

فَمَنْ اعْتَدَىٰ عَلَيْكُمْ فَاعْتَدُوا عَلَيْهِ بِمِثْلِ مَا اعْتَدَىٰ عَلَيْكُمْ
پس هر کس بر شما تعدی کرد، مانند آن تعدی را بر او روا دارید و از خدا پروا کنید و بدانید که خدا با پرهیزکاران است.

نکته

کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران

شماره دوم
فصل بهار
سال ۱۴۰۴



۱۴۰۴

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي بَارَأَ الْإِنْسَانَ مِنْ صَلْصَالٍ فَخْرٍ وَأَعَدَّ إِلَيْنَا الْآخِرَةَ وَالْأُولَىٰ إِنَّ إِلَهَنَا لَكُنَّ الْوَاحِدُ الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي بَارَأَ الْإِنْسَانَ مِنْ صَلْصَالٍ فَخْرٍ وَأَعَدَّ إِلَيْنَا الْآخِرَةَ وَالْأُولَىٰ إِنَّ إِلَهَنَا لَكُنَّ الْوَاحِدُ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



مطالب مندرج در این نشریه با هدف معرفی فعالیت‌های کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران، انتشار اخبار مرتبط و گسترش آگاهی‌های تخصصی در حوزه بازار سرمایه برای فعالان این حوزه تهیه شده است. استفاده از تحلیل‌های منتشر شده در این نشریه در صورتی که به‌طور جزئی و با ذکر منبع باشد مجاز است. تحلیل‌ها و نظرات ارائه شده در این نشریه به هیچ عنوان توصیه به سرمایه‌گذاری نمی‌باشد و صرفاً با هدف دانش‌افزایی و معرفی تجربیات ملی و جهانی ارائه می‌گردد.



کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران

بسم الله الرحمن الرحيم

هیئت مدیره کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران
با نهایت تأثر و اندوه، اقدام جنایت بار و غیرانسانی
رژیم صهیونیستی و نیز حمایت آمریکا در ممله به خاک
جمهوری اسلامی ایران را به شدت محکوم می نماید.

این اقدام نابفردانه که به شهادت مظلومانه جمعی از فرماندهان عالی رتبه
و هموطنان عزیزمان انجامید، نشانگر ماهیت پلید، تروریستی و ضدبشری رژیم
اشغالگر قدس است؛ رژیمی که سالهاست با نقض مستمر حقوق بین الملل، منطقه
را به آشوب کشیده و با حمایت قدرت های استکباری، از هیچ جنایتی فروگذار نکرده است.
بی تردید، این تجاوز بزدلانه، عزم ملت بزرگ ایران را برای ایستادگی، عزت طلبی و مقاومت، راسخ تر
خواهد کرد. ما ضمن ابراز همدردی با خانواده های معظم شهدا و ملت شریف ایران، به روان پاک شهدای
این حادثه تروریستی درود می فرستیم و تأکید می کنیم که خون پاک آنها هرگز بی ثمر نخواهد ماند.

یاد شهیدان گرامی، راهشان پر رهرو
هیئت مدیره کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران

فهرست

رویدادهای کانون



- ۱۱ کانون در نمایشگاه بورس، بانک و بیمه (مشهد اینوکس ۱۴۰۴)
- ۱۴ معرفی و بررسی صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاشانه امید خلیج فارس
- ۱۶ نقش کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران در اجرای دستورالعمل جدید تمدید گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه
- ۱۷ معرفی نهادهای مالی جدید عضو کانون

گزارشات و مقالات



- ۱۹ فیزیک مالی؛ رهیافتی میان‌رشته‌ای برای تحلیل پویایی بازارهای مالی
- ۲۳ افزایش جهانی سرمایه‌گذاری در انرژی‌های پاک؛ الگویی برای عبور ایران از بحران ناترازی انرژی
- ۲۷ کمیته‌های سازش در نهادهای مالی؛ بررسی تطبیقی نظام‌های جهانی
- ۳۱ جذب سرمایه خارجی در بورس

بین الملل



فیاس؛ پلی برای اتصال ایران به بازارهای جهانی سرمایه

۳۵

برگزیده



اثرات جنگ؛ آنچه بر سر بازار گذشت ...

از «پرده اول» تا «پرده پنجم»؛ داستان صندوق‌های قابل معامله ایرانی

الزامات راهبردی قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها؛ فرصت‌ها و چالش‌ها

۳۹

۴۲

۴۶

مالی رفتاری



پارادوکس اییلین تاریخچه شکل گیری و راه‌های جلوگیری

۵۳

اینفوگرافی



هفت توصیه مدیریتی برتر

۵۷

معرفی کتاب



کتاب پوست در بازی: نابرابری‌های پنهان در زندگی روزمره

۵۹



مدیر اجرایی بولتن مدیر هنری و گرافیک
بهاره سید کشمیری پائیزه فلاح

سهروردی جنوبی، کوچه اسلامی، پلاک ۴، طبقه ۴
تلفن: ۸۸۳۴۹۴۴۲-۴۴ فکس: ۸۸۳۴۹۴۳۲

 [instagram.com/iiiia.ir](https://www.instagram.com/iiiia.ir)

 <https://t.me/iiiiair>

 www.iiiia.ir

مقدمه

با سپاس از استقبال کم نظیر و دلگرم کننده اعضا محترم و فعالان بازار سرمایه از نخستین شماره «نگاه کانون»، اکنون مفتخریم که دومین شماره این بولتن تحلیلی و خبری را پیش روی شما قرار می دهیم؛ تلاشی دیگر در راستای ارتقاء شفافیت، تعامل سازنده و جریان سازی حرفه ای در فضای بازار سرمایه کشور. در این شماره، ضمن مرور مهم ترین تحولات مرتبط با نهادهای مالی، سعی کرده ایم با ارائه مجموعه ای از تحلیل ها، دیدگاه ها و مطالب خواندنی و کاربردی، نگاهی عمیق تر به روندها و دغدغه های مشترک جامعه سرمایه گذاری داشته باشیم. محتوای این بولتن، به گونه ای طراحی شده تا هم برای مدیران نهادهای مالی و هم برای تحلیل گران و کارشناسان حرفه ای، ارزش افزوده ای قابل اتکا فراهم کند.

