع^۱ در زمینه شفافیت (اصول ۲، ۵، ۱۱، ۲۲، ۱ و ۲۳) و هماهنگی (اصل ۳) نخواهند بود.^۲ البته این‌همه به‌منزله مطلوبیت حذف تمامی محدودیت‌های ذکر شده نیست؛ چنان‌که نفس محدودیت در انتقال و بازگشت سرمایه و سود حاصل از آن یک ضرورت قانونی است؛ زیرا برداشتن محدودیت موصوف و آزاد گذاشتن خروج ارز بدون وجود نظارت قانونی می‌تواند به منفی شدن جدی تراز پرداخت ارزی منجر شود. این‌چنین در این موارد تعدیل مقررات و ایجاد شفافیت در سازوکارهای اقدام راه‌حل مقابله با چالش‌های موجود است.

۳.۲.۳. محدودیت در تملک اموال غیرمنقول

درحالی‌که عموماً انعطاف در مقررات سرمایه‌گذاری خارجی در مقایسه با سایر مقررات مطلوبیت و ترجیح دارد، در بدو امر به‌نظر می‌رسد که قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی و همچنین قوانین مرتبط، یعنی قانون نحوه چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری صنعتی، در مقایسه با سایر قوانین در حوزه تملک اموال غیرمنقول، رویکرد و رویه سخت‌گیرانه و محدودکننده‌ای را اتخاذ کرده‌اند. توضیح آنکه در سیر تحولات تقنینی مرتبط با تملک اموال غیرمنقول توسط خارجی‌ان، پس از «قانون راجع به اموال غیرمنقول اتباع خارجی» مصوب ۱۳۱۰، که با هدف مقابله با قدرت یافتن و به‌تبع مداخله خارجی‌ان در امور سیاسی و اقتصادی ایران، به ممنوعیت تملک اموال مزروعی توسط اتباع خارجی پرداخته،^۳ «آیین‌نامه استملاک اتباع خارجه» مصوب ۱۳۲۸ و حتی «آیین‌نامه چگونگی تملک اموال غیرمنقول توسط اتباع خارجی غیرمقیم در جمهوری اسلامی ایران» مصوب ۱۳۷۴، تملک اموال غیرمنقول برای اشخاص حقیقی مقیم دائمی ایران و اشخاص حقوقی خارجی ثبت شده در ایران و همچنین به‌منظور سکونت شخصی اتباع خارجی را با شرایطی مجازند.

این درحالی است که در تبصره ۲ ماده ۲ «قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی» و تبصره ۱ ماده ۲۴ «قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران» مصوب ۱۳۷۲ و

1. Sejco, Dini, "Sovereign Investors as ICSID Claimants: Lessons From the Drafting Documents and the Case Law", *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 56, No. 3, 2023, p. 886.

2. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Op.Cit.*

۳. صفایی، سید حسین، «محدودیت‌های مربوط به حقوق مالی بیگانگان در قوانین ایران»، *مجله حقوقی بین‌المللی*، ش. ۱۱، ۱۳۶۸، صص. ۸۳ و ۸۴.

صدر ماده ۹ «آیین‌نامه نحوه استفاده از زمین و منابع ملی مناطق آزادی تجاری- صنعتی» مصوب ۱۳۷۳ تملک اموال غیرمنقول توسط اتباع خارجه ممنوع اعلام شده است. بدین‌نحوکه تبصره ۲ ماده ۲ قانون مذکور صراحتاً قانون مربوط به تملک اموال غیرمنقول اتباع خارجی مصوب ۱۳۱۰ را همچنان معتبر و لازم‌الاجرا دانسته و به تبع تملک هر نوع زمین به هر میزان به نام سرمایه‌گذار خارجی در چارچوب این قانون را مجاز نمی‌داند. مطابق تبصره ۱ ماده ۲۴ «قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری- صنعتی جمهوری اسلامی ایران» نیز ضمن تجویز اجاره زمین به اتباع خارجی فروش آن مطلقاً ممنوع دانسته شده است و در نهایت مطابق صدر ماده ۹ «آیین‌نامه نحوه استفاده از زمین و منابع ملی مناطق آزادی تجاری- صنعتی» «فروش و انتقال قطعی زمین به اتباع خارجی ممنوع است...».

