



### **Highlights:**

This study presents the first application of Kingdon's Multiple Streams Framework to analyze international exchange policymaking in Iran.

Convergence of three streams—problem (sanctions), policy (successful offshore models), and politics (political will)—has opened a "policy window" for establishing the exchange.

A hybrid ownership structure combining domestic institutions with international partners, alongside long-term tax exemptions, is proposed as the optimal model.

Focusing on Islamic financial instruments and multi-currency trading capacity is identified as key to attracting regional investors and circumventing constraints.

Identifying key "policy entrepreneurs" and their crucial role in leveraging the policy window is a central finding of this analysis.

## **Analysis of Policy-Making for Establishing International Stock Exchange in Iran's Free Zones: Application of Multiple Streams Framework**

**Mohammad Ahmadi Beni<sup>1</sup>, Mohammadreza Borji<sup>2</sup>**

Received: 2025/10/13

Accepted: 2025/11/25

### **Abstract**

---

<sup>1</sup>. PhD Student of Financial Engineering, Department of Financial Management, Faculty of Islamic Studies and Management, Imam Sadiq University, Tehran, Iran, corresponding author, (M.Ahmadi.Beni@isu.ac.ir)

<sup>2</sup>. Master of International Affairs, Faculty of Islamic Studies and Political Science, Imam Sadiq University, Tehran, Iran (borji1379isu@gmail.com)



This study analyzes the policy-making process for establishing an international stock exchange in Iran's free trade zones through Kingdon's Multiple Streams Framework. For over four decades, Iran's economy has faced profound challenges in accessing international financial markets due to sanctions, currency restrictions, and limited foreign investment channels. Despite having eight active free trade zones with substantial infrastructure and legal frameworks offering twenty-year tax exemptions, Iran has not yet successfully launched an international exchange, while neighboring countries like Kazakhstan and the UAE have established thriving financial centers. Employing a qualitative-analytical approach with documentary and comparative analysis, this research examines experiences from eleven international exchanges including Astana, NASDAQ Dubai, Istanbul, Bermuda, Cyprus, Channel Islands, Cayman Islands, Barbados, Mauritius, Gibraltar, and Labuan. The findings reveal convergence among three key streams: the problem stream encompasses sanctions, currency restrictions, and foreign financing needs; the policy stream includes successful offshore exchange models and innovative legal-financial structures; and the politics stream demonstrates political will to develop free zones and diversify financial resources. This convergence has opened a policy window for establishing an international exchange with hybrid ownership structure, long-term tax exemptions, currency flexibility, and emphasis on Islamic financial instruments. The results suggest that the Multiple Streams Framework provides an effective analytical lens for understanding offshore capital market policy formulation, and this represents the first application of MSF in analyzing Iran's international exchange policymaking.

**Keywords:** Multiple Streams Framework, Policy-making, International Free Zone Exchange, Offshore Capital Market, International Financial Centers

**JEL classification:** G15, G18, G28, F36

## Introduction

Iran's economy has confronted significant structural challenges in accessing international financial markets over the past four decades, rooted in complex political, economic, and international factors. Economic sanctions initiated in the 1980s and intensified in recent decades have severely restricted Iranian financial institutions' access to

international banking systems and global capital markets. These limitations have not only impacted foreign investment flows but also created serious challenges for financing large-scale economic and infrastructure projects. Currency restrictions, as direct consequences of sanctions, have complicated exchange rate risk management for potential foreign investors, with severe fluctuations and limited access to conventional hedging instruments reducing Iran's investment attractiveness. The need for innovative alternative solutions to access foreign financial resources has become increasingly critical. Offshore financial centers and international stock exchanges have emerged as effective instruments for circumventing structural limitations and facilitating access to global financial markets. Regional experiences from the UAE, Qatar, and Kazakhstan demonstrate that establishing such centers can play pivotal roles in transforming countries into regional financial hubs. Iran's strategic geographic position at the intersection of Asia, Europe, and Africa, combined with relatively developed infrastructure in free economic zones, decades of capital market experience, and abundant energy resources, provides substantial competitive advantages for establishing an international exchange. However, despite these potentials and the existence of eight active free trade zones, Iran has not successfully operationalized its international exchange, revealing a significant gap that stems from insufficient understanding of policy-making dynamics and decision-making mechanisms in this domain.

### **Methodology**

This research employs a qualitative-analytical approach with an interpretive stance toward policy-making process analysis. The qualitative approach was selected due to the exploratory nature of the subject and the need for deep understanding of policy-making complexities. Kingdon's Multiple Streams Framework serves as the theoretical lens, enabling systematic analysis of policy-making processes through three independent yet interconnected streams: the problem stream identifying conditions attracting policymaker attention, the policy stream comprising available ideas and solutions, and the politics stream encompassing political space and decision-making environment. Data collection followed the READ approach through library and documentary methods, gathering information from official international exchange reports, international organization documents, credible scientific articles, and relevant laws and regulations. The statistical population includes all active international and offshore stock exchanges globally, with purposive sampling selecting eleven exchanges based on criteria



including geographic diversity, legal structure, financial instruments, and success in attracting foreign capital. These include exchanges from Central Asia, Middle East, Europe, Caribbean, Indian Ocean, and Southeast Asia, representing diverse regulatory frameworks from common law to civil law and Islamic finance orientations. Data analysis utilized qualitative content analysis based on thematic coding approach, implementing initial coding, axial coding, and selective coding stages. To ensure validity and reliability while controlling for analyst bias, a triangulation strategy was employed at three levels: methodological triangulation combining documentary analysis, comparative review, and multiple case studies; data source triangulation utilizing official organizational sources, legal documents, and peer-reviewed scientific publications; and reflexive processes throughout analysis stages to identify and manage potential impacts of assumptions and theoretical backgrounds on interpretation.

## Results

Analysis of documents and data reveals three primary problems attracting Iranian policymakers' attention to the necessity of establishing an international exchange. International sanctions constitute the most significant limiting factor for Iran's access to international financial markets, having severed Iranian financial institutions' access to SWIFT and international banking networks while severely restricting Iranian companies' presence on credible international exchanges. According to World Bank data, foreign direct investment flows to Iran reached only 1.7 billion dollars in 2021, demonstrating stark contrast with regional countries like the UAE receiving 20.7 billion and Turkey 9.1 billion dollars. Currency restrictions represent the second critical problem, encompassing inability to freely transfer currency, limitations on using credible international currencies, and severe exchange rate volatility. Central Bank statistics indicate exchange rate standard deviation during 2018-2022 reached approximately thirty-five percent, substantially higher than regional comparators, complicating risk management and reducing investment attractiveness. The third problem involves growing need for financing infrastructure and development projects exceeding domestic resource capacity, with the Ministry of Roads and Urban Development estimating approximately 150 billion dollars required for completing

infrastructure projects envisioned in the Sixth Development Plan. Examination of eleven selected international exchanges demonstrates a wide spectrum of implementable solutions and successful models for designing Iran's international exchange. Analysis of ownership structures reveals three main models: hybrid models combining domestic institutions with foreign or regional partners as implemented in Astana and Istanbul exchanges; concentrated domestic models focusing on domestic institutional ownership as seen in NASDAQ Dubai and Bermuda; and state or semi-state models emphasizing governmental roles as observed in Cyprus and Cayman exchanges. Financial instrument analysis shows successful specialization strategies including focus on Islamic instruments at NASDAQ Dubai and Labuan, concentration on insurance-linked securities at Bermuda, and comprehensive approaches offering diverse instruments at Istanbul and Astana. Legal framework analysis indicates most successful exchanges employ combinations of international and local laws, particularly English common law adapted to local conditions, while tax policy analysis reveals a spectrum from complete exemptions to preferential rates and temporary exemptions. Political stream analysis demonstrates relatively favorable conditions for establishing an international exchange in Iran, supported by the Law on Administration of Free Trade-Industrial Zones providing appropriate legal foundation, economic resistance policies emphasizing economic diversification and foreign investment attraction, and the Sixth Development Plan explicitly mandating financial market development and foreign capital attraction. Key policy actors including the Securities and Exchange Organization, Supreme Council of Free Zones Secretariat, and Ministry of Economic Affairs and Finance can serve as policy entrepreneurs with requisite characteristics of decision-maker access, technical expertise, and political skills, though regulatory concerns and conflicting interests present challenges requiring careful management.

## Conclusion

This research demonstrates that Kingdon's Multiple Streams Framework provides a suitable and powerful instrument for analyzing the policy-making process for establishing an international exchange in Iran. Application of this framework enables deeper understanding of policy-making complexities and identification of key success or failure factors. Confirmation of the hypothesis regarding sanctions and currency restrictions as problem stream constituents aligns with prior research on sanctions' impact on financial innovation needs in target countries, indicating external pressures can serve as powerful catalysts for seeking alternative and innovative solutions. Confirmation regarding



implementability of successful international models underscores the importance of policy learning and knowledge transfer in policy-making processes, demonstrating that in the globalization era, countries can benefit from each other's experiences and adapt successful solutions to their contexts. One critical finding involves identifying the vital role of policy entrepreneurs in connecting the three streams and utilizing the policy window, with analysis showing that success in establishing Iran's international exchange substantially depends on entrepreneurs possessing three key characteristics of decision-maker access, technical expertise, and political skills. Based on research findings, policy recommendations include establishing hybrid ownership structure with fifty-one percent domestic institutional ownership and forty-nine percent regional or international partnership, initial focus on Islamic debt instruments and sukuk to attract investors from Islamic countries, providing multi-currency trading capacity including dollars, euros, and regional currencies, developing hybrid legal framework combining Islamic law and international standards, creating independent specialized regulatory authority, offering twenty-five-year tax exemptions, and providing special facilities including duty-free equipment imports and simplified administrative procedures. The central conclusion establishes that creating an international exchange in Iran's free zones is not only necessary but also feasible given the convergence of problem, policy, and politics streams, with the current policy window arising from intensified sanctions, successful international models, and political will for free zone development providing appropriate opportunity for implementing this significant project.

#### **Author Contributions**

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

#### **Data Availability Statement**

Not applicable

#### **Acknowledgements**

The authors would like to thank all participants in the present study.

The authors thank all participants in this study.

The authors would like to thank anonymous referees for their constructive comments.

#### **Ethical Considerations**

The authors avoided data fabrication, falsification, and plagiarism, and any form of misconduct.

#### **Funding**

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

#### **Conflict of Interest**

The authors declare no conflict of interest.

#### **نکات برجسته:**

این مطالعه نخستین کاربرد چارچوب جریان‌های چندگانه کینگدان را در تحلیل خط‌مشی‌گذاری بورس بین‌المللی در ایران ارائه می‌دهد. همگرایی سه جریان مسئله (تحریم‌ها)، راه‌حل (الگوهای موفق آفشور) و سیاست (اراده سیاسی) یک «پنجره فرصت» برای تأسیس بورس ایجاد کرده است. یک ساختار مالکیت ترکیبی با مشارکت نهادهای داخلی و شرکای بین‌المللی، همراه با معافیت‌های مالیاتی بلندمدت، به عنوان مدل بهینه پیشنهاد شده است. تمرکز بر ابزارهای مالی اسلامی و ظرفیت معاملات چندارزی، کلید جذب سرمایه‌گذاران منطقه‌ای و عبور از محدودیت‌ها تشخیص داده شد. شناسایی نهادهای «کارآفرین خط‌مشی» و نقش محوری آنان در بهره‌برداری از پنجره فرصت، از یافته‌های کلیدی این تحلیل است.