«نگاه کانون» نه صرفاً یک بولتن خبری، بلکه آیینه ای از دغدغه ها و افق های مشترک ما در مسیر توسعه بازار سرمایه است. امیدواریم با استمرار این مسیر، بتوانیم نقشی مؤثر در هم افزایی نهادهای مالی، تقویت تحلیل و گسترش فهم دقیق تر از فضای بازار ایفا کنیم.



رویدادهای کانون

Mashad Invexx®

1st International Exhibition of
Exchange, Banking, Insurance
Privatization & Presenting
Investment Opportunities

MASHAD FINEX

اولین نمایشگاه بین‌المللی
بورس، بانک، بیمه
خصوصی‌سازی و معرفی
فرصت‌های سرمایه‌گذاری مشهد



Powered By:
kish invexx®

۱۳ اردیبهشت الی ۳ خرداد ۱۴۰۴

نمایشگاه بین‌المللی مشهد



www.expo.ir



اتحادیه بازرگانی، صنایع، معادن
و کشاورزی شهرستان مشهد



شرکت اطلاع‌رسانی و آموزش بورس
وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار



جمهوری اسلامی ایران
وزارت امور خارجه و دیپلماتیک



جمهوری اسلامی ایران
وزارت بهداشت، درمان و آموزش پزشکی

کانون در نمایشگاه بورس، بانک و بیمه (مشهد اینوکس ۱۴۰۴)

نمایشگاه بورس، بانک و بیمه مشهد، موسوم به «مشهد اینوکس ۱۴۰۴»، با هدف ایجاد پلتفرمی پویا برای معرفی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تقویت هم‌افزایی میان فعالان اقتصادی، بانک‌ها و شرکت‌های تولیدی برگزار شد. این رویداد که در شهر مشهد برگزار گردید، با استقبالی کم‌نظیر از سوی عموم مردم، رسانه‌ها و فعالان بازار سرمایه مواجه شد و به‌عنوان یکی از رویدادهای برجسته سال در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری، نتایج قابل‌توجهی به همراه داشت.

■ بررسی دستاوردهای نمایشگاه

مشهد اینوکس ۱۴۰۴ با حضور فعال تولیدکنندگان، مؤسسات مالی و بانک‌های پیشرو، بستری مناسب برای نمایش توانمندی‌های صنعت مالی فراهم کرد. حضور پررنگ مدیران ارشد سازمان، از جمله جناب آقای دکتر صیدی و تیم اجرایی ایشان، نشان‌دهنده عزم جدی برای توسعه بازار سرمایه در سطح منطقه‌ای بود. این حضور نه‌تنها به اعتبار رویداد افزود، بلکه زمینه‌ساز تعاملات سازنده‌ای میان فعالان اقتصادی شد.

اگرچه مشارکت نهادهای مالی خصوصی در این دوره می‌توانست گسترده‌تر باشد، اما حضور مؤسسات مالی بزرگ و رقابت سالم میان آنها، به پویایی فضای نمایشگاه کمک کرد. این رویداد فرصتی طلایی برای شرکت‌ها ایجاد کرد تا نوآوری‌ها، محصولات و خدمات جدید خود را به نمایش بگذارند و از این طریق، جایگاه خود را در بازار مستحکم‌تر کنند.

■ ویژگی‌های برجسته و دستاوردها

حجم بالای بازدیدکنندگان، از جمله فعالان بازار سرمایه، اصحاب رسانه و شهروندان عادی، نشان‌دهنده جذابیت و اهمیت این رویداد برای جامعه بود. همکاری نزدیک با مقامات استانی، از جمله جناب آقای دکتر مظفری، استاندار محترم، و اتاق بازرگانی مشهد، نقش کلیدی در موفقیت این نمایشگاه ایفا کرد.

این رویداد گامی مؤثر در راستای جلب توجه به ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری در استان خراسان رضوی بود و نشان داد که شهرهایی غیر از تهران نیز می‌توانند میزبان رویدادهای بزرگ اقتصادی باشند. نمایشگاه بستری برای معرفی محصولات جدید و ایجاد رقابت سالم میان شرکت‌ها فراهم کرد که می‌تواند به رشد صنعت مالی منجر شود.

■ پیشنهادات برای آینده

۱. گسترش برگزاری نمایشگاه‌های مشابه در سایر استان‌های کلیدی، به‌ویژه در مناطق شمال شرق، جنوب و شمال غرب کشور، برای بهره‌برداری از پتانسیل‌های منطقه‌ای.

۲. ارائه مشوق‌های هدفمند برای جذب نهادهای مالی خصوصی و افزایش مشارکت آنها در رویدادهای آتی.

۳. تقویت زیرساخت‌های اجرایی و هماهنگی‌های بین‌سازمانی برای بهبود تجربه شرکت‌کنندگان در دوره‌های بعدی.