نباید پنداشت مقنن ایرانی در این حوزه دچار تعارض و تشتت آرا شده، بلکه تدقیق در مقررات و رویه مقنن ایرانی بیانگر آن است که اساساً مقنن در قوانین اخیر درصدد ایجاد محدودیت برای سرمایه‌گذاری خارجی نیست و درصدد جمع محدودیت‌های ضروری برای تملک اموال غیرمنقول توسط اتباع خارجه از یک سو و ضرورت تملک اموال غیرمنقول در پروژه سرمایه‌گذاری خارجی از سوی دیگر است. اساساً مقنن در این زمینه، به تدریج و در تحولات تقنینی، با دقت نظر و آگاهانه و در چارچوب سیاست‌های مورد نظر خویش در حوزه سرمایه‌گذاری خارجی اقدام کرده است. بدین‌نحوکه در سومین بند ماده ۱ قانون تشویق و حمایت سرمایه‌گذاری خارجی «سرمایه‌گذاری خارجی» عبارت از «به‌کارگیری سرمایه خارجی در یک بنگاه اقتصادی جدید یا موجود پس از اخذ مجوز سرمایه‌گذاری» دانسته شده است. مطابق بند «ب» ماده ۱ آیین‌نامه اجرایی قانون مذکور «بنگاه اقتصادی سرمایه‌پذیر» عبارت است از «شرکت ایرانی جدید و یا موجود که سرمایه خارجی به یکی از روش‌های مندرج در قانون، در آن به کار رفته باشد». این‌چنین اساساً مقنن ایرانی در قلمرو قانون مذکور، به شرحی که ذکر شد، مطابق ماده ۳ آن ناظر بر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی است، سرمایه‌گذاری خارجی را در چارچوب یکی از شرکت‌های ایرانی موجود و یا شرکتی که برای اجرای سرمایه‌گذاری، به‌عنوان یک شرکت ایرانی ثبت و ایجاد شود ممکن و میسر می‌داند. حال ماده ۳۴ آیین‌نامه مذکور به‌صراحت مقرر می‌دارد: «در مواردی که انجام سرمایه‌گذاری خارجی منجر به تشکیل شرکت ایرانی گردد، تملک زمین به نام شرکت متناسب با طرح سرمایه‌گذاری به تشخیص سازمان مجاز است». به‌علاوه درحالی‌که مقرر اولیه ماده ۹ «آیین‌نامه نحوه استفاده از زمین و منابع ملی مناطق آزادی تجاری- صنعتی» مصوب ۱۳۷۳ با بیان اینکه «روش و انتقال قطعی زمین به اتباع خارجی و همچنین شرکت‌هایی که تمام یا بخشی از سرمایه آنها متعلق به اتباع خارجی باشد، ممنوع است»،

حتی تملک زمین توسط شرکت‌هایی را که تمام یا بخشی از سرمایه آنها متعلق به اتباع خارجی است، ممنوع اعلام کرده بود و مانعی جدی برای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورمان تلقی می‌شد، در اصلاحات به‌عمل‌آمده در این ماده در سال ۱۳۹۲ بدین شکل تغییر یافته است: «فروش و انتقال قطعی زمین به اتباع خارجی ممنوع است. در مواردی که انجام سرمایه‌گذاری خارجی منجر به تشکیل شرکت ایرانی گردد، تملک زمین به نام شرکت متناسب با طرح سرمایه‌گذاری به تشخیص سازمان مجاز است». در این مقرر باوجود منع تملک زمین توسط اتباع خارجی، مشابه ماده ۳۴ آیین‌نامه، تملک زمین توسط شرکت‌های ایرانی، که برای اجرای طرح سرمایه‌گذاری خارجی تشکیل می‌شود، بلامانع دانسته شده است. در این میان، به‌طور خاص در خصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی اصل منع تملک اموال غیرمنقول در حقوق موضوعه ایران را می‌توان مانعی برای سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها تلقی کرد؛ زیرا به شرحی که در بحث از مدل‌های سرمایه‌گذاری ذکر شد، اساساً سرمایه‌گذاری در خرید املاک، صرف‌نظر از ماهیت فعالیت سرمایه‌گذار و صرفاً در راستای بهره‌مندی از مزیت اجاره یا افزایش بهای آن یکی از موضوعات اصلی سرمایه‌گذاری صندوق‌های مذکور است؛ چنان‌که به‌عنوان مثال صندوق بازنشتگی دولتی - جهانی^۱ دولت نروژ دارای صدها ساختمان در شهرهای اصلی جهان، که از طریق اجاره آنها برای صندوق کسب درآمد می‌شود، است.^۲