## تحلیل خطمشی گذاری تأسیس بورس بین المللی مناطق آزاد ایران:

### کاربرد چارچوب جریان های چندگانه (MSF)

محمد احمدی بنی<sup>۱</sup>، محمدرضا برجی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۲۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۹/۰۴

#### چکیده

این پژوهش با هدف تحلیل فرآیند خطمشی گذاری برای تأسیس بورس بین المللی در مناطق آزاد ایران با استفاده از چارچوب جریان های چندگانه کینگانه انجام شده است. پژوهش از نوع کیفی-تحلیلی بوده و با روش تحلیل اسناد و مقایسه ای، تجربیات یازده بورس بین المللی شامل آستانه، نزدک، دبی، استانبول، برمودا، قبرس، جزایر مانش، جزایر کیمن، باربادوس، موریت، جبل الطارق و لایوان را بررسی کرده است. تحلیل داده ها نشان می دهد سه جریان اصلی شامل جریان «مسئله» (تحریم ها، محدودیت های ارزی و نیاز به تأمین مالی خارجی)، جریان «راه حل» (الگوهای موفق بورس های آفشور و ساختارهای حقوقی و مالی نوآورانه) و جریان «سیاست» (اراده سیاسی برای توسعه مناطق آزاد و تنوع بخشی به منابع مالی کشور) در حال همگرایی هستند. این همگرایی، پنجره فرصت خطمشی جدیدی را برای ایجاد بورس بین المللی با ساختار سهامداری ترکیبی، معافیت های مالیاتی بلندمدت، انعطاف ارزی و تمرکز بر ابزارهای مالی اسلامی فراهم کرده است. یافته ها بیانگر آن است که چارچوب جریان های چندگانه، ابزاری کارآمد برای تحلیل سیاست گذاری در حوزه بازار سرمایه آفشور محسوب می شود و این پژوهش نخستین مطالعه ای است که این چارچوب را در زمینه خطمشی تأسیس بورس بین المللی ایران به کار می گیرد.

**واژه های کلیدی:** چارچوب جریان های چندگانه، خطمشی گذاری، بورس بین المللی مناطق آزاد، بازار سرمایه آفشور، مراکز مالی بین المللی

۱. دانشجوی دکترای مالی گرایش مهندسی مالی، گروه مدیریت مالی، دانشکده معارف اسلامی و مدیریت، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران (نویسنده مسئول)، (M.Ahmadi.Beni@isu.ac.ir).

۲. دانش آموز خسته کارشناسی ارشد روابط بین الملل، دانشکده معارف اسلامی و علوم سیاسی، دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، ایران. (borji1379isu@gmail.com)

## مقدمه

اقتصاد ایران در طول چهار دهه گذشته با چالش‌های عمیق و پیچیده‌ای در حوزه دسترسی به بازارهای مالی بین‌المللی مواجه بوده است که ریشه در عوامل متعدد سیاسی، اقتصادی و بین‌المللی دارد (تربت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). تحریم‌های اقتصادی که از دهه ۱۹۸۰ آغاز شده و در دهه‌های اخیر به شدت تشدید یافته است، دسترسی نهادهای مالی ایرانی به سیستم بانکی بین‌المللی و بازارهای سرمایه جهانی را به‌طور قابل‌توجهی محدود کرده است (نفیو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). این محدودیت‌ها نه تنها بر جریان سرمایه‌گذاری خارجی تأثیر گذاشته بلکه فرآیند تأمین مالی پروژه‌های بزرگ اقتصادی و زیرساختی را نیز با چالش‌های جدی مواجه ساخته است.

محدودیت‌های ارزی که به‌عنوان یکی از تبعات مستقیم تحریم‌ها مطرح می‌شود، مدیریت ریسک نرخ ارز را برای سرمایه‌گذاران خارجی بالقوه دشوار ساخته است (کوژانوف<sup>۳</sup>، ۲۰۲۲). نوسانات شدید نرخ ارز در سال‌های اخیر و عدم امکان استفاده از ابزارهای مالی متعارف برای پوشش ریسک، جذابیت سرمایه‌گذاری در ایران را برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی کاهش داده است. در همین راستا، ضرورت یافتن راهکارهای نوآورانه و جایگزین برای دسترسی به منابع مالی خارجی و تسهیل جریان سرمایه، اهمیت فزاینده‌ای یافته است.

مراکز مالی آفشور و بورس‌های بین‌المللی در دهه‌های اخیر به‌عنوان ابزارهای مؤثر برای دور زدن محدودیت‌های ساختاری و تسهیل دسترسی به بازارهای مالی جهانی، مورد توجه کشورهای مختلف قرار گرفته‌اند (زورومه<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷). این مراکز با ارائه محیطی منعطف‌تر از نظر قانونی و مالیاتی، امکان جذب سرمایه‌گذاری خارجی و توسعه بازارهای مالی را فراهم می‌آورند. تجربه کشورهای منطقه نظیر امارات متحده عربی، قطر، و قزاقستان نشان می‌دهد که تأسیس چنین مراکزی می‌تواند نقش کلیدی در تبدیل این کشورها به هاب‌های مالی منطقه‌ای ایفا کند.

<sup>1</sup> Torbat

<sup>2</sup> Nephew

<sup>3</sup> Kozhanov

<sup>4</sup> Zoromé



موقعیت جغرافیایی استراتژیک ایران در تقاطع قاره‌های آسیا، اروپا و آفریقا، ظرفیت بالقوه این کشور برای تبدیل شدن به یکی از مراکز مالی مهم منطقه را نشان می‌دهد. علاوه بر این، وجود زیرساخت‌های نسبتاً توسعه‌یافته در مناطق آزاد اقتصادی ایران، تجربه چندین دهه‌ای در زمینه بازار سرمایه، و دسترسی به منابع انرژی فراوان، مزایای رقابتی مناسبی برای تأسیس بورس بین‌المللی در این کشور فراهم می‌آورد.

تأسیس بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران از چندین جنبه دارای اهمیت و ضرورت است که هر کدام می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر اقتصاد کشور داشته باشد. از منظر تأمین مالی، چنین مرکزی می‌تواند نقش مهمی در تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی بزرگ، فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، و توسعه صنایع مختلف ایفا کند (هررو و ژو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). با توجه به محدودیت منابع داخلی برای تأمین مالی این پروژه‌ها، دسترسی به بازارهای مالی بین‌المللی از طریق بورس آفشور می‌تواند راه‌حل مناسبی محسوب شود.

از جنبه اقتصاد کلان، ایجاد بورس بین‌المللی می‌تواند به تنوع‌بخشی منابع درآمدی کشور کمک کند و وابستگی اقتصاد ایران به صادرات نفت را کاهش دهد (صالحی اصفهانی، محدث و پسران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). درآمدهای حاصل از فعالیت‌های مالی، کارمزدهای معاملاتی، و خدمات جانبی می‌تواند منبع پایدار درآمدی برای کشور محسوب شود که کمتر تحت تأثیر نوسانات قیمت نفت قرار می‌گیرد.

جذب سرمایه‌گذاری خارجی مستقیم نیز یکی از مزایای مهم تأسیس بورس بین‌المللی محسوب می‌شود (آنکتاد<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). این نوع سرمایه‌گذاری نه تنها منابع مالی مورد نیاز برای توسعه اقتصادی را فراهم می‌آورد بلکه انتقال فناوری، دانش مدیریتی، و دسترسی به بازارهای صادراتی را نیز به همراه دارد. تجربه کشورهای منطقه نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌گذاران

<sup>1</sup> Herrero & Xu

<sup>2</sup> Salehi Esfahani, Mohaddes & Pesaran

<sup>3</sup> UNCTAD

خارجی می‌تواند کیفیت حاکمیت شرکتی، شفافیت و استانداردهای گزارشگری مالی را نیز بهبود بخشد.

توسعه بازار سرمایه داخلی نیز از جمله تأثیرات مثبت تأسیس بورس بین‌المللی است (لوین و زرووس<sup>۱</sup>، ۱۹۹۸). حضور سرمایه‌گذاران بین‌المللی و ایجاد رقابت سالم می‌تواند به افزایش عمق و نقدشوندگی بازار سرمایه داخلی کمک کند. همچنین، ایجاد بستر مناسب برای توسعه ابزارهای مالی جدید و پیشرفته، امکان بهره‌مندی شرکت‌های داخلی از فرصت‌های تأمین مالی متنوع‌تری را فراهم می‌آورد.

علی‌رغم پتانسیل‌های بالقوه و مزایای متعدد مطرح شده، ایران تاکنون نتوانسته است بورس بین‌المللی خود را در مناطق آزاد موجود به طور موفقیت‌آمیز راه‌اندازی کند و این در حالی است که کشور از هشت منطقه آزاد تجاری-صنعتی فعال شامل کیش، قشم، چابهار، انزلی، ارس، اروند، ماکو و مهران برخوردار است که هر کدام از زیرساخت‌های نسبتاً مناسب و چارچوب‌های قانونی تسهیل‌کننده بهره‌مند می‌باشند. این وضعیت در مقایسه با موفقیت‌های کشورهای منطقه نظیر قزاقستان که نتوانسته است بورس بین‌المللی آستانه را در کمتر از پنج سال به یکی از مراکز مالی مهم آسیای مرکزی تبدیل کند، یا امارات متحده عربی که با راه‌اندازی نزدیک دبی جایگاه ویژه‌ای در بازار صکوک و ابزارهای مالی اسلامی کسب نموده است، شکاف قابل توجهی را نشان می‌دهد که ریشه در فقدان درک جامع از دینامیک‌های سیاست‌گذاری و مکانیزم‌های تصمیم‌گیری در این حوزه دارد. تحلیل این شکاف و شناسایی عوامل بازدارنده و تسهیل‌کننده برای تأسیس موفق بورس بین‌المللی در ایران، نیازمند چارچوب نظری مناسبی است که بتواند پیچیدگی‌های فرآیند سیاست‌گذاری را به طور سیستماتیک مورد کاوش قرار دهد.