نمایشگاه مشهد اینوکس ۱۴۰۴ نه تنها به عنوان یک رویداد موفق، بلکه به عنوان نقطه عطفی در مسیر تمرکززدایی از فعالیت‌های اقتصادی و معرفی ظرفیت‌های سرمایه‌گذاری در استان خراسان رضوی شناخته شد. استقبال بی‌نظیر و مشارکت فعال ذی‌نفعان، پتانسیل بالای این گونه رویدادها را برای تقویت بازار سرمایه نشان داد. پیشنهاد می‌شود با تداوم این حرکت و برنامه‌ریزی دقیق، شاهد تکرار این موفقیت در سایر نقاط کشور باشیم تا گامی بلند در راستای توسعه صنعت مالی و سرمایه‌گذاری برداریم.

■ حضور کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران در نمایشگاه بورس، بانک و بیمه مشهد

کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران در نمایشگاه تخصصی بورس، بانک و بیمه مشهد که در اردیبهشت‌ماه ۱۴۰۴ برگزار شد، حضور یافت و به معرفی فعالیت‌ها، اهداف و خدمات خود به بازدیدکنندگان و فعالان بازار سرمایه پرداخت.

در حاشیه این نمایشگاه، نشست تخصصی با عنوان “بررسی ظرفیت‌های قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها در توسعه بازار سرمایه” در پايون بازار سرمایه برگزار شد. این نشست با استقبال گسترده فعالان اقتصادی، حقوقی و بازار سرمایه مواجه شد و فرصتی مغتنم برای تبادل نظر و بررسی ابعاد مختلف این قانون مهم فراهم آورد.



صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات کاشانه امید خلیج فارس

در سال‌های اخیر، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات (REIT) به عنوان یکی از ابزارهای نوین مالی برای تأمین مالی پروژه‌های ساختمانی و توسعه بازار سرمایه، مورد توجه ویژه قرار گرفته‌اند. در همین راستا، صندوق سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات «کاشانه امید خلیج فارس» با هدف تسهیل ورود سرمایه‌های خرد به بازار مسکن و املاک، راه‌اندازی شد. این صندوق به‌عنوان پنجمین صندوق فعال در این حوزه، گامی مهم در راستای توسعه مالی و ارتقای بهره‌وری دارایی‌های غیرمنقول به‌شمار می‌رود.

دلایل راه‌اندازی صندوق: راه‌اندازی این صندوق در پاسخ به چند چالش مهم صورت گرفت. از یک‌سو، سرمایه‌گذاران خرد به دلیل بالا بودن قیمت ملک، امکان مشارکت مستقیم در بازار املاک را نداشتند و از سوی دیگر، بسیاری از پروژه‌های ملکی برای اجرا یا تکمیل، نیازمند منابع مالی شفاف و قابل اتکا بودند. همچنین، بازار سرمایه نیازمند ابزارهایی بود که بتواند سرمایه‌گذاری در دارایی‌های فیزیکی با بازده پایدار (مانند اجاره املاک) را به سبد سرمایه‌گذاران اضافه کند. در نتیجه، صندوق‌های املاک و مستغلات مانند «کاشانه امید خلیج فارس» طراحی و راه‌اندازی شدند.



صندوق سرمایه‌گذاری
کاشانه امید
خلیج فارس



نهادهای مشارکت کننده: صندوق کاشانه امید خلیج فارس با همکاری و مشارکت چند نهاد کلیدی در بازار سرمایه تأسیس شد. شرکت تأمین سرمایه خلیج فارس به عنوان مدیر صندوق، بازارگردان و متعهد پذیرهنویسی نقش محوری را ایفا می کند. کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران به عنوان مؤسس و بهره بردار اصلی صندوق، هدف اصلی بهره برداری از دارایی ملکی را دنبال می کند. همچنین، شرکت تأمین سرمایه بانک مسکن نیز در قالب مدیریت بهره برداری با صندوق همکاری دارد.



مشخصات مالی صندوق: در فرآیند پذیرهنویسی عمومی که در فرابورس ایران انجام شد، تعداد ۳۵۰ میلیون واحد سرمایه گذاری منتشر شد که از این تعداد، ۱۰ میلیون واحد ممتاز و ۳۴۰ میلیون واحد عادی بودند. ارزش اسمی هر واحد برابر با ۱۰ هزار ریال تعیین شده و مجموع تأمین مالی صورت گرفته از طریق این صندوق بالغ بر ۳۵۰ میلیارد تومان برآورد می شود. دوره فعالیت این صندوق ۵ ساله است و در پایان این دوره، با تصویب سازمان بورس، قابلیت تمدید دارد.



مدل بهره برداری و نحوه عملکرد: صندوق پس از تکمیل پذیرهنویسی و تجمیع منابع، اقدام به خرید ملکی مشخص در شهر تهران خواهد کرد. ملک خریداری شده به صورت «اجاره به شرط تملیک» در اختیار کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران قرار می گیرد. در طول دوره فعالیت، سرمایه گذاران از درآمد اجاره های صندوق بهره مند می شوند و در پایان دوره، مالکیت نهایی ملک به بهره بردار منتقل خواهد شد.

نتیجه گیری: صندوق سرمایه گذاری کاشانه امید خلیج فارس، نمونه ای موفق از ترکیب نوآوری مالی با دارایی های فیزیکی است. این صندوق ضمن افزایش دسترسی عموم مردم به بازار املاک، به تأمین مالی شفاف و قانون مند پروژه های ملکی نیز کمک می کند. تجربه موفق این صندوق می تواند الگویی برای توسعه ابزارهای مالی مشابه در آینده باشد و نقش مهمی در عمق بخشی به بازار سرمایه ایفا کند.

نقش کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران

در اجرای دستورالعمل جدید تمدید گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه

در پی ابلاغ دستورالعمل جدید سازمان بورس و اوراق بهادار مبنی بر لزوم تمدید دوره‌ای گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه، گامی مهم در راستای حرفه‌ای‌سازی و به‌روزرسانی صلاحیت‌های تخصصی فعالان این حوزه برداشته شده است. این تغییر با هدف ارتقای کیفیت نیروی انسانی، ارتقاء نظارت، و همگام‌سازی فعالان با استانداردهای روز بازار سرمایه طراحی شده است.