باوجود این‌همه محدودیت مذکور مانعی کلی نیست، بلکه مانعی جزئی و نسبت به بخشی از موضوعات سرمایه‌گذاری صندوق ثروت حاکمیتی، یعنی سرمایه‌گذاری در اموال غیرمنقول و همچنین سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های نیروگاهی و انرژی است که می‌تواند با تملک اموال غیرمنقول نیز ملازمه داشته باشد. باوجود این، راهبرد و سیاست منع استیلای بیگانگان بر اموال غیرمنقول، به‌عنوان اموال استراتژیک، به‌ویژه در سطح کلان، بر مانع جزئی مذکور اولویت و ترجیح دارد و اصلاح مقررات مرتبط با سرمایه‌گذاری خارجی کشورمان در این زمینه نه‌تنها ضرورت ندارد، بلکه می‌تواند آثار اقتصادی و سیاسی مخرب و جبران‌ناپذیر را به‌همراه داشته باشد. باید توجه کرد این توجیه بیش از آنکه متکی بر نگرش سیاسی باشد برگرفته از توجه به واقعیات بین‌المللی است. زیرا پذیرش امتیاز تملک در قوانین ملی سرمایه‌گذاری خارجی الزامی فراگیر در مقابل تمام سرمایه‌گذاران خارجی یا صندوق‌های ثروت حاکمیتی

1. Government Pension Fund Global

۲. در این زمینه به آدرس اینترنتی ذیل واقع در سایت صندوق مذکور مراجعه نمایید:
<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

ایجاد می‌کند و نقض آن کشورمان را در مراجع رسیدگی‌کننده بین‌المللی مسئول و پاسخ‌گو می‌سازد. بنابراین روش مطلوب و مرجع آن است که در این زمینه اصل منع تملک اتباع بیگانه حاکم باشد و استثنائات احتمالی اصل، بر مبنای رویکرد هزینه-منفعت، و با لحاظ اصل منافع ملی و همچنین اصل حاکمیت کشور، در موارد لزوم در سطح موافقت‌نامه‌های دو یا چندجانبه مطرح و دنبال شود. به‌ویژه آنکه پذیرش اعمال این استراتژی سرمایه‌گذاری در کشورمان با توجه به نوسان ارزش املاک و سیاست‌های کنترل قیمت در این زمینه توجیهی ندارد.

درخصوص سرمایه‌گذاری در زیرساخت‌های نیروگاهی و انرژی نیز باید گفت پذیرش مالکیت سرمایه‌گذار خارجی با اهداف اساسی اقتصادی کشورمان همخوانی ندارد و اتخاذ سایر روش‌های مشارکت ترجیح و مطلوبیت دارد؛ به‌ویژه آنکه ترجیح اساسی کشورمان در جذب سرمایه خارجی توسعه داخلی کشور بوده^۱ که در ساختار اقتصادی کنونی با مالکیت داخلی نسبت به زیرساخت‌های مذکور ملازمه دارد.

نتیجه‌گیری

در هریک از مدل‌های سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی، یعنی مدل نروژ، مدل بیل یا وقف، مدل کانادا و مدل مشارکتی و در نهایت مدل ترکیبی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نیز به‌موازات سرمایه‌گذاری پورتفولیو، البته در سطحی کمتر، شایع و مرسوم است.