ضرورت انجام این پژوهش از سه منظر کلیدی قابل توجیه است که هر کدام خلأهای مهمی در ادبیات موجود و عمل سیاست‌گذاری را برجسته می‌سازند و انجام این مطالعه را برای پیشبرد دانش علمی و کاربردی ضروری می‌نمایند. از منظر نظری، علی‌رغم کاربرد گسترده چارچوب جریان‌های چندگانه کینگدان در تحلیل سیاست‌های عمومی در کشورهای مختلف از جمله حوزه‌های سلامت، آموزش و محیط زیست که توسط محققانی همچون زاهاریادیس و هروگک مستند شده است، تاکنون هیچ مطالعه جامعی این چارچوب را برای تحلیل فرآیند

<sup>1</sup> Levine & Zervos



سیاست‌گذاری بازارهای سرمایه آفشور در اقتصادهای تحریم‌شده و به ویژه در ایران به کار نگرفته است که این خلأ نظری موجب شده تا مکانیزم‌های شکل‌گیری و باز شدن پنجره‌های سیاستی در حوزه مالی بین‌المللی به درستی درک نشود. از منظر عملی و سیاستی، ایران با وجود برخورداری از هشت منطقه آزاد تجاری-صنعتی فعال که از معافیت‌های مالیاتی بیست ساله و انعطاف قانونی قابل توجهی برخوردار هستند، هنوز نتوانسته است بورس بین‌المللی خود را به عنوان یک مرکز مالی منطقه‌ای تأسیس کند در حالی که کشورهایی با ظرفیت‌های مشابه یا کمتر مانند قزاقستان با بورس آستانه و امارات با نزدیک دبی توانسته‌اند در این زمینه موفقیت‌های چشمگیری کسب نمایند که این شکاف عملکرد نشان می‌دهد فهم ناکافی از دینامیک‌های سیاست‌گذاری موجب شده تا فرصت‌های سیاستی به درستی شناسایی و بهره‌برداری نشوند. از منظر اقتصادی و توسعه‌ای، با توجه به نیاز فزاینده ایران به تنوع‌بخشی منابع مالی و کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی که توسط سازمان‌های بین‌المللی از جمله صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی به طور مکرر تأکید شده است، ایجاد بورس بین‌المللی می‌تواند به عنوان یک کانال مهم برای جذب سرمایه خارجی، توسعه ابزارهای مالی اسلامی، و ارتقای جایگاه ایران در زنجیره ارزش مالی منطقه عمل کند که عدم شناخت دقیق از عوامل موفقیت و موانع سیاستی این امر، می‌تواند فرصت‌های اقتصادی مهمی را از دست برود.

هدف اصلی این پژوهش، تحلیل فرآیند خط‌مشی‌گذاری برای تأسیس بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران با استفاده از چارچوب نظری جریان‌های چندگانه کینگدان است. این چارچوب به عنوان یکی از تأثیرگذارترین نظریه‌ها در حوزه تحلیل خط‌مشی‌گذاری عمومی، امکان بررسی سیستماتیک و جامع فرآیندهای پیچیده تصمیم‌گیری سیاستی را فراهم می‌آورد (کینگدان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

اهداف فرعی پژوهش شامل شناسایی و تحلیل عمیق جریان مسائل مرتبط با ضرورت ایجاد بورس بین‌المللی در ایران است. این بخش از پژوهش به بررسی چالش‌های موجود،

<sup>1</sup> Kingdon

فرصت‌های از دست رفته، و تأثیرات منفی وضعیت کنونی بر اقتصاد کشور می‌پردازد. همچنین، نحوه تعریف و قاب‌بندی این مسائل توسط کنشگران مختلف سیاسی نیز مورد بررسی قرار می‌گیرد.

بررسی جامع راه‌حل‌های موجود بر اساس تجربیات بورس‌های بین‌المللی موفق در سایر کشورها نیز یکی دیگر از اهداف فرعی محسوب می‌شود. این هدف شامل تحلیل مقایسه‌ای ساختار، عملکرد، و عوامل موفقیت بورس‌های مختلف بین‌المللی است تا الگوهای قابل اجرا و مناسب برای شرایط ایران شناسایی شوند.

تحلیل جریان سیاسی و شناسایی کارآفرینان خط‌مشی نیز بخش مهمی از اهداف پژوهش را تشکیل می‌دهد. این بخش به بررسی فضای سیاسی، موازنه قدرت، منافع گروه‌های مختلف، و نقش افراد کلیدی در پیشبرد یا مقاومت در برابر ایده تأسیس بورس بین‌المللی می‌پردازد. تعیین زمان مناسب برای باز شدن پنجره فرصت سیاسی نیز هدف نهایی پژوهش است. این هدف شامل تحلیل شرایط همگرایی سه جریان و شناسایی لحظات بحرانی که امکان تصویب و اجرای سیاست تأسیس بورس بین‌المللی را فراهم می‌آورد، است.

### مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

مراکز مالی آفشور به‌عنوان پدیده‌ای نسبتاً جدید در اقتصاد جهانی، تعاریف متعددی را در ادبیات اقتصادی و مالی به خود اختصاص داده‌اند. صندوق بین‌المللی پول، یکی از جامع‌ترین تعاریف را ارائه داده و مراکز مالی آفشور را بر اساس سه معیار اصلی مشخص کرده است (صندوق بین‌المللی پول<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). نخستین معیار، نسبت بالای دارایی‌ها و بدهی‌های خارجی به داخلی است که نشان‌دهنده جهت‌گیری بین‌المللی این مراکز می‌باشد. دومین معیار، ارائه خدمات مالی عمدتاً به غیرمقیمان است که تمایز اساسی این مراکز با نهادهای مالی سنتی را مشخص می‌کند. سومین معیار نیز وجود مزایای مالیاتی و نظارتی ویژه است که انگیزه اصلی استقرار فعالیت‌های مالی در این مناطق محسوب می‌شود.

پالان در تحلیل جامع خود، مراکز مالی آفشور را به‌عنوان مناطقی تعریف می‌کند که با ارائه مقررات منعطف، معافیت‌های مالیاتی، و حفظ محرمانگی اطلاعات، محیطی جذاب برای

<sup>1</sup> IMF



فعالیت های مالی بین المللی فراهم می آورند (پالان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). این تعریف بر جنبه های نهادی و قانونی این مراکز تأکید دارد و نشان می دهد که موفقیت آن ها نه تنها به عوامل اقتصادی بلکه به طراحی مناسب چارچوب حقوقی و نظارتی نیز وابسته است.

از منظر ساختاری، مراکز مالی آفشور معمولاً دارای ویژگی های مشترکی هستند که آن ها را از مراکز مالی سنتی متمایز می سازد. یکی از مهم ترین این ویژگی ها، وجود رژیم مالیاتی ترجیحی است که ممکن است شامل معافیت کامل از مالیات، نرخ های بسیار پایین، یا ساختار مالیاتی انتخابی باشد (رز و اشپیگل<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷). این مزایای مالیاتی نه تنها هزینه های عملیاتی را کاهش می دهد بلکه بازدهی سرمایه گذاری را نیز افزایش می یابد.

مقررات نظارتی منعطف نیز یکی دیگر از ویژگی های کلیدی این مراکز محسوب می شود. این انعطاف ممکن است شامل فرآیندهای ساده تر مجوزدهی، الزامات کمتر گزارشگری، یا معیارهای آسان تر پذیرش باشد (همپتون و کریستنسن<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). با این حال، مهم است که این انعطاف نباید به معنای نادیده گرفتن استانداردهای بین المللی مبارزه با پولشویی و تأمین مالی تروریسم باشد.

بورس های آفشور به عنوان بخش مهمی از مراکز مالی آفشور، نقش کلیدی در تسهیل جریان سرمایه بین المللی، مدیریت ریسک، و ارائه فرصت های سرمایه گذاری متنوع ایفا می کنند. هندرسون و همکاران در مطالعه خود نشان دادند که بورس های آفشور می توانند به عنوان پل ارتباطی مؤثر میان بازارهای سرمایه داخلی و بین المللی عمل کنند (هندرسون و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۸). این نقش واسطه ای به ویژه برای کشورهایی که با محدودیت های دسترسی به بازارهای مالی جهانی مواجه هستند، اهمیت ویژه ای دارد.

از نظر عملکرد، بورس های آفشور معمولاً در چندین حوزه اصلی فعالیت می کنند. اولین حوزه، پذیرش و معاملات اوراق بهادار شرکت های خارجی است که امکان دسترسی این

<sup>1</sup> Palan

<sup>2</sup> Rose & Spiegel, 2007

<sup>3</sup> Hampton & Christensen

<sup>4</sup> Henderson et al., 2018

شرکت‌ها به سرمایه‌گذاران بین‌المللی را فراهم می‌آورد (وویچک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). این امکان به‌ویژه برای شرکت‌هایی که به دلایل مختلف نمی‌توانند در بورس‌های اصلی پذیرش شوند، ارزشمند است.

دومین حوزه فعالیت، ارائه ابزارهای مدیریت ریسک مالی است. بورس‌های آفشور اغلب امکان معامله انواع مشتقات مالی، اوراق بدهی، و ابزارهای پوشش ریسک را فراهم می‌آورند که برای سرمایه‌گذاران بین‌المللی ضروری است (هال<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). این ابزارها به‌ویژه برای مدیریت ریسک نرخ ارز، نرخ بهره، و ریسک اعتباری مورد استفاده قرار می‌گیرند. سومین حوزه، تسهیل فعالیت‌های تأمین مالی بین‌المللی است. بورس‌های آفشور امکان انتشار اوراق بدهی، صکوک، و سایر ابزارهای تأمین مالی را برای دولت‌ها و شرکت‌های خارجی فراهم می‌آورند. این امکان به‌ویژه برای کشورهای در حال توسعه که نیاز به منابع مالی خارجی دارند، اهمیت زیادی دارد.

مطالعه تجربیات بورس‌های بین‌المللی موفق نشان می‌دهد که عوامل متعددی در موفقیت آن‌ها نقش دارند. تجربه بورس آستانه در قزاقستان یکی از جدیدترین و جالب‌ترین نمونه‌ها محسوب می‌شود (مرکز مالی بین‌المللی آستانه<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). این بورس که در سال ۲۰۱۷ راه‌اندازی شد، توانست در مدت کوتاهی جایگاه مهمی در منطقه آسیای مرکزی کسب کند. یکی از عوامل کلیدی موفقیت این بورس، ایجاد ساختار حقوقی ترکیبی بود که از حقوق عرفی انگلستان الهام گرفته و با شرایط محلی تطبیق یافته است.

تجربه نزدیک دبی نیز الگوی مناسبی برای کشورهای منطقه محسوب می‌شود (نزدک دبی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). این بورس که در سال ۲۰۰۵ تأسیس شد، توانست با تمرکز بر ابزارهای مالی اسلامی و جذب شرکت‌های منطقه خاورمیانه، نقش مهمی در توسعه بازار سرمایه منطقه ایفا کند. یکی از نوآوری‌های مهم این بورس، ایجاد شاخص‌های اختصاصی برای ابزارهای مالی اسلامی بود که به توسعه این بازار کمک شایانی کرد.

بورس استانبول نیز تجربه جالبی در زمینه بین‌المللی‌سازی فعالیت‌ها دارد (بورس استانبول<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). این بورس توانست با جذب سرمایه‌گذاری خارجی و ایجاد بخش بین‌المللی، نقش

<sup>۱</sup> Wójcik

<sup>۲</sup> Hull

<sup>۳</sup> Astana International Financial Centre (AIFC)

<sup>۴</sup> NASDAQ Dubai

<sup>۵</sup> Borsa Istanbul



مهمی در اقتصاد ترکیه ایفا کند. یکی از عوامل موفقیت این بورس، تمرکز بر جذب شرکت‌های منطقه و ارائه خدمات مالی متنوع بوده است.