طبق مقررات جدید، کلیه گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای صادرشده دارای اعتبار دو ساله هستند و ادامه اعتبار آن‌ها منوط به احراز یکی از دو شرط زیر است:

۱. سابقه اشتغال حرفه‌ای: فعالیت حرفه‌ای در نهادهای مالی دارای مجوز از سازمان بورس برای حداقل شش ماه طی دو سال گذشته، همراه با ارائه مستندات معتبر نظیر سوابق بیمه‌ای.

۲. دریافت آموزش‌های حرفه‌ای: شرکت در دوره‌های آموزشی مورد تأیید سازمان بورس، با هدف به‌روزرسانی دانش و مهارت‌های تخصصی.

■ اقدامات کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران

کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران به‌عنوان یکی از بازوان اصلی بازار سرمایه، در راستای اجرای این دستورالعمل، اقدامات مهمی در حوزه اطلاع‌رسانی و تسهیل فرآیند تمدید گواهی‌نامه‌ها انجام داده است. این کانون ضمن انتشار مفاد دقیق دستورالعمل برای اعضا و فعالان بازار، شرایط تمدید را در سایت رسمی خود فراهم کرده است.

همچنین بر اساس اعلام سازمان بورس، فرآیند رسمی تمدید گواهی‌نامه‌ها از تاریخ اول مهر ۱۴۰۴ آغاز خواهد شد و زیرساخت‌های فنی و اجرایی آن توسط کانون از پیش آماده شده است تا دارندگان گواهی‌نامه‌ها بتوانند در موعد مقرر نسبت به تمدید اقدام کنند.

تغییرات جدید در نحوه اعتبارسنجی و تمدید گواهی‌نامه‌های حرفه‌ای، نقطه عطفی در مسیر ارتقای شفافیت و کیفیت بازار سرمایه محسوب می‌شود. کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران با ایفای نقش فعال در این فرایند، به‌عنوان حلقه ارتباطی مؤثر میان سازمان بورس، نهادهای مالی و فعالان حرفه‌ای، در فراهم‌سازی بستر اجرایی این مقررات، نقشی کلیدی و تسهیلگر ایفا می‌کند.

تعداد اعضای کانون از ابتدا سال جاری تا
پایان خردادماه به ۷۵۰ نهاد رسیده است.

■ از فروردین ماه تا پایان خردادماه سال ۱۴۰۴

معرفی نهادهای مالی جدید عضو کانون

تعداد نهاد عضو شده در این بازه ۵۴ نهاد است.

- شرکت تکادو
- شرکت سرمایه گذاری نفت و گاز و پتروشیمی تأمین
- شرکت گروه سرمایه گذاری تأمین آتیه تدبیر سبز
- شرکت گروه سرمایه گذاری صنایع و معادن فلات ایرانیان
- شرکت گروه مالی الگوریتم
- شرکت گروه مالی ملل
- شرکت سرمایه گذاری دنیای سرمایه ایرانیان
- شرکت سرمایه گذاری مهرگان سرمایه پارس
- شرکت صنایع تجهیزات نفت
- شرکت گروه خدمات بازار سرمایه آگاه
- شرکت گروه مالی فردای کاریز
- شرکت سرمایه گذاری افتخار سهام
- شرکت سرمایه گذاری آستاره زاگرس
- شرکت سرمایه گذاری آوا نوین
- شرکت سرمایه گذاری آینده نگر الگوریتم
- شرکت سرمایه گذاری جوانه
- شرکت سرمایه گذاری سایه گستر سرمایه
- شرکت سرمایه گذاری صنعت بیمه
- شرکت سرمایه گذاری نهایت نگر
- شرکت سرمایه گذاری گروه مالی و اقتصادی آینده
- شرکت سرمایه گذاری توسعه آرمان مهان
- شرکت سرمایه گذاری اوراق بهادار حافظ
- شرکت سرمایه گذاری بین الملل انرژی پاسارگاد
- شرکت سرمایه گذاری قلک
- شرکت سرمایه گذاری تأمین آتیه همکاران مهر ایرانیان
- شرکت سرمایه گذاری دارائی کارآفرین
- شرکت سرمایه گذاری صبا میهن
- شرکت سرمایه گذاری مشکات
- شرکت سرمایه گذاری نوآوران مدیریت سبا
- شرکت سرمایه گذاری اقتصاد بیدار
- شرکت سبدگردان آرتان سهام
- شرکت سبدگردان بهاوند
- شرکت سبدگردان سرزمین
- شرکت سبدگردان جام جم
- شرکت سبدگردان آبنوس
- شرکت سبدگردان انتخاب اول
- شرکت مشاور سرمایه گذاری پیشستان کارآمد
- صندوق سرمایه گذاری طلوع تدبیر پایا
- صندوق سرمایه گذاری بخشی صنایع معیار
- صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت شمیم تابان مهرگان
- صندوق سرمایه گذاری فرصت آفرین سرمایه
- صندوق سرمایه گذاری املاک و مستغلات خانه آگاه
- صندوق سرمایه گذاری نهال آرمان اقتصاد
- صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار مبتنی بر گواهی سپرده طلا درخشان آبان
- صندوق سرمایه گذاری پشتوانه طلای لیان
- صندوق سرمایه گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت پاسارگاد
- صندوق سرمایه گذاری مانا ثروت پویا
- صندوق سرمایه گذاری اختصاصی بازارگردانی تعادل آفرین سرمایه
- صندوق سرمایه گذاری بخشی آرمان آتی
- صندوق سرمایه گذاری طلای زمرد بیدار
- صندوق سرمایه گذاری بخشی فرا الگوریتم
- صندوق سرمایه گذاری بازده سهام
- صندوق سرمایه گذاری سهامی اهرمی شاخصی کیان
- صندوق پژوهش و فناوری غیردولتی توسعه صادرات و فناوری شریف