در حقوق موضوعه ایران محدودیت‌های تقنینی چندی در زمینه سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی وجود دارد. در این میان درخصوص قید «سرمایه با منشأ خارجی» و ابهام ناشی از آن، در مجموع به‌نظر می‌رسد مبنای وضع این مقرره تفاوت در وضعیت اثباتی خارجی بودن منشأ سرمایه بین سرمایه‌گذاران ایرانی و خارجی است. در اینجا درخصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی، در نهایت با کمی انعطاف در راستای سیاست جذب سرمایه، به‌نظر می‌رسد درباره درآمدهای صادراتی در غالب موارد که منشأ معاملاتی و محل پرداخت آنها خارج از کشور است، سرمایه‌گذاری درآمدهای مذکور در داخل کشور توسط صندوق ثروت حاکمیتی، سرمایه با منشأ خارجی تلقی می‌شود.

درخصوص آثار، شرایط و محدودیت‌های انتقال اموال مرتبط با سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی در ایران باید گفت تحمیل شرایط و محدودیت‌های متعدد ذکر شده بر صندوق‌های ثروت

۱. بهمنی، محمدعلی و حسن فرج مهرابی، «ضوابط جبران خسارت ناشی از سلب مالکیت از سرمایه‌گذار خارجی از دیدگاه تحلیل اقتصادی حقوق»، مجله مطالعات حقوق عمومی، د. ۵۱، ش. ۳، پاییز ۱۴۰۰، ص. ۸۸۱.

حاکمیتی دشوار و غیرممکن می‌نماید. علاوه بر این ابهام و نقص مقررات مرتبط با شرایط و محدودیت‌های انتقال سرمایه وصف شفافیت، وصف پیش‌بینی‌پذیری و مؤلفه انسجام سیاست‌ها و قواعد سرمایه‌گذاری خارجی را در این زمینه تضعیف می‌کند.

درباره محدودیت در تملک اموال غیرمنقول در خصوص صندوق‌های ثروت حاکمیتی اصل منع تملک اموال غیرمنقول در حقوق موضوعه ایران را می‌توان مانعی برای سرمایه‌گذاری این نوع صندوق‌ها تلقی نمود؛ اما نه مانعی کلی، بلکه مانعی جزئی و صرفاً نسبت به سرمایه‌گذاری در املاک و همچنین زیرساخت‌های نیروگاهی و انرژی.

بر مبنای تحلیل و آسیب‌شناسی به عمل آمده در این مقاله ارتباط با موضوع تحقیق پیشنهادهای ذیل توصیه می‌شود:

۱. بر مبنای ابهام موجود در زمینه شرط سرمایه با منشأ خارجی باید تبصره‌ای ذیل ماده ۱ قانون تشویق و حمایت از سرمایه‌گذاری خارجی افزوده شود. متن پیشنهادی نگارنده برای حفظ مزایای جذب سرمایه، به‌ویژه سرمایه‌گذاران دولتی همچون صندوق‌های ثروت حاکمیتی، به شرح ذیل است: «منشأ خارجی سرمایه برای هریک از سرمایه‌گذاران ایرانی مقیم خارج و سرمایه‌گذاران خارجی الزامی است. در ارتباط با سرمایه‌گذاران خارجی سرمایه با منشأ خارجی تلقی می‌شود، مگر خلاف آن اثبات گردد؛ اما سرمایه‌گذاران ایرانی باید منشأ خارجی سرمایه خویش را اثبات نمایند. خارجی بودن هر یک از موارد منشأ معاملاتی، محل اجرای تعهد پرداخت، نوع پرداخت (پرداخت ارزی) و همچنین مبدأ یا محل پرداخت می‌تواند منشأ خارجی سرمایه را اثبات نماید».