بر اساس مبانی نظری ارائه شده درباره مراکز مالی آفشور، نقش و کارکرد بورس‌های بین‌المللی، و چارچوب جریان‌های چندگانه کینگدان به عنوان ابزار تحلیلی این پژوهش، چهار فرضیه اصلی برای بررسی امکان‌سنجی و تحلیل فرآیند سیاست‌گذاری تأسیس بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران تدوین می‌شود که هر کدام یکی از جریان‌های اصلی یا همگرایی آنها را مورد آزمون قرار می‌دهد.

فرضیه اول: تحریم‌های بین‌المللی و محدودیت‌های ارزی به‌عنوان عوامل تشکیل‌دهنده جریان مسئله، توجه سیاست‌گذاران ایرانی را به ضرورت ایجاد راهکارهای جایگزین برای دسترسی به بازارهای مالی بین‌المللی جلب کرده و زمینه تعریف تأسیس بورس بین‌المللی به‌عنوان اولویت سیاستی را فراهم آورده است.

فرضیه دوم: تجربیات موفق بورس‌های بین‌المللی در کشورهای مختلف، مجموعه‌ای از راه‌حل‌های آماده و قابل‌اجرا برای طراحی و پیاده‌سازی بورس بین‌المللی در ایران فراهم می‌آورد که می‌تواند جریان راه‌حل را تشکیل دهد.

فرضیه سوم: تأکید سیاست‌های کلان اقتصادی ایران بر توسعه مناطق آزاد، جذب سرمایه‌گذاری خارجی، و کاهش وابستگی به درآمدهای نفتی، فضای سیاسی مساعدی برای تأسیس بورس بین‌المللی ایجاد کرده که می‌تواند جریان سیاست را شکل دهد.

فرضیه چهارم: همگرایی سه جریان مسئله، راه‌حل و سیاست در شرایط کنونی، پنجره فرصتی برای تأسیس بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران ایجاد می‌کند که با حضور کارآفرینان خط‌مشی مناسب قابل بهره‌برداری است.

با توجه به مبانی نظری ارائه شده درباره چارچوب جریان‌های چندگانه و اهمیت بورس‌های بین‌المللی در اقتصاد جهانی، در بخش بعدی روش‌شناسی پژوهش به تفصیل تشریح می‌شود که چگونه این چارچوب نظری برای تحلیل سیاست‌گذاری بورس بین‌المللی در مناطق

آزاد ایران به کار گرفته شده و چه ابزارهای تحلیلی برای جمع‌آوری و پردازش داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته است.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع کیفی-تحلیلی است که با رویکرد تفسیری به تحلیل فرآیند خط‌مشی‌گذاری می‌پردازد. انتخاب رویکرد کیفی به دلیل ماهیت اکتشافی موضوع و نیاز به درک عمیق از پیچیدگی‌های فرآیند خط‌مشی‌گذاری صورت گرفته است (کرسول و پوث<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). این رویکرد امکان بررسی دقیق زمینه‌ها، فرآیندها، و معانی نهفته در اسناد سیاستی را فراهم می‌آورد.

استفاده از چارچوب جریان‌های چندگانه به‌عنوان لنز نظری، امکان تحلیل سیستماتیک و عمیق فرآیند خط‌مشی‌گذاری را فراهم می‌کند. بر اساس یافته‌های جونز و همکاران، حدود ۸۸ درصد از مطالعات مربوط به چارچوب جریان‌های چندگانه از روش‌های کیفی استفاده می‌کنند (جونز<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۵).

چارچوب جریان‌های چندگانه که توسط جان کینگدان در سال ۱۹۸۴ توسعه یافت، یکی از تأثیرگذارترین و پرکاربردترین نظریه‌ها در حوزه تحلیل خط‌مشی‌گذاری عمومی محسوب می‌شود (کینگدان، ۲۰۱۴). این چارچوب بر پایه فرضیه اساسی استوار است که تغییر خط‌مشی زمانی رخ می‌دهد که سه جریان مستقل و موازی در زمان مناسب به هم متصل شوند و پنجره فرصتی برای تغییر ایجاد گردد.

جریان اول، جریان مسائل نامیده می‌شود که شامل شرایط، وقایع، و موقعیت‌هایی است که توجه سیاست‌گذاران و افکار عمومی را جلب می‌کند (زاهاریادیس<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). این جریان ممکن است شامل بحران‌ها، مشکلات اجتماعی، یا تغییراتی باشد که به‌عنوان مسئله تعریف می‌شوند. مهم است که در نظر داشته باشیم که همه شرایط نامطلوب به‌عنوان مسئله تعریف نمی‌شوند و فرآیند تعریف مسئله تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد.

جریان دوم، جریان راه‌حل‌ها نام دارد که شامل ایده‌ها، پیشنهادات، و گزینه‌های موجود برای مقابله با مسائل است (کوهن و همکاران<sup>۴</sup>، ۱۹۷۲). این جریان معمولاً توسط کارشناسان،

<sup>1</sup> Creswell & Poth

<sup>2</sup> Jones

<sup>3</sup> Zahariadis

<sup>4</sup> Cohen



محققان، مشاوران، و گروه‌های ذینفع شکل می‌گیرد. راه‌حل‌ها ممکن است مدت‌ها قبل از شناسایی مسئله مطرح شده باشند و در انتظار فرصت مناسب برای اجرا باشند.

جریان سوم، جریان سیاست‌نمیده می‌شود که شامل فضای سیاسی، موازنه قدرت، اراده سیاسی، و محیط تصمیم‌گیری است (باومگارتنر و جونز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). این جریان تحت تأثیر عواملی نظیر تغییرات در ترکیب دولت، تحولات افکار عمومی، فشارهای گروه‌های ذینفع، و رویدادهای سیاسی قرار دارد.

یکی از عناصر کلیدی در چارچوب جریان‌های چندگانه، نقش کارآفرینان خطمشی است. این افراد یا گروه‌ها وظیفه اتصال سه جریان و استفاده از پنجره‌های فرصت را بر عهده دارند (مینتروم و نورمن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). کارآفرینان خطمشی معمولاً دارای سه ویژگی کلیدی هستند: دسترسی به تصمیم‌گیران و مراکز قدرت، تخصص فنی و دانش عمیق در زمینه مورد نظر، و مهارت‌های سیاسی و مذاکره.

رابرتز و کینگ<sup>۳</sup> در مطالعه خود نشان دادند که کارآفرینان خطمشی نقش‌های متعددی ایفا می‌کنند (رابرتس و کینگ<sup>۴</sup>، ۱۹۹۱). آن‌ها مسائل را شناسایی و قاب‌بندی می‌کنند، راه‌حل‌ها را توسعه و تبلیغ می‌نمایند، ائتلاف‌ها و شبکه‌های حمایتی تشکیل می‌دهند، و در نهایت از فرصت‌های سیاسی برای پیشبرد اهداف خود استفاده می‌کنند.

روش گردآوری داده‌ها در این پژوهش، کتابخانه‌ای و اسنادی بر اساس رویکرد READ است. این رویکرد شامل چهار مرحله است: آماده‌سازی مواد، استخراج داده‌ها، تحلیل داده‌ها و تقطیر یافته‌ها (بوئن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹). داده‌های مورد نیاز از منابع مختلف شامل گزارش‌های رسمی بورس‌های بین‌المللی، اسناد سازمان‌های بین‌المللی، مقالات علمی معتبر، و قوانین و مقررات مربوطه گردآوری شده است.

<sup>1</sup> Baumgartner & Jones

<sup>2</sup> Mintrom & Norman

<sup>3</sup> Roberts & King

<sup>4</sup> Bowen

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه بورس‌های بین‌المللی و آفشور فعال در سطح جهان است. نمونه‌گیری به روش هدفمند انجام شده و ۱۱ بورس بر اساس معیارهای تنوع جغرافیایی، ساختار حقوقی، ابزارهای مالی، و موفقیت در جذب سرمایه خارجی انتخاب شده‌اند. تحلیل داده‌ها نیز با استفاده از روش تحلیل محتوای کیفی بر اساس رویکرد کدگذاری موضوعی انجام شده است (مایلز<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). فرآیند تحلیل در سه مرحله انجام شده است: کدگذاری اولیه، کدگذاری محوری، و کدگذاری انتخابی.

برای تضمین اعتبار و روایی یافته‌های پژوهش حاضر و کنترل سوگیری‌های احتمالی تحلیلگر، از استراتژی سه‌سویه‌سازی داده‌ها به عنوان یک روش معتبر در پژوهش‌های کیفی استفاده شده است که توسط محققان برجسته‌ای همچون دنزین و کرسول مورد تأیید قرار گرفته است. این استراتژی شامل سه سطح اعتبارسنجی متمایز بوده که هر کدام به کاهش خطاهای سیستماتیک و افزایش قابلیت اطمینان نتایج کمک می‌کنند. در سطح نخست، سه‌سویه‌سازی روشی اعمال شده که از طریق ترکیب تحلیل اسنادی، بررسی مقایسه‌ای تطبیقی، و مطالعه موردی چندگانه، یافته‌های پژوهش از زوایای متفاوت مورد ارزیابی قرار گرفته است. در سطح دوم، سه‌سویه‌سازی منابع داده‌ای به کار رفته که شامل بهره‌گیری از منابع سازمانی رسمی مانند گزارشات بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، اسناد قانونی و مقرراتی مناطق آزاد ایران، و مطالعات علمی منتشر شده در مجلات معتبر بین‌المللی دارای ضریب تأثیر بالا می‌باشد که این تنوع در منابع، امکان بررسی متقاطع و تأیید متقابل اطلاعات را فراهم آورده است. در سطح سوم، برای کنترل سوگیری تحلیلگر، فرآیند بازتابی منظم طی مراحل مختلف تحلیل داده‌ها اجرا شده که محقق به طور مستمر فرضیات، ارزش‌ها و پیش‌زمینه‌های نظری خود را مورد بازبینی قرار داده و تأثیر احتمالی آنها بر تفسیر داده‌ها را شناسایی و مدیریت کرده است. همچنین جهت افزایش اعتبار خارجی یافته‌ها، مشاوره با سه نفر از خبرگان سیاست‌گذاری بازار سرمایه که دارای تجربه عملی در مناطق آزاد ایران هستند صورت پذیرفته تا بتوانند دیدگاه‌های انتقادی و پیشنهادات اصلاحی خود را درباره چارچوب تحلیلی و یافته‌های اولیه پژوهش ارائه نمایند.