گزارشات و مقالات

فیزیک مالی؛

رهیافتی میان‌رشته‌ای برای تحلیل پویای بازارهای مالی

■ محمد مهدی وکیلی
کارشناس کانون

در جهان معاصر که نظام مالی جهانی هر روز پیچیده‌تر و به هم پیوسته‌تر می‌شود، نیاز به ابزارهای تحلیلی دقیق‌تر و روش‌هایی که بتوانند رفتارهای غیرخطی و پرتلاطم بازار را توضیح دهند، بیش از هر زمان دیگر احساس می‌شود. یکی از رویکردهایی که طی دهه‌های اخیر در پاسخ به این نیاز پا به عرصه‌ی اقتصاد گذاشته، شاخه‌ای میان‌رشته‌ای با عنوان «فیزیک مالی» است. این شاخه‌ی نوپا، با بهره‌گیری از ابزارهای نظری و ریاضی فیزیک کلاسیک و ترکیب آن با علم آمار، تلاش می‌کند فرآیندهای مالی را نه بر پایه‌ی تعادل و فرض عقلانیت، بلکه در قالب فرآیندهایی پویا، پیچیده و متأثر از عدم قطعیت مدل‌سازی کند.



■ ماهیت فیزیک مالی

فیزیک مالی^(۱) مبتنی بر این فرض است که بازارهای مالی را می‌توان همانند نظام‌های فیزیکی تحلیل کرد؛ سیستم‌هایی که از تعداد زیادی عامل (معامله‌گر، نهاد مالی، فناوری، اطلاعات و ...) تشکیل شده‌اند و رفتار کلی آن‌ها محصول برهم‌کنش این اجزا در بستر زمان است. برخلاف دیدگاه اقتصاد نئوکلاسیک که بازار را نظامی خودتنظیم، کارا و در تعادل در نظر می‌گیرد، فیزیک مالی بازار را پدیده‌ای ناپایا، پرنوسان، آشفته و دارای ساختارهای درونی تو در تو ارزیابی می‌کند. در این رویکرد، تمرکز از مدل‌سازی رفتاری مبتنی بر مطلوبیت فردی و انتظارات عقلایی، به سمت تحلیل آماری داده‌های واقعی و جست‌وجوی الگوهای پنهان در سری‌های زمانی قیمت‌ها جابه‌جا شده است. ابزارهایی نظیر حرکت براونی^(۲)، نظریه‌ی آشوب^(۳)، تحلیل طیفی^(۴)، هندسه‌ی فراکتالی^(۵) و نظریه‌ی شبکه^(۶)، جایگزین تحلیل‌های ایستا و مبتنی بر تعادل شده‌اند. هدف نه تبیین عقلایی رفتار اقتصادی، بلکه شناسایی الگوهای تکرارشونده، روابط غیرخطی و مخاطرات نهفته در ساختار بازار است. لازم به تأکید است که هدف فیزیک مالی نه تبیین علی، بلکه کشف و پیش‌بینی دینامیک‌ها بازار است.

■ سیر تاریخی و رشد مفهومی

نخستین جرقه‌های فیزیک مالی را باید در آغاز قرن بیستم و در کار لویی باشلیر^(۷)، ریاضی‌دان جوان فرانسوی، جست‌وجو کرد. او در رساله‌ی دکترای خود با عنوان نظریه‌ی سفته‌بازی^(۸)، قیمت اوراق قرضه را با استفاده از یک فرآیند حرکت تصادفی مدل‌سازی کرد و بدین ترتیب نخستین کاربرد صریح ابزارهای احتمال در اقتصاد مالی را پایه‌گذاری کرد. ایده‌ی او مبنی بر این که حرکات

قیمتی تابعی از تغییرات تصادفی‌اند، اگرچه در زمان خود نادیده گرفته شد، اما بعدها الهام‌بخش نظریه‌های مدرن گردید.

با گذشت نیم قرن، نظریه‌ی باشلیر به دست اقتصاددانانی چون پل ساموئلسون^(۹)، رابرت مرتون^(۱۰) و فیشر بلک^(۱۱) احیا شد. آن‌ها با تلفیق حساب دیفرانسیل تصادفی، مدل‌سازی قیمت‌گذاری اختیار معامله و نظریه‌ی پرتفو، بنیان‌گذار آن چیزی شدند که بعدها «مدل‌سازی مالی مدرن» نام گرفت. نظریه‌ی بلک-شولز برای قیمت‌گذاری اوراق مشتقه، اگرچه مبتنی بر فروض ساده‌انگارانه‌ای چون توزیع نرمال بازده‌ها و بازارهای کامل بود، اما نقطه‌ی شروعی برای گسترش مدل‌سازی ریاضی در بازارهای مالی تلقی شد.

در دهه‌ی ۱۹۶۰، بنوا مندلبرو^(۱۲)، ریاضی‌دان و نظریه‌پرداز فرانسوی، با انتقاد به فروض توزیع نرمال و پیشنهاد استفاده از توزیع‌های دنباله‌قطر^(۱۳)، موج جدیدی از تردید نسبت به کارایی مدل‌های کلاسیک به راه انداخت. او نشان داد که داده‌های مالی نه تنها دارای خودهمبستگی‌اند، بلکه از الگوهای تبعیت می‌کنند که در مقیاس‌های مختلف تکرار می‌شوند. این دیدگاه، ایده‌ی ساختار فراکتالی در بازارها را به اقتصاد معرفی کرد؛ ایده‌ای که با طبیعت ناپایا و نوسانی بازارها هماهنگ‌تر بود.