۲. نفس محدودیت در انتقال و بازگشت سرمایه و سود حاصل از آن یک ضرورت قانونی است؛ زیرا برداشتن محدودیت موصوف و آزاد گذاشتن خروج ارز بدون وجود نظارت قانونی می‌تواند به منفی شدن جدی تراز پرداخت ارزی منجر شود. باوجوداین، باید نسبت به تعدیل مقررات و ایجاد شفافیت در سازوکارهای قانونی اقدام شود. در این زمینه تعدیل مقررات باید به‌صورت نسبی و موردی دنبال گردد و از وضع قواعد فراگیر اجتناب شود. در این راستا باید بسته به روابط اقتصادی ایران با سایر کشورها، در موافقت‌نامه‌های دوجانبه سرمایه‌گذاری قواعد اختصاصی برای سرمایه‌گذاران دولتی، ازجمله صندوق‌های ثروت حاکمیتی وضع شود.

۳. درخصوص محدودیت تملک اموال غیرمنقول در زمینه روش سرمایه‌گذاری صندوق‌های ثروت حاکمیتی در املاک و زیرساخت‌های نیروگاهی و انرژی، بر مبنای هدف توسعه داخلی به‌عنوان ترجیح اساسی کشورمان در جذب سرمایه خارجی، روش مطلوب و مرجع آن است که اصل منع تملک اتباع بیگانه حاکم باشد و استثنائات احتمالی اصل، بر مبنای رویکرد هزینه-منفعت، و با لحاظ اصل منافع ملی و همچنین اصل حاکمیت کشور، در موارد لزوم در سطح موافقت‌نامه‌های دو یا چندجانبه مطرح شود.

فهرست منابع

الف) منابع فارسی

کتاب

۱. آتشی گلستان، مرجان، **شرکت‌های خارجی در حقوق ایران**، تهران: انتشارات بهنامی، ۱۳۸۸.
۲. پیران، حسین، **مسائل حقوقی سرمایه‌گذاری بین‌المللی**، تهران: کتابخانه گنج دانش، ۱۳۸۹.
۳. حاتمی، علی و اسماعیل کریمیان، **حقوق سرمایه‌گذاری خارجی در پرتو قانون و قراردادهای سرمایه‌گذاری**، چ. ۲، تهران: انتشارات تیس، ۱۳۹۴.
۴. شبروی، عبدالحسین، **حقوق تجارت بین‌الملل**، چ. ۱۱، تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، ۱۳۹۸.

مقاله

۵. بهمنی، محمد علی و حسن فرج مهرابی، «ضوابط جبران خسارت ناشی از سلب مالکیت از سرمایه‌گذار خارجی از دیدگاه تحلیل اقتصادی حقوق»، *مجله مطالعات حقوق عمومی*، د. ۵۱، ش. ۳، پاییز ۱۴۰۰، صص. ۸۸۴-۸۶۵.

<https://doi.org/10.22059/jplsq.2020.299728.2366>

۶. صفایی، سید حسین، «محدودیت‌های مربوط به حقوق مالی بیگانگان در قوانین ایران»، *مجله حقوقی بین‌المللی*، ش. ۱۱، ۱۳۶۸، صص. ۷۱-۱۰۶. DOI: 10.22066/cilamag.1989.18361
۷. هنجنی، سیدعلی و ابوالفضل استاذزاده، «مفهوم «سرمایه‌گذاری خارجی» در قوانین داخلی، معاهدات بین‌المللی سرمایه‌گذاری و آرای دادگاه‌های داوری بین‌المللی»، *مجله تحقیقات حقوقی*، د. ۲۰، ش. ۷۹، مهر ۱۳۹۶، صص. ۳۵-۱۱.

DOI:10.22034/JLR.2017.54386

References:

Books

1. Atashi Golestan, Marjan, **Foreign Companies in Iranian Law**, Behnami Publications, Tehran: 2009. (In Persian)
2. Piran, Hossein, **Legal Issues of International Investment**, Ganj Danesh Library, Tehran: 2010. (In Persian)
3. Hatami, Ali and Ismail, Karimiān, **Foreign Investment Law in the Light of Law and Investment Contracts**, 2nd edition, Tisa Publications, Tehran: 2015. (In Persian)
4. Shiravi, Abdolhossein, **International Trade Law**, 11th edition, Organization for Study and Compilation of Humanities Books of Universities (SAMT), Tehran: 2019. (In Persian)
5. S. Das, Udaibir and Adnan Mazarei and Han Van Der Hoorn, **Economics of Sovereign Wealth Funds, Issues for Policymaker**, International Monetary Fund, 2010.