### تطبیق چارچوب جریان‌های چندگانه با ساختار نهادی و حقوقی ایران

<sup>1</sup> Miles



تطبیق چارچوب جریان‌های چندگانه کینگدان با بافت سیاست‌گذاری ایران، نیازمند درک عمیق ویژگی‌های منحصربه‌فرد ساختار نهادی و حقوقی کشور است که به طور قابل توجهی با ساختار نظام فدرال ایالات متحده که این چارچوب در آن توسعه یافته متفاوت می‌باشد. در نظام سیاست‌گذاری ایران، ساختار نهادی چندلایه شامل مجلس شورای اسلامی به عنوان قوه مقننه، شورای عالی مناطق آزاد و ویژه اقتصادی به عنوان نهاد تصمیم‌گیر کلان، و سازمان‌های اجرایی خودمختار هر منطقه آزاد است که هر کدام نقش‌های متمایز اما در هم تنیده‌ای در فرآیند سیاست‌گذاری ایفا می‌کنند. بر خلاف نظام آمریکایی که کینگدان آن را بررسی کرده است، در ایران جریان سیاست‌گذاری تحت تأثیر مستقیم قانون برنامه توسعه پنج‌ساله کشور قرار دارد که چارچوبی قانونی الزام‌آور برای همه نهادها ایجاد می‌کند و فضای مانور را برای کارآفرینان سیاستی محدودتر اما هدفمندتر می‌سازد. علاوه بر این، قانون تأسیس و اداره مناطق آزاد تجاری-صنعتی جمهوری اسلامی ایران مصوب سال ۱۳۷۲ و اصلاحیه‌های بعدی آن، چارچوب حقوقی مشخصی را برای معافیت‌های مالیاتی بیست ساله، آزادی ورود و خروج سرمایه، و استقلال سازمانی هر منطقه فراهم آورده که این ویژگی‌ها پنجره‌های سیاستی متفاوتی نسبت به سیستم آمریکایی ایجاد می‌کنند. در زمینه جریان مسأله، تحریم‌های اقتصادی بین‌المللی نه تنها به عنوان یک شاخص مشکل عمل می‌کنند بلکه به عنوان یک رویداد کانونی مستمر، توجه سیاست‌گذاران را به طور پایدار به سمت راه‌حل‌های جایگزین تأمین مالی و دسترسی به بازارهای سرمایه معطوف نگه داشته‌اند که این ویژگی منحصربه‌فرد است و در مدل اصلی کینگدان کمتر دیده می‌شود. در جریان راه‌حل، نقش بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان نهادهای کارشناسی که هم وظایف نظارتی و هم مشاوره‌ای دارند، باعث می‌شود که جریان سیاست به طور نزدیک‌تری با جریان سیاسی پیوند بخورد زیرا این نهادها باید هم کارایی اقتصادی و هم پذیرش سیاسی را به طور همزمان در نظر بگیرند. پس از تبیین رویکرد روش‌شناختی، استراتژی‌های اعتبارسنجی، و تطبیق چارچوب نظری با ساختار نهادی ایران که در بخش‌های قبلی ارائه شد، در بخش یافته‌ها نتایج تحلیل یازده بورس بین‌المللی و همچنین تحلیل سه جریان اصلی در بستر سیاست‌گذاری

ایران به تفصیل ارائه می‌شود که این یافته‌ها چشم‌اندازی جامع از چگونگی همگرایی جریان‌های مسأله، راه‌حل و سیاست در زمینه ایجاد بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران فراهم می‌آورد.

### یافته‌های پژوهش

#### تحلیل جریان مسأله

تحلیل اسناد و داده‌ها نشان می‌دهد که سه مسأله اصلی توجه سیاست‌گذاران ایرانی را به ضرورت تأسیس بورس بین‌المللی جلب کرده است. این مسائل که در طول دو دهه گذشته به تدریج شدت یافته‌اند، زمینه تعریف تأسیس بورس بین‌المللی به عنوان یک اولویت سیاستی را فراهم آورده‌اند.

تحریم‌های بین‌المللی که از دهه ۱۹۸۰ آغاز شده و در سال‌های اخیر به شدت تشدید یافته است، یکی از اصلی‌ترین عوامل محدودکننده دسترسی ایران به بازارهای مالی بین‌المللی محسوب می‌شود (نفیو، ۲۰۱۸). این تحریم‌ها نه تنها دسترسی نهادهای مالی ایرانی به سیستم سوئیفت<sup>۱</sup> و شبکه بانکی بین‌المللی را قطع کرده بلکه امکان حضور شرکت‌های ایرانی در بورس‌های معتبر بین‌المللی را نیز بسیار محدود ساخته است.

تأثیر این محدودیت‌ها بر اقتصاد ایران قابل توجه بوده است. بر اساس گزارش بانک جهانی، جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به ایران در سال ۲۰۲۱ تنها ۱.۷ میلیارد دلار بوده که نسبت به پتانسیل اقتصادی کشور بسیار پایین است (بانک جهانی،<sup>۲</sup> ۲۰۲۲). این رقم در مقایسه با کشورهای منطقه نظیر امارات (۲۰.۷ میلیارد دلار) و ترکیه (۹.۱ میلیارد دلار) تفاوت چشمگیری نشان می‌دهد. پس از تحلیل جریان مسأله که نشان داد تحریم‌های بین‌المللی، محدودیت‌های ارزی، و نیاز به تأمین مالی خارجی به عنوان سه مسأله اصلی، توجه سیاست‌گذاران ایرانی را به ضرورت یافتن راه‌حل‌های جایگزین جلب کرده‌اند، اکنون به تحلیل جریان راه‌حل می‌پردازیم که شامل بررسی جامع تجربیات یازده بورس بین‌المللی منتخب از نقاط مختلف جهان است تا الگوهای موفق و قابل اجرا برای طراحی بورس بین‌المللی ایران شناسایی شوند.

<sup>۱</sup> SWIFT

<sup>۲</sup> World Bank



علاوه بر محدودیت‌های کمی، کیفیت سرمایه‌گذاری خارجی نیز تحت تأثیر قرار گرفته است. سرمایه‌گذاران بین‌المللی معتبر اغلب به دلیل ریسک‌های قانونی و تنظیمی از سرمایه‌گذاری در ایران خودداری می‌کنند و این موضوع منجر به محدودیت در انتقال فناوری و دانش مدیریتی شده است (فرزانگان و هایو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

محدودیت‌های ارزی که تا حد زیادی تبعی از تحریم‌های بین‌المللی است، دومین مسئله مهم در جریان مسائل محسوب می‌شود. این محدودیت‌ها شامل عدم امکان انتقال آزاد ارز، محدودیت در استفاده از ارزهای معتبر بین‌المللی، و نوسانات شدید نرخ ارز است (کوزانوف، ۲۰۲۲).

نوسانات نرخ ارز در ایران طی سال‌های اخیر به‌طور قابل‌توجهی افزایش یافته است. بر اساس آمار بانک مرکزی، انحراف معیار نرخ ارز در دوره ۲۰۲۲-۲۰۱۸ حدود ۳۵ درصد بوده که این رقم در مقایسه با کشورهای منطقه بسیار بالا است. این نوسانات شدید، مدیریت ریسک را برای سرمایه‌گذاران خارجی دشوار ساخته و جذابیت سرمایه‌گذاری در ایران را کاهش داده است.

عدم دسترسی به ابزارهای مالی متعارف برای پوشش ریسک نرخ ارز نیز مسئله دیگری است که سرمایه‌گذاران خارجی با آن مواجه هستند (صالحی اصفهانی و همکاران، ۲۰۱۴). در حالی که در بازارهای توسعه‌یافته امکان استفاده از انواع مختلف ابزارهای مشتقه برای مدیریت ریسک ارزی وجود دارد، در ایران چنین امکاناتی بسیار محدود است.

سومین مسئله مهم، نیاز فزاینده به تأمین مالی پروژه‌های زیرساختی و توسعه‌ای است که منابع داخلی برای تأمین آن کافی نیست. بر اساس برآوردهای وزارت راه و شهرسازی، ایران برای تکمیل پروژه‌های زیرساختی در نظر گرفته شده در برنامه ششم توسعه، به حدود ۱۵۰ میلیارد دلار سرمایه‌گذاری نیاز دارد که تأمین آن از طریق منابع داخلی تنها امکان‌پذیر نیست.

---

<sup>1</sup> Farzanegan & Hayo

این مسئله به‌ویژه در حوزه‌هایی نظیر حمل‌ونقل، انرژی، آب و فاضلاب، و ارتباطات و فناوری اطلاعات بروز پیدا کرده است. عدم دسترسی به منابع مالی خارجی، اجرای بسیاری از این پروژه‌ها را به تأخیر انداخته یا منجر به کاهش کیفیت اجرا شده است (صالحی اصفهانی، ۲۰۲۰).

فرآیند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی نیز با چالش مشابهی مواجه است. بسیاری از این شرکت‌ها به دلیل اندازه بزرگ و نیاز به سرمایه‌گذاری قابل توجه، تنها با حضور سرمایه‌گذاران خارجی قابل خصوصی‌سازی هستند (آموزگار<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

### تحلیل جریان راه‌حل

بررسی تجربیات ۱۱ بورس بین‌المللی منتخب، طیف وسیعی از راه‌حل‌های قابل اجرا و الگوهای موفق را نشان می‌دهد که می‌تواند مبنای طراحی بورس بین‌المللی ایران قرار گیرد. این راه‌حل‌ها که در طول سال‌ها توسط کشورهای مختلف توسعه یافته‌اند، ثابت کرده‌اند که در شرایط مناسب قابل اجرا و مؤثر هستند.

تحلیل ساختار سهامداری بورس‌های منتخب، سه مدل اصلی را نشان می‌دهد که هر کدام مزایا و چالش‌های خاص خود را دارند.

مدل ترکیبی: این مدل که در بورس‌های آستانه و استانبول به‌کارگیری شده، شامل مشارکت نهادهای داخلی و شرکای خارجی یا منطقه‌ای است. در بورس آستانه، ۲۵.۱ درصد سهام متعلق به بورس شانگهای، ۵۱ درصد متعلق به صندوق ثروت ملی قزاقستان، و مابقی در اختیار سایر شرکا قرار دارد (مرکز مالی بین‌المللی آستانه، ۲۰۲۰). این ساختار امکان بهره‌مندی از تجربه بین‌المللی و در عین حال حفظ کنترل ملی را فراهم می‌آورد.

مدل متمرکز داخلی: این مدل که در نزدک دبی و برمودا مشاهده می‌شود، تمرکز بیشتری بر مالکیت نهادهای داخلی دارد. در نزدک دبی، ۶۶ درصد سهام متعلق به بازار مالی دبی و ۳۳ درصد متعلق به بورس دبی است (نزدک دبی، ۲۰۱۹). این مدل کنترل بیشتری بر تصمیمات استراتژیک فراهم می‌آورد اما ممکن است از مزایای مشارکت بین‌المللی محروم باشد.

مدل دولتی-نیمه‌دولتی: این مدل که در بورس‌هایی نظیر قبرس و کیمن مشاهده می‌شود، نقش دولت را پررنگ‌تر نشان می‌دهد. این مدل اگرچه ثبات بیشتری دارد اما ممکن است انعطاف و نوآوری کمتری داشته باشد.

<sup>1</sup> Amuzegar



تحلیل ابزارهای مالی ارائه شده توسط بورس های مختلف، راهکارهای متنوعی برای تخصص یابی و جذب سرمایه گذاران هدف نشان می دهد.