در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، با رشد ظرفیت‌های محاسباتی و ظهور بازارهای مالی جهانی، شمار فزاینده‌ای از دانش‌آموختگان فیزیک نظری، به‌ویژه از دانشگاه‌های پیشرو آمریکا، به وال استریت جذب شدند. این گروه که به «فیزیک‌دانان کوانت»^(۱۴) شهرت یافتند، با بهره‌گیری از نظریه‌ی آشوب، شبکه‌های پیچیده، تحلیل سری‌های زمانی، و محاسبات عددی، مدل‌هایی را پدید آوردند که از قید و بند فروض خطی و عقلانیت کلاسیک آزاد بودند.

1. Financial physics
2. Brownian Motion
3. Chaos Theory
4. Spectral Analysis
5. Fractal Geometry
6. Network Theory
7. Louis Bachelier (1870–1946)

8. Théorie de la Spéculation (1900)
9. Paul A. Samuelson (1915–2009)
10. Robert C. Merton (1944)
11. Fischer Black (1938–1995)
12. Benoît B. Mandelbrot (1924–2010)
13. heavy-tailed distributions
14. Physicists turned quants



در این دوره، مالی کمی^(۱) به سرعت گسترش یافت. الگوریتم‌های معاملاتی، مدل‌های پیش‌بینی نوسان، ابزارهای پوشش ریسک و سامانه‌های پردازش داده، به بخش جدانشدنی از عملکرد نهادهای سرمایه‌گذاری و صندوق‌های پوشش ریسک تبدیل شدند. در فضای رقابتی دهه‌ی ۹۰، هر میلی‌ثانیه اهمیت داشت و دانشی که از فیزیک و آمار سرچشمه می‌گرفت، مزیت رقابتی تلقی می‌شد.

با این حال، این توسعه‌ی پرشتاب بی‌هزینه نبود. وابستگی شدید به مدل‌هایی که فروض ساده‌ای درباره‌ی توزیع‌ها، همبستگی‌ها و رفتار معامله‌گران داشتند، تدریجاً بازار را به‌سوی مخاطرات نامرئی سوق داد. بحران مالی ۲۰۰۸ نقطه‌ای تعیین‌کننده بود که نشان داد حتی پیشرفته‌ترین مدل‌های ریاضی نیز نمی‌توانند جای خرد نهادی و فهم انسانی از پویایی‌های اقتصاد سیاسی را بگیرند.

پیدایش فیزیک مالی را باید نتیجه‌ی برهم‌کنش کنجکاوی‌های دانشمندان و نیاز بازارهای مدرن به روش‌هایی دانست که بتوانند نوسانات قیمت و رفتارهای جمعی را در شرایط واقعی مدل‌سازی کنند. فیزیک مالی، از دل این تاریخ پرفراز و نشیب، نه به‌عنوان راه‌حلی کامل، بلکه به‌مثابه ابزاری تحلیلی برای درک پیچیدگی، نوسان و ریسک در بازارهای مدرن سربرآورد؛ ابزاری که هرچند قدرتمند است، اما بدون درک محدودیت‌ها و بافت نهادی‌اش، می‌تواند به‌جای روشننگری، موجب سوگیری‌های تحلیلی شود.

این مسیر با گذر زمان از تمرکز بر پیش‌بینی قیمت‌ها فراتر رفت و به سمت تحلیل ریسک، ساختار وابستگی میان نهادهای و دینامیک شبکه‌ای بازارها گسترش یافت. فیزیک مالی به تدریج توانست زبان تازه‌ای برای توصیف اقتصاد مالی ارائه دهد؛ زبانی که در آن، واژه‌هایی چون «تاب‌آوری»^(۲)، «پایداری ساختاری»^(۳)، «بازخورد درون‌زا»^(۴) و «رویدادهای نادر»^(۵) جایگزین مفاهیمی همچون «تعادل عمومی»^(۶) و «انتظارات عقلایی»^(۷) شدند.

■ کاربردها و ظرفیت‌های تحلیلی

یکی از مهم‌ترین توانایی‌های فیزیک مالی، تحلیل رفتار بازار در شرایط غیرتعادلی است. بسیاری از مدل‌های رایج اقتصادی از پیش‌فرض تعادل استفاده می‌کنند، در حالی که بازارهای واقعی اغلب دچار اختلال، نوسان و بی‌ثباتی هستند. فیزیک مالی با ابزارهایی که برای تحلیل سامانه‌های پیچیده توسعه یافته‌اند، امکان بررسی پدیده‌هایی همچون شکست بازار، بحران نقدینگی یا گسترش ریسک در زنجیره‌های مالی را فراهم می‌کند.

همچنین، این شاخه کمک می‌کند تا بتوان به‌جای نگاه ایستا به بازارها، آن‌ها را همچون فرایندهایی دینامیک و متغیر در طول زمان مشاهده کرد. کاربرد نظریه‌ی شبکه در تحلیل ساختار بازارهای بین‌بانکی یا استفاده از مدل‌های عاملی، برای شبیه‌سازی رفتار معامله‌گران، نمونه‌هایی از این قابلیت‌ها هستند. فیزیک مالی می‌تواند با شناخت سازوکار شکل‌گیری بحران، در طراحی مقررات احتیاطی، ارزیابی ریسک سیستماتیک و سنجش تاب‌آوری بازارها نقش مهمی ایفا کند.