Articles

6. Alhashel, Bader, "Sovereign Wealth Funds: A literature review", *Journal of Economics and Business*, Vol. 78, 2015, pp. 1–13. Available at: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148619514000587>. DOI: 10.1016/j.jeconbus.2014.10.001
7. Bahmaei, Mohammad Ali and Hassan Faraj Mehrabi, "Criteria for Compensation for Expropriation of Foreign Investors from the Perspective of Economic Analysis of Law", *Journal of Public Law Studies*, Vol. 51, No. 3, Autumn 2021, pp. 884-865. <https://doi.org/10.22059/jpls.2020.299728.2366>, (In Persian)
8. Dadgar, Yadollah and Zeinab Orooji, "Dutch Disease, Rentier State, and Resource Curse: A Characteristic Triangle and Ultra Challenge in the Iranian Economy", *Iran. Econ. Rev.* Vol. 24, No. 1, 2020. pp. 129-157. DOI:10.22059/ier.2020.74477
9. Dimmock. G, Stephen and Neng Wang, and Jinqiang, Yang, "The Endowment Model and Modern Portfolio Theory", *Management Science*, Vol. 70, No. 3, March 2024, pp. 1554-1579. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.4759>
10. Fiezzoni, Silvia Karina, "Striking Consistency and Predictability in International Investment Law from the Perspective of Developing Countries", *Frontiers of Law in China*, Vol. 7, No. 4, December 2012, pp. 521-552. DOI:10.3868/s050-001-012-0026-1

11. Ginevra, Enrico, and Chiara Presciani, "Sovereign Wealth Fund Transparency and the European Rules on Institutional Investor Disclosure", *Wake Forest Law Review*, Vol. 52, No. 4, 2017, pp. 815-836.
12. Hanjani, Seyed Ali and Abolfazl Ostadzadeh, "The Concept of 'Foreign Investment' in Domestic Laws, International Investment Treaties, and International Arbitration Court Rulings", *Legal Research Journal of Shahid Beheshti University*, Vol: 20, No. 79, Mehr 2017, pp. 35-11. DOI:10.22034/JLR.2017.54386, (In Persian)
13. Safaei, Seyed Hossein, "Restrictions on the Financial Rights of Foreigners in Iranian Laws", *International Legal Journal*, No. 11, 1989, pp. 74-106. DOI:10.22066/cilamag.1989.18361, (In Persian)
14. Sejco, Dini, "Sovereign Investors as ICSID Claimants: Lessons from the Drafting Documents and the Case Law", *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, Vol. 56, No. 3, 2023, pp. 853-903.
15. Sharma, Rajiv, "Sovereign Wealth Funds Investment In Sustainable Development Sectors", 2017, pp. 1-25. Available at: https://www.un.org/esa/ffd/high-level-conference-on-ffd-and-2030-agenda/wp-content/uploads/sites/4/2017/11/Background-Paper_Sovereign-Wealth-Funds.pdf
16. Singh Bachhe, Jagdeep and Ashby Monk, and Rajiv, Sharma, "From Theory to Practice: The Collaborative Model for Investing in Innovation and Energy", 2017, pp. 79-84. Available at: https://caia.org/sites/default/files/10_from-theory-to-practice_9-14-17.pdf