تمرکز بر ابزارهای اسلامی: نزدک دبی و لابوان دو نمونه موفق از بورس هایی هستند که بر ابزارهای مالی اسلامی تمرکز کرده اند. نزدک دبی بیش از ۴۰ درصد از معاملات خود را بر روی صکوک و سایر ابزارهای مالی اسلامی انجام می دهد (بانک توسعه اسلامی، ۲۰۲۱). این تخصص یابی امکان جذب سرمایه گذاران کشورهای اسلامی و نیز سرمایه گذارانی که به دنبال سرمایه گذاری مطابق با اصول شریعت هستند را فراهم می آورد.

تمرکز بر اوراق بیمه ای: بورس برمودا نمونه منحصربه فردی از تخصص یابی در ابزارهای مرتبط با صنعت بیمه است. بیش از ۸۰ درصد از معاملات این بورس مربوط به اوراق بیمه ای<sup>۱</sup> است که آن را به یکی از مراکز اصلی تأمین مالی ریسک های فاجعه تبدیل کرده است (بورس اوراق بهادار برمودا، ۲۰۲۱).

رویکرد جامع: بورس هایی نظیر استانبول و آستانه رویکرد جامع تری اتخاذ کرده اند و طیف وسیعی از ابزارهای مالی شامل سهام، اوراق بدهی، مشتقات، و صندوق های سرمایه گذاری را ارائه می دهند (بورس استانبول، ۲۰۱۸).

تحلیل چارچوب های حقوقی نشان می دهد که بیشتر بورس های موفق از ترکیبی از قوانین بین المللی و محلی استفاده می کنند.

حقوق عرفی انگلستان: بسیاری از بورس های موفق نظیر آستانه، جزایر مانش، و جبل الطارق از حقوق عرفی انگلستان به عنوان مبنای چارچوب حقوقی خود استفاده می کنند. این انتخاب به دلیل شناخته شدگی، پیش بینی پذیری، و انطباق با استانداردهای بین المللی صورت می گیرد (وویچک و برگر، ۲۰۱۰).

<sup>1</sup> Insurance-Linked Securities

<sup>2</sup> Bermuda Stock Exchange

<sup>3</sup> Wójcik & Burger

قوانین ترکیبی: برخی بورس‌ها نظیر نزدک دبی ترکیبی از قوانین مختلف را به کار گرفته‌اند که امکان تطبیق بهتر با شرایط محلی و در عین حال رعایت استانداردهای بین‌المللی را فراهم می‌آورد.

تحلیل سیاست‌های مالیاتی بورس‌های مختلف، طیف وسیعی از مدل‌های تشویقی را نشان می‌دهد.

معافیت کامل: برخی بورس‌ها نظیر جزایر کیمن و برمودا معافیت کامل مالیاتی برای فعالیت‌های مالی ارائه می‌دهند. این مدل اگرچه جذابیت بالایی دارد اما ممکن است با فشارهای بین‌المللی مواجه شود (سازمان همکاری اقتصادی و توسعه<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

نرخ‌های ترجیحی: بورس‌هایی نظیر آستانه و استانبول نرخ‌های مالیاتی ترجیحی ارائه می‌دهند که در عین حفظ درآمد دولتی، انگیزه کافی برای سرمایه‌گذاری فراهم می‌آورد.

معافیت‌های موقت: برخی بورس‌ها معافیت‌های مالیاتی موقت برای دوره‌های مشخص ارائه می‌دهند که امکان جذب سرمایه‌گذاری اولیه و در عین حال انتقال تدریجی به سیستم مالیاتی عادی را فراهم می‌آورد.

جدول ۱: بررسی بورس‌های آفشور

| بورس         | اولویت‌ها                                                           | ساختار سهامداری                                                                              | شرایط پذیرش                                                     | ارز معاملات                       | نهاد قانون‌گذار                            | قوانین مرجع                 | فناوری‌های نوین                        |
|--------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|
| آستانه (AIX) | خصوصی‌سازی، جذب سرمایه خارجی، تنوع ابزارهای مالی، همکاری بین‌المللی | Astana International Financial Centre Authority (AIFC) 68.43% Shanghai Stock Exchange 21.18% | حداقل ۱ میلیون دلار (سهام)، ۵۰ میلیون دلار (اوراق)، شفافیت مالی | دلار، یورو، ارزهای منطقه‌ای       | Astana Financial Services Authority (AFSA) | حقوق عرفی (مشابه دبی، لندن) | بلاکچین، توکن‌سازی، همکاری با نزدک     |
| نزدک دبی     | سهام، صکوک، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شاخص‌های FTSE/NASDAQ            | Dubai Financial Market 66% Borse Dubai 33%                                                   | حداقل ۱۰ میلیون دلار، شفافیت مالی                               | دلار، درهم، برنامه برای یورو/پوند | Dubai Financial Services Authority (DFSA)  | حقوق عرفی انگلستان          | زیرساخت دیجیتال، همکاری با Clearstream |

<sup>1</sup> Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)



| بورس              | اولویت ها                                               | ساختار سهامداری                                       | شرایط پذیرش                        | ارز معاملات            | نهاد قانون گذار                                   | قوانین مرجع                                   | فناوری های نوین                       |
|-------------------|---------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------|
| استانبول          | جذب سرمایه خارجی (۶۵٪ سهام شناور)، مشتقات ارزی، صکوک    | Türkiye Wealth Fund 80.60% QH Oil Investments LLC 10% | شفافیت مالی، حاکمیت شرکتی          | لیر ترکیه، مشتقات ارزی | Capital Markets Board (CMB)                       | قانون بازار سرمایه ترکیه (۱۹۸۹)، اصلاح (۲۰۰۸) | زیرساخت دیجیتال، همکاری با NASDAQ     |
| برمودا (BSX)      | اوراق بیمه ای (ILS)، صندوق های سرمایه گذاری، اوراق بدهی | 100% Miami International Holdings (MIH)               | بدون حداقل سرمایه، فرآیند ۷ روزه   | دلار آمریکا            | Bermuda Monetary Authority (BMA)                  | قانون شرکت های بورس برمودا                    | سیستم BEST، بررسی بلاکچین و توکن سازی |
| قبرس (CSE)        | شفافیت، حمایت از سرمایه گذار خرد، حاکمیت شرکتی          | نهاد عمومی بدون سهام تحت نظارت دولت                   | حداقل ۲۵٪ سهام عمومی در بازار اصلی | یورو                   | Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC) | قوانین بورس قبرس (۱۹۹۳-۲۰۰۷)                  | معاملات الکترونیکی، بدون بلاکچین      |
| جزایر مانش (TISE) | اوراق بدهی، صندوق های سرمایه گذاری، بازار خصوصی         | 100% Miami International Holdings (MIH)               | فرآیند سریع، بدون حداقل سرمایه     | پوند انگلیس            | Guernsey Financial Services Commission (GFSC)     | قانون حفاظت از سرمایه گذاران گرنزی (۱۹۸۷)     | پلتفرم های Ekho/NOVA، بررسی توکن سازی |
| جزایر کیمن (CSX)  | صندوق های سرمایه گذاری، اوراق بدهی، SPVها               | ۱۰۰ درصد تحت مالکیت دولت                              | موافقت ۲ روزه، بدون حداقل سرمایه   | دلار کیمن (KYD)        | Stock Exchange Authority                          | قانون بورس کیمن (۱۹۹۶)                        | پلتفرم XETRA، بدون بلاکچین            |
| باربادوس (BSE)    | سهام، اوراق بدهی، بازار بین المللی                      | بدون سهامدار عمده (تحت تملک ۱۸ نهاد مالی و بانک)      | کارمزد پایین، فرآیند تسهیل شده     | دلار باربادوس          | Financial Services Commission (FSC)               | قانون اوراق بهادار ۲۰۰۱-۱۳                    | Trading Engine، بررسی توکن سازی       |

| بورس             | اولویت‌ها                                            | ساختار سهامداری                                   | شرایط پذیرش                      | ارز معاملات    | نهاد قانون‌گذار                                | قوانین مرجع                              | فناوری‌های نوین                       |
|------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------|----------------|------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------|
| مورس (SEM)       | سهام، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بازار توسعه            | Central Depository & Settlement Co. Ltd (CDS) 51% | انعطاف‌پذیر، محدودیت در صنعت شکر | روپیه مورس     | Financial Services Commission (FSC)            | قانون بورس ۱۹۸۸                          | معاملات الکترونیکی، بدون بلاکچین      |
| جبل الطارق (GSX) | اوراق بدهی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، ابزارهای دیجیتال | Valerium Plc 100%                                 | انعطاف‌پذیر، تمرکز بر فین تک     | پوند انگلیس    | Gibraltar Financial Services Commission (GFSC) | قانون ابزارهای مالی اروپا (MiFID) (2004) | پلتفرم MTF، توکن‌سازی، صندوق بیت‌کوین |
| لابوان           | اوراق بدهی اسلامی و متعارف                           | Bursa Malaysia 100%                               | بدون پذیرش سهام از ۲۰۰۷          | دلار، یورو، ین | Labuan Financial Services Authority (LFSA)     | قوانین مالزی یا کشور سرمایه‌گذار         | سیستم معاملاتی بورس مالزی             |

منبع: یافته‌های پژوهش

### تحلیل جریان سیاست

تحلیل فضای سیاسی ایران نشان می‌دهد که شرایط نسبتاً مساعدی برای تأسیس بورس بین‌المللی وجود دارد، اگرچه چالش‌ها و مقاومت‌هایی نیز مشاهده می‌شود. قانون چگونگی اداره مناطق آزاد تجاری-صنعتی و ویژه اقتصادی که در سال ۱۳۷۲ تصویب و بارها اصلاح شده است، زمینه قانونی مناسبی برای تأسیس بورس بین‌المللی فراهم کرده است. این قانون امکان تأسیس نهادهای مالی با مقررات ویژه در مناطق آزاد را پیش‌بینی کرده و زمینه لازم برای ایجاد بورس بین‌المللی را فراهم آورده است. اصلاحات انجام شده در سال‌های اخیر نیز بر گسترش فعالیت‌های مالی در مناطق آزاد تأکید کرده‌اند. قانون جدید مناطق آزاد که در سال ۱۳۹۹ تصویب شد، صراحتاً امکان تأسیس بورس‌های تخصصی و بین‌المللی را پیش‌بینی کرده است. سیاست‌های کلان اقتصاد مقاومتی که از سال ۱۳۹۲ ابلاغ شده‌اند، بر اهمیت تنوع‌بخشی اقتصاد، جذب سرمایه‌گذاری خارجی، و توسعه بازار سرمایه تأکید کرده‌اند. این سیاست‌ها زمینه سیاستی مناسبی برای تأسیس بورس بین‌المللی فراهم آورده‌اند.



برنامه ششم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی نیز به صراحت بر ضرورت توسعه بازارهای مالی و جذب سرمایه گذاری خارجی تأکید کرده است. این برنامه هدف جذب ۱۵ میلیارد دلار سرمایه گذاری خارجی سالیانه را تعیین کرده که تحقق آن مستلزم ایجاد ابزارها و مکانیسم های جدید است.

تحلیل کنشگران سیاستی نشان می دهد که چندین نهاد و فرد کلیدی می توانند نقش کارآفرین خط مشی را در تأسیس بورس بین المللی ایفا کنند.