ملاحظات و چشم‌انداز آینده

با وجود ظرفیت‌های علمی و محاسباتی فیزیک مالی، باید در برابر وسوسه‌ی ساده‌سازی بیش‌ازحد یا اعتماد مطلق به مدل‌ها محتاط بود. هیچ مدلی قادر نیست

پیچیدگی کامل بازار را در خود جای دهد و هر ابزار تحلیلی تنها در محدوده‌ای مشخص اعتبار دارد. خطری که همواره این حوزه را تهدید می‌کند، تبدیل مدل‌ها به باورهای قطعی و غفلت از پویایی داده‌ها و شرایط نهادی است.

در آینده، انتظار می‌رود فیزیک مالی با حوزه‌هایی چون یادگیری ماشین، داده‌کاوی آنی، اقتصاد رفتاری و تحلیل نهادی ترکیب شود و ابزارهایی تطبیق‌پذیر و انعطاف‌پذیرتر پدید آورد. چنان‌چه این شاخه با نگاهی انتقادی، هم‌افزایی میان‌رشته‌ای و حساسیت به واقعیت‌های سیاست‌گذاری همراه شود، می‌تواند نقش مؤثری در طراحی سامانه‌های مالی مقاوم‌تر و سیاست‌های اقتصادی پایدارتر ایفا کند.

در مجموع، فیزیک مالی را باید تلاشی علمی و تحلیلی برای درک بهتر ساختار، پویایی و خطرات بازارهای مالی دانست. این رویکرد با اتکا به ریاضیات پیشرفته و تحلیل داده، دریچه‌ای نو به درک بازار گشوده و امکان مدل‌سازی پدیده‌هایی را فراهم کرده که پیش‌تر از دیدگاه اقتصاد کلاسیک پنهان مانده بودند. نه تنها برای پژوهشگران اقتصادی بلکه برای سیاست‌گذاران، ناظران بازار و فعالان مالی، فیزیک مالی افقی تازه گشوده است؛ افقی که در آن، ابزارهای علمی در خدمت شناخت عمیق‌تر پویایی‌های مالی و تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر قرار می‌گیرند.

افزایش جهانی سرمایه‌گذاری در انرژی‌های پاک؛ الگویی برای عبور ایران از بحران ناترازی انرژی

■ بهاره سیدکشمیری
کارشناس کانون



جهان در حال گذار به سمت اقتصاد کم کربن است و انرژی‌های تجدیدپذیر به عنوان ستون اصلی این تحول شناخته می‌شوند. در سال‌های اخیر، رشد بی‌سابقه‌ای در سرمایه‌گذاری جهانی در حوزه انرژی‌های پاک به ثبت رسیده است. این روند، علاوه بر پاسخ به دغدغه‌های زیست‌محیطی، راهکاری مؤثر برای کاهش وابستگی به سوخت‌های فسیلی، تنوع‌بخشی به سبد انرژی و ارتقای امنیت انرژی کشورها قلمداد می‌شود.

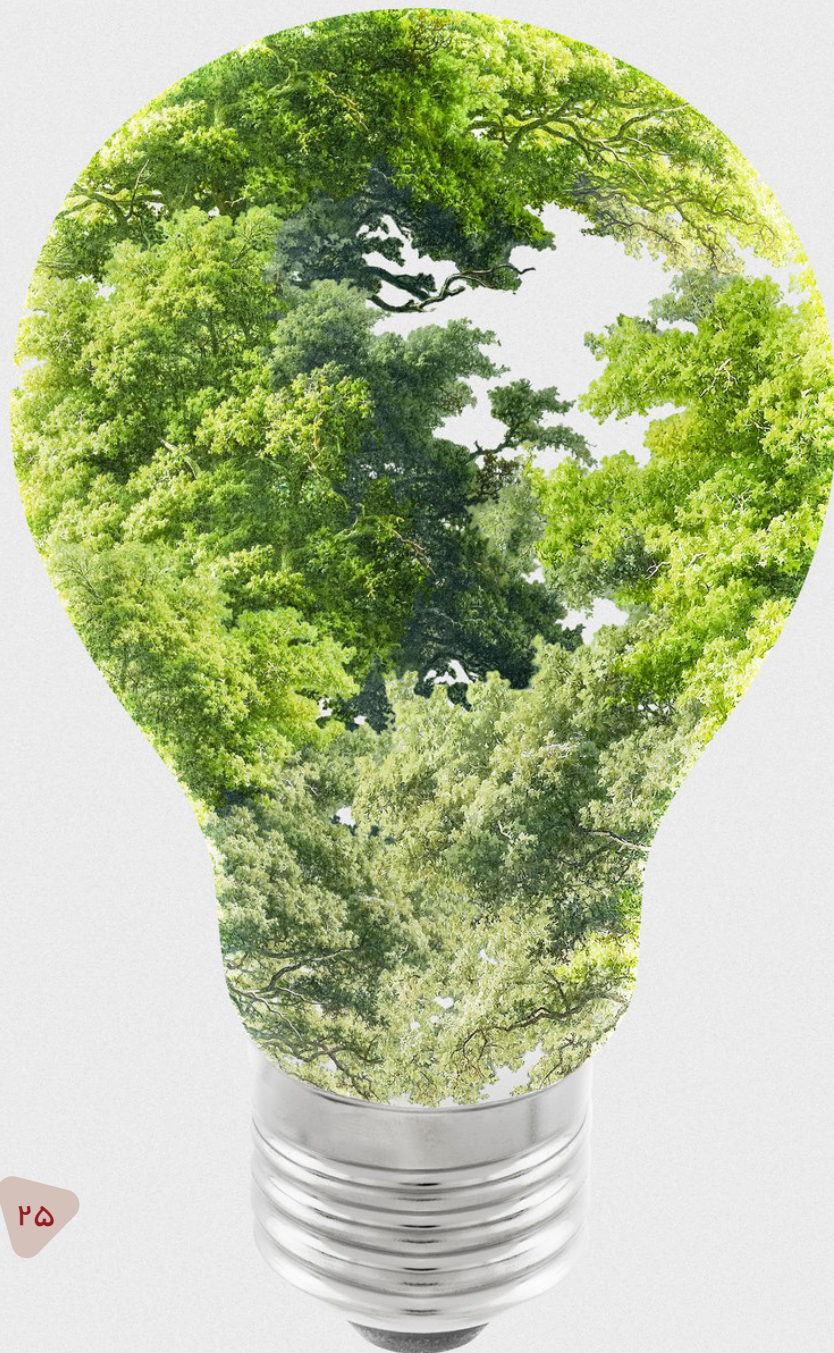
بر اساس گزارش BloombergNEF، سرمایه‌گذاری جهانی در حوزه انرژی‌های تجدیدپذیر و فناوری‌های مرتبط با آن در سال ۲۰۲۴ به ۲.۱ تریلیون دلار رسید؛ رشدی ۱۱ درصدی نسبت به سال قبل. این سرمایه‌گذاری‌ها شامل انرژی خورشیدی، بادی، باتری‌های ذخیره‌سازی، زیرساخت‌های حمل‌ونقل برقی و شبکه‌های هوشمند برق می‌شود.