Documents

17. A. Alsweilem, Khalid et al, *A comparative study of sovereign investor models: Sovereign fund profiles*, A joint report by The Center for International Development Harvard Kennedy School The Belfer Center for Science and International Affairs Harvard Kennedy School. Available at: https://projects.iq.harvard.edu/files/sovereignwealth/files/fund_profiles_final.pdf (last visited 2026/08/10).
18. Capapé Aguilar, Javier, *Sovereign Wealth Funds 2023 Investing in a Different World Order*, IE University Center for Governance of Change et ICEX-Invest in Spain, 2023. Available at: https://static.ie.edu/CGC/2023_Sovereign_Wealth_Funds_Report.pdf (last visited 2026/08/10).
19. Capapé Aguilar, Javier, *Sovereign Wealth Funds 2021 Changes and challenges accelerated by the Covid-19 Pandemic*, IE University Center for Governance of Change et ICEX-Invest in Spain, 2021. Available at:

- <https://docs.ie.edu/cgc/SWF%202021%20IE%20SWR%20CGC%20-%20ICEX-Invest%20in%20Spain.pdf> (last visited 2026/08/10).
20. Commission of the European Communities, *A common European approach to Sovereign Wealth Funds*, Brussels, 27.2.2008 COM(2008) 115 final. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008DC0115> (last visited 2026/08/10).
21. IMF Committee on Balance of Payments Statistics, *D.10 Defining the Boundaries of Direct Investment*, International Monetary Fund, 2022. Available at: <https://www.imf.org/en/Search#q=D.10%20Defining%20the%20Boundaries%20of%20Direct%20Investment%20&sort=relevancy> (last visited 2026/08/10).
22. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies*, October 2007. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-October-2007-Financial-Market-Turbulence-Causes-21125> (last visited 2026/08/10).
23. International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, The International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF), October 2008. Available at: https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf (last visited 2026/08/10).
24. Mezzacapo, Simone, *The So-Called "Sovereign Wealth Funds": Regulatory Issues, Financial Stability, And Prudential Supervision*, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2009. Available at: https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15064_en.pdf (last visited 2026/08/10).
25. Norges Bank Investment Management, *Norges Bank Investment Management Strategy 25*, Norges Bank Investment Management, 2022. Available at: <https://www.nbim.no/en/publications/strategy-for-the-fund-management/strategy-25/> (last visited 2026/08/10).
26. OECD Secretariat, *Transparency, Predictability and Accountability for investment screening mechanisms, Organisation for Economic Co-operation and Development*, 2021. Available at:

https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/61175d59_en.pdf?expires=1728650172&id=id&accname=guest&checksum=DEE0AB024128EDBE0743CAA205C5E340
(last visited 2026/08/10).

27. The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments the OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, 2025. Available at: <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0363> (last visited 2026/08/10).

Analysis of the Legislative Limitations of Foreign Direct Investment in Iran and Its Effects on Sovereign Wealth Fund Investments

Jafar Nezamolmolki*

Received: 2024.10.17 Revised: 2025.10.17 Accepted: 2025.12.28

Abstract

In all models of sovereign wealth fund investments, alongside portfolio investment, albeit to a lesser extent, the method of foreign direct investment is also applied. Although the Foreign Investment Promotion and Protection Act, enacted in 1380, focuses on foreign direct investment, this law, its executive bylaw, and other related regulations have several limitations regarding foreign direct investment in our country, which also apply to sovereign wealth funds. The objective of the present research is to identify potential legislative constraints in the field of foreign direct investment that could significantly affect sovereign wealth fund investments, and to analyze and evaluate these effects. Based on the findings of this research, in relation to the export revenues of sovereign wealth funds, in most cases where the transactions originate and are paid outside the country, investing these revenues domestically is considered capital with foreign origins. Due to the effects of conditions and limitations on the transfer of assets related to investment, applying them to sovereign wealth funds is difficult or even impossible, making regulatory reform in this area essential. Regarding the limitation on ownership of real estate for sovereign wealth funds, the principle of prohibition of ownership of real estate in Iranian law is a minor obstacle, applicable only to investments in real estate and also in power generation and energy infrastructure. Finally, recommendations for regulatory reform and implementation practices have been proposed.

Keywords:

limitations, foreign direct investment, effects, sovereign wealth fund, Iranian law.

* PhD. in Law, Faculty of Law, University of Tehran, Tehran, Iran. Email: nezamolmolki.j@ut.ac.ir.