سازمان بورس و اوراق بهادار: این سازمان به عنوان نهاد اصلی نظارت بر بازار سرمایه، موضع موافق قوی نسبت به تأسیس بورس بین المللی دارد و می تواند نقش کارآفرین اصلی را ایفا کند. این سازمان دارای تخصص فنی، دسترسی به تصمیم گیران، و انگیزه قوی برای توسعه بازار سرمایه است.

دبیرخانه شورای عالی مناطق آزاد: این نهاد به عنوان متولی کلی مناطق آزاد، نقش مهمی در هماهنگی و تسهیل فرآیند تأسیس بورس بین المللی می تواند ایفا کند. حمایت این نهاد برای فراهم آوردن زیرساخت های قانونی و اجرایی ضروری است.

وزارت امور اقتصادی و دارایی: این وزارتخانه به عنوان متولی سیاست های اقتصاد کلان، نقش کلیدی در تعیین جهت گیری های سیاستی دارد. حمایت این وزارتخانه برای تأمین منابع و رفع موانع اداری ضروری است.

علیرغم وجود حمایت ها، مقاومت ها و چالش هایی نیز در فضای سیاستی مشاهده می شود. نگرانی های نظارتی: برخی نهادهای نظارتی نگران احتمال دور زدن مقررات داخلی و کاهش کنترل بر فعالیت های مالی هستند. بانک مرکزی به عنوان نهاد اصلی نظارت بر سیستم مالی، نگرانی هایی در مورد ثبات مالی و کنترل پولی ابراز کرده است.

منافع متضاد: برخی گروه های ذینفع که از وضعیت موجود منتفع می شوند، ممکن است در برابر تغییرات مقاومت کنند. واسطه های مالی سنتی که نگران کاهش سهم بازار خود هستند، ممکن است مقاومت هایی ایجاد کنند.

چالش‌های فنی و اجرایی: پیچیدگی فنی تأسیس بورس بین‌المللی و نیاز به منابع قابل توجه، برخی تصمیم‌گیران را نگران اجرایی بودن پروژه کرده است.

### تحلیل همگرایی جریان‌ها و پنجره فرصت

تحلیل همزمان سه جریان نشان می‌دهد که شرایط برای باز شدن پنجره فرصت سیاستی در حال شکل‌گیری است. این همگرایی که شرط لازم برای تغییر خط‌مشی محسوب می‌شود، فرصت مناسبی برای تأسیس بورس بین‌المللی فراهم آورده است.

جریان مسئله: این جریان در وضعیت بحرانی قرار دارد. تشدید تحریم‌ها، افزایش محدودیت‌های ارزی، و نیاز فزاینده به تأمین مالی خارجی، توجه گسترده سیاست‌گذاران را جلب کرده است. شاخص‌های کمی نشان می‌دهند که آمادگی این جریان در سطح بسیار بالایی (۹ از ۱۰) قرار دارد.

جریان راه‌حل: تجربیات موفق بین‌المللی و وجود الگوهای آماده، این جریان را در وضعیت مطلوبی قرار داده است. طیف وسیع راه‌حل‌های قابل اجرا و تطبیق‌پذیر با شرایط ایران، آمادگی این جریان را در سطح بالایی (۸ از ۱۰) نشان می‌دهد.

جریان سیاست: این جریان در حال شکل‌گیری است. وجود حمایت‌های کلان‌سیاستی و چارچوب قانونی مناسب، در کنار برخی مقاومت‌ها، آمادگی این جریان را در سطح متوسط به بالا (۷ از ۱۰) قرار داده است.

چندین عامل به همگرایی جریان‌ها کمک کرده‌اند:

تشدید فشارهای خارجی: افزایش تحریم‌ها و محدودیت‌ها، ضرورت یافتن راه‌حل‌های جایگزین را بیش از پیش آشکار ساخته است (باتمانقلیچ<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

موفقیت‌های منطقه‌ای: موفقیت بورس‌های منطقه‌ای نظیر آستانه و نزدیک دبی، امکان‌پذیری و سودمندی چنین پروژه‌هایی را نشان داده است.

تغییر نگرش: تغییر نگرش سیاست‌گذاران نسبت به اهمیت بازارهای مالی و ضرورت نوآوری در این حوزه، زمینه مناسبی برای پذیرش ایده‌های جدید فراهم آورده است.

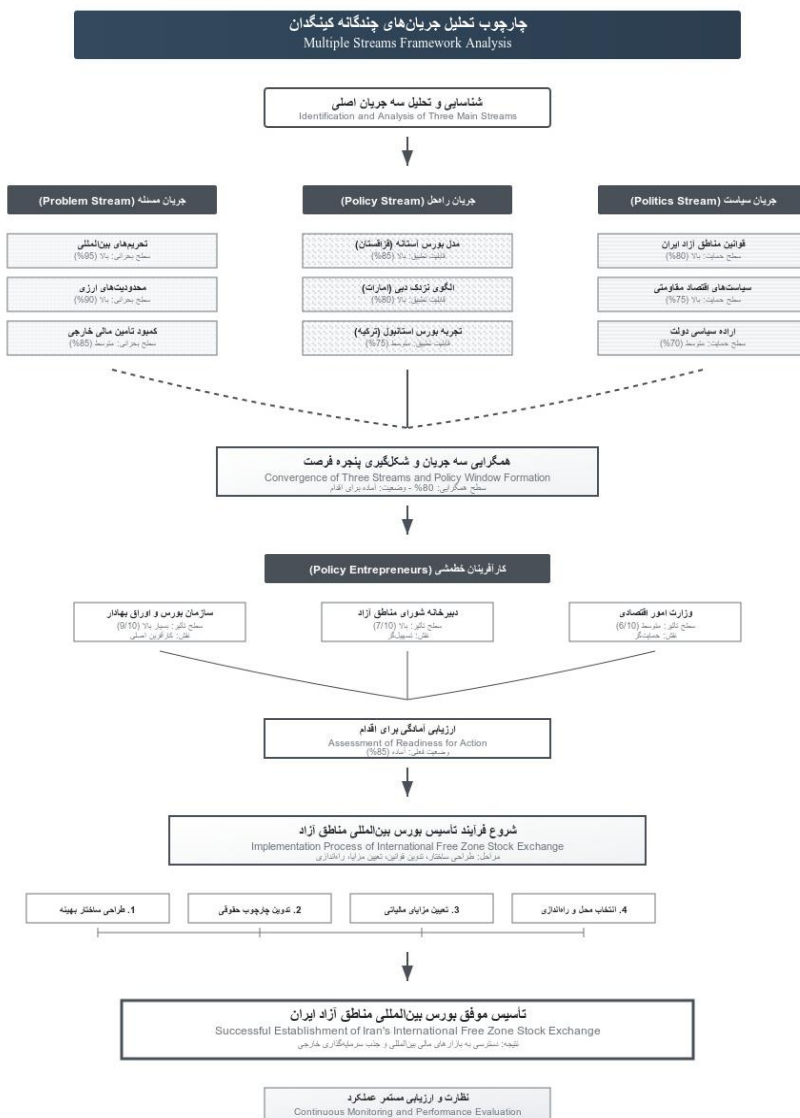
بر اساس تحلیل انجام شده، پنجره فرصت فعلی ویژگی‌های زیر را دارد:

پنجره‌های فرصت معمولاً مدت زمان محدودی دارند. با توجه به شرایط سیاسی و اقتصادی، تخمین زده می‌شود که این پنجره فرصت حدود ۳-۲ سال باز خواهد بود. شدت

<sup>1</sup> Batmanghelidj



پنجره فرصت فعلی قابل توجه است و امکان تصویب و اجرای سیاست‌های مهم را فراهم می‌آورد. بنابراین، این پنجره فرصت دارای ویژگی‌های منحصربه‌فردی است که آن را برای تأسیس بورس بین‌المللی مناسب می‌سازد. یافته‌های این پژوهش به طور جامع نشان می‌دهند که در زمینه ایجاد بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران، هر سه جریان اصلی چارچوب کینگدان به طور همزمان در حال جریان هستند و شرایط لازم برای همگرایی آنها و باز شدن پنجره سیاستی فراهم آمده است که این همگرایی به دلیل وجود مسائل مشخص و فوری در جریان مسأله، در دسترس بودن راه‌حل‌های آزمایش شده و موفق از تجربیات بین‌المللی در جریان سیاست، و اراده سیاسی برای تنوع بخشی منابع مالی در جریان سیاسی، امکان تحقق یافتن این سیاست را به طور قابل ملاحظه‌ای افزایش داده است.



شکل ۱: چارچوب تحلیل جریان‌های چندگانه تأسیس بورس بین‌المللی. منبع: یافته‌های پژوهش

## بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که چارچوب جریان‌های چندگانه کینگدان ابزار مناسب و قدرتمندی برای تحلیل فرآیند خط‌مشی‌گذاری تأسیس بورس بین‌المللی در ایران



محسوب می‌شود. کاربرد این چارچوب امکان درک عمیق‌تر از پیچیدگی‌های فرآیند سیاست‌گذاری و شناسایی عوامل کلیدی مؤثر بر موفقیت یا شکست پروژه را فراهم آورده است.

تأیید فرضیه اول مبنی بر نقش تحریم‌ها و محدودیت‌های ارزی به‌عنوان عوامل تشکیل‌دهنده جریان مسئله، با یافته‌های پژوهش‌های پیشین درباره تأثیر تحریم‌ها بر نیاز به نوآوری مالی در کشورهای هدف همخوانی دارد (نفیو، ۲۰۱۸). این یافته نشان می‌دهد که فشارهای خارجی می‌توانند محرک قدرتمندی برای جستجوی راه‌حل‌های جایگزین و نوآورانه باشند.

تأیید فرضیه دوم درباره قابلیت اجرای الگوهای موفق بین‌المللی، اهمیت یادگیری سیاستی و انتقال دانش در فرآیند خطمشی‌گذاری را نشان می‌دهد (دولوویتز و مارش<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). این یافته مؤید این نکته است که در عصر جهانی‌شدن، کشورها می‌توانند از تجربیات یکدیگر بهره‌مند شوند و راه‌حل‌های موفق را با شرایط خود تطبیق دهند.

یکی از یافته‌های مهم این پژوهش، شناسایی نقش حیاتی کارآفرینان خطمشی در پیوند دادن سه جریان و استفاده از پنجره فرصت است. تحلیل انجام شده نشان می‌دهد که موفقیت در تأسیس بورس بین‌المللی ایران تا حد زیادی به وجود کارآفرینانی وابسته است که سه ویژگی کلیدی دسترسی به تصمیم‌گیران، تخصص فنی، و مهارت‌های سیاسی را داشته باشند (رابرتس و کینگ، ۱۹۹۱).

تجربه بورس آستانه که با حمایت مستقیم رئیس‌جمهور قزاقستان موفق شد، اهمیت حمایت سیاسی سطح بالا را نشان می‌دهد. برای ایران، شناسایی و تقویت کارآفرینان خطمشی در نهادهای کلیدی نظیر سازمان بورس، دبیرخانه شورای عالی مناطق آزاد، و وزارت امور اقتصادی ضروری است.