در اروپا و چین، سیاست‌گذاری‌های حمایتی و تعهدات اقلیمی، منجر به هدایت گسترده منابع مالی به سمت پروژه‌های سبز شده‌اند. در آمریکا نیز، قانون کاهش تورم (IRA) با اختصاص صدها میلیارد دلار مشوق مالی، انگیزه سرمایه‌گذاران برای ورود به بازار انرژی‌های پاک را دوچندان کرده است.

■ ایران و بحران ناترازی انرژی

در مقابل این روند جهانی، ایران با بحران ناترازی انرژی مواجه است؛ به‌ویژه در حوزه گاز طبیعی و برق. افزایش مصرف داخلی، رشد ناکافی ظرفیت تولید، عدم اصلاح قیمت حامل‌های انرژی و نبود سرمایه‌گذاری مؤثر در زیرساخت‌ها، کشور را با چالش جدی روبرو کرده است.

بر اساس آمار شرکت ملی گاز، در زمستان ۱۴۰۲ تراز گاز کشور به بیش از ۲۰۰ میلیون مترمکعب در روز کسری رسید. همچنین، ناترازی تولید و مصرف برق به‌ویژه در فصل تابستان، موجب خاموشی‌های گسترده و فشار مضاعف بر صنایع شده است.



■ نقش بورس انرژی ایران در توسعه سرمایه‌گذاری‌های پاک

یکی از ابزارهای کلیدی برای توسعه بازار انرژی‌های پاک در ایران، بورس انرژی ایران است. این بورس می‌تواند از طریق روش‌های زیر نقش مؤثری ایفا کند:

۱. تسهیل تأمین مالی پروژه‌های تجدیدپذیر
از طریق عرضه اوراق سلف، صندوق پروژه یا انتشار اوراق سبز (Green Bonds)، امکان جذب سرمایه برای احداث نیروگاه‌های خورشیدی و بادی فراهم می‌شود.
 ۲. ایجاد بازار شفاف برای خرید و فروش برق تجدیدپذیر
با امکان انعقاد قراردادهای دوجانبه یا عرضه در بازار عمده‌فروشی، تولیدکنندگان انرژی پاک می‌توانند درآمد پایدار داشته باشند و سرمایه‌گذاران به بازده مطمئن‌تری دست یابند.
 ۳. افزایش شفافیت و رقابت‌پذیری قیمت‌ها
کشف قیمت عادلانه و حذف رانت در بازار انرژی، با تقویت عرضه و تقاضا در یک بستر قانونمند و ناظرپذیر محقق می‌شود.
- در واقع بورس انرژی می‌تواند به‌عنوان پیوندی میان بخش خصوصی، دولت و سرمایه‌گذاران عمل کند و ریسک‌های موجود در توسعه پروژه‌های پاک را کاهش دهد.
- سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تجدیدپذیر نیز علاوه بر مزایای کلان ملی، برای سرمایه‌گذاران نیز فرصت‌های مالی جذابی به‌همراه دارد:

۱. بازدهی پایدار و بلندمدت

انرژی‌های خورشیدی و بادی پس از احداث، هزینه عملیاتی پایینی دارند و در طول عمر پروژه (معمولاً بین ۲۰ تا ۲۵ سال) درآمدی ثابت از محل فروش برق یا قراردادهای تضمینی برای سرمایه‌گذار فراهم می‌شود.

۲. کاهش ریسک ناشی از نوسانات جهانی

در شرایطی که قیمت سوخت‌های فسیلی در بازار جهانی نوسان دارد، سرمایه‌گذاری در منابع انرژی بومی و پایدار، ریسک‌های ارزی و سیاسی را کاهش می‌دهد.

۳. دسترسی به مشوق‌های دولتی

در صورت حمایت حاکمیت، سرمایه‌گذاران می‌توانند از معافیت‌های مالیاتی، تضمین خرید برق، تسهیلات ارزان‌قیمت یا حتی امتیاز انتشار اوراق سبز بهره‌مند شوند.

۴. افزایش ارزش برند و وجهه اجتماعی

ورود به پروژه‌های پاک، تصویر مثبتی از سرمایه‌گذار در فضای اقتصادی و اجتماعی ایجاد می‌کند؛ به‌ویژه برای نهادهای مالی، شرکت‌های صنعتی و هلدینگ‌های بزرگ که به مسئولیت اجتماعی خود اهمیت می‌دهند.

۵. قابلیت معامله