---

<sup>1</sup> Dolowitz & Marsh

بر اساس یافته‌های پژوهش، پیشنهادات سیاستی زیر برای تأسیس موفق بورس بین‌المللی در ایران ارائه می‌شود:

ساختار سهامداری ترکیبی: ایجاد ساختار سهامداری ترکیبی با ۵۱ درصد مالکیت نهادهای داخلی (شامل بورس تهران، صندوق توسعه ملی و سازمان بورس) و ۴۹ درصد مشارکت شرکای منطقه‌ای یا بین‌المللی پیشنهاد می‌شود. این ساختار امکان بهره‌مندی از تجربه بین‌المللی و در عین حال حفظ کنترل ملی را فراهم می‌آورد.

تمرکز بر ابزارهای اسلامی: با توجه به تجربه موفق نزدک دبی و لابوان، تمرکز اولیه بر ابزارهای بدهی اسلامی و صکوک با هدف جذب سرمایه‌گذاران کشورهای اسلامی پیشنهاد می‌شود (بانک توسعه اسلامی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۱).

انعطاف ارزی: ارائه امکان معامله با ارزهای مختلف شامل دلار، یورو، و ارزهای منطقه‌ای برای تسهیل دسترسی سرمایه‌گذاران مختلف.

چارچوب حقوقی ترکیبی: تدوین چارچوب حقوقی ترکیبی از حقوق اسلامی و استانداردهای بین‌المللی که هم با هویت ملی سازگار باشد و هم مورد پذیرش سرمایه‌گذاران بین‌المللی قرار گیرد.

نهاد نظارتی مستقل: ایجاد نهاد نظارتی مستقل و تخصصی برای بورس بین‌المللی که از استقلال عملیاتی مناسب برخوردار باشد.

معافیت مالیاتی ۲۵ ساله: ارائه معافیت مالیاتی ۲۵ ساله برای فعالیت‌های بورس بین‌المللی که انگیزه کافی برای سرمایه‌گذاری اولیه فراهم آورد.

تسهیلات ویژه: ارائه تسهیلات ویژه شامل واردات آزاد تجهیزات، سادگی فرآیندهای اداری، و حمایت از انتقال نیروی انسانی متخصص.

این پژوهش محدودیت‌هایی دارد که باید در تفسیر نتایج مدنظر قرار گیرد:

محدودیت روشی: تمرکز صرف بر روش اسنادی و عدم انجام مصاحبه با کنشگران کلیدی، ممکن است برخی جنبه‌های مهم فرآیند سیاست‌گذاری را پوشش نداده باشد.

دسترسی به اطلاعات: عدم دسترسی به اسناد محرمانه مذاکرات سیاستی و تصمیم‌گیری‌های داخلی، درک کامل از پویایی‌های سیاستی را محدود کرده است.

<sup>1</sup> Islamic Development Bank



پیش‌بینی تغییرات: عدم امکان پیش‌بینی دقیق تغییرات سیاسی و اقتصادی آینده که ممکن است بر پایداری پنجره فرصت تأثیر گذارد.

برای پژوهش‌های آینده، پیشنهاد می‌شود به مطالعات کمی برای ارزیابی تأثیر احتمالی بورس بین‌المللی بر متغیرهای اقتصاد کلان ایران پرداخته شود. ریسک‌های سیاسی، اقتصادی، و نظارتی مرتبط با تأسیس بورس بین‌المللی بررسی شود و نگرش سرمایه‌گذاران بالقوه داخلی و خارجی نسبت به سرمایه‌گذاری در بورس بین‌المللی ایران مورد واکاوی قرارگیرد.

نتیجه اصلی این پژوهش آن است که تأسیس بورس بین‌المللی در مناطق آزاد ایران نه تنها ضروری بلکه با توجه به همگرایی جریان‌های مسئله، راه‌حل و سیاست، امکان‌پذیر نیز است. پنجره فرصت فعلی که ناشی از تشدید تحریم‌ها، وجود الگوهای موفق بین‌المللی، و اراده سیاسی برای توسعه مناطق آزاد است، فرصت مناسبی برای اجرای این پروژه مهم فراهم آورده است.

موفقیت در این مسیر مستلزم هماهنگی مؤثر کنشگران مختلف، استفاده از تجربیات بین‌المللی، و طراحی مناسب ساختار، چارچوب حقوقی، و سیاست‌های تشویقی است. با توجه به محدودیت زمانی پنجره‌های فرصت، اقدام سریع و هدفمند برای استفاده از این فرصت ضروری است.

## ملاحظات اخلاقی

### پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت نموده‌اند و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

### مشارکت نویسندگان

تمامی نویسندگان این مقاله در جمع‌آوری داده‌ها، تهیه گزارش پژوهش و تحلیل داده‌ها

مشارکت داشته‌اند

### تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

### حامی مالی

مقاله حاضر بدون حمایت مالی انجام شد.

### سپاسگزاری

از داوران محترم به خاطر ارائه نظرهای ساختاری و علمی سپاسگزاری می‌شود.

### منابع

- AIFC. (2020). Astana International Financial Centre Strategic Development Plan 2020-2025. AIFC Authority.
- Amuzegar, J. (2014). *Iran's economy under the Islamic Republic*. London: I.B. Tauris.
- Batmanghelidj, E. (2020). The Future of Iranian Sanctions. *Foreign Affairs*, 99(4), 45-52.
- Baumgartner, F. R., & Jones, B. D. (2009). *Agendas and instability in American politics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bermuda Stock Exchange. (2021). Annual Report on Insurance-Linked Securities Market. Hamilton: BSX.
- Borsa Istanbul. (2018). Internationalization Strategy and Performance Review. Istanbul: Borsa Istanbul.
- Bowen, G. A. (2009). Document analysis as a qualitative research method. *Qualitative Research Journal*, 9(2), 27-40. <https://doi.org/10.3316/QRJ0902027>
- Cohen, M. D., March, J. G., & Olsen, J. P. (1972). A garbage can model of organizational choice. *Administrative Science Quarterly*, 17(1), 1-25. <https://doi.org/10.2307/2392088>
- Creswell, J. W., & Poth, C. N. (2018). *Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches (4th ed.)*. Sage Publications.
- Dolowitz, D. P., & Marsh, D. (2000). Learning from abroad: The role of policy transfer in contemporary policy-making. *Governance*, 13(1), 5-23. <https://doi.org/10.1111/0952-1895.00121>
- Esfahani, H. S., Mohaddes, K., & Pesaran, M. H. (2014). An empirical growth model for major oil exporters. *Journal of Applied Econometrics*, 29(1), 1-21. <https://doi.org/10.1002/jae.2294>



- Farzanegan, M. R., & Hayo, B. (2019). Sanctions and the shadow economy: Empirical evidence from Iranian provinces. *Applied Economics Letters*, 26(6), 501-505. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1486981>
- Herrero G. A. & Xu J., (2017). China's Belt and Road Initiative: Can Europe Expect Trade Gains?, *China & World Economy*, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences, vol. 25(6), 84-99. <https://doi.org/10.1111/cwe.12222>
- Hampton, M. P., & Christensen, J. (2002). Offshore pariahs? Small island economies, tax havens, and the re-configuration of global finance. *World Development*, 30(9), 1657-1673. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(02\)00054-2](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(02)00054-2)
- Henderson, J., Dicken, P., Hess, M., Coe, N., & Yeung, H. W. C. (2018). Global production networks and the analysis of economic development. *Review of International Political Economy*, 9(3), 436-464. <https://doi.org/10.1080/09692290210150842>
- Hull, J. C. (2021). *Options, futures, and other derivatives (11th ed.)*. Pearson.
- IMF. (2000). *Offshore financial centers: IMF background paper*. International Monetary Fund.
- Islamic Development Bank. (2021). *Islamic Capital Market Development Report 2021*. Jeddah: IsDB.
- Jones, M. D., Peterson, H. L., Pierce, J. J., Herweg, N., Bernal, A., Lamberta Raney, H., & Zahariadis, N. (2015). A river runs through it: A multiple streams meta-review. *Policy Studies Journal*, 44(1), 13-36. <https://doi.org/10.1111/psj.12115>
- Kingdon, J. W. (2014). *Agendas, alternatives, and public policies (2nd ed.)*. Pearson.
- Kozhanov, Nikolay. (2022). Iran's Economy under Sanctions: Two Levels of Impact. *Russia in Global Affairs*. 20. <https://doi.org/10.31278/1810-6374-2022-20-4-120-140>
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.
- Miles, M. B., Huberman, A. M., & Saldaña, J. (2013). *Qualitative data analysis: A methods sourcebook (3rd ed.)*. Sage Publications.
- Mintrom, M., & Norman, P. (2009). Policy entrepreneurship and policy change. *Policy Studies Journal*, 37(4), 649-667. <https://doi.org/10.1111/j.1541-0072.2009.00329.x>
- NASDAQ Dubai. (2019). *Strategic Review and Market Development Report*. Dubai: NASDAQ Dubai.
- Nephew, R. (2018). *The art of sanctions: A view from the field*. Columbia University Press.

- OECD. (2020). Tax Transparency in Africa 2020: Africa Initiative Progress Report. Paris: OECD Publishing.
- Palan, R. (2002). Tax Havens and the Commercialization of State Sovereignty. *International Organization*, Volume 56, Issue 1, Winter 2002, pp. 151 – 176. <https://doi.org/10.1162/002081802753485160>
- Roberts, N. C., & King, P. J. (1991). Policy entrepreneurs: Their activity structure and function in the policy process. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 1(2), 147-175. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jpart.a037081>
- Rose, A. K., & Spiegel, M. M. (2007). Offshore financial centres: Parasites or symbionts? *Economic Journal*, 117(523), 1310-1335.
- Salehi-Isfahani, D. (2020). *Iran's economy 40 years after the Islamic Revolution*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Torbat, A. E. (2005). Impacts of the US trade and financial sanctions on Iran. *The World Economy*, 28(3), 407-434. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2005.00671.x>
- UNCTAD. (2020). *World Investment Report 2020: International Production Beyond the Pandemic*. Geneva: United Nations.
- Wójcik, D. (2013). The dark side of NY-LON: Financial centres and the global financial crisis. *Urban Studies*, 50(13), 2736-2752. <https://doi.org/10.1177/0042098012474513>
- Wójcik, D., & Burger, C. (2010). Listing BRICs: Stock issuers from Brazil, Russia, India, and China in New York, London, and Luxembourg. *Economic Geography*, 86(3), 275-296. <https://doi.org/10.1111/j.1944-8287.2010.01079.x>
- World Bank. (2022). Foreign Direct Investment Database. Washington, DC: World Bank.
- Zahariadis, N. (2014). *Ambiguity and multiple streams*. In P. A. Sabatier & C. M. Weible (Eds.), *Theories of the policy process* (3rd ed., pp. 25-58). Westview Press.
- Zoromé, A. (2007). Concept of offshore financial centers: In search of an operational definition (IMF Working Paper No. 07/87). *International Monetary Fund*. <https://doi.org/10.5089/9781451866513.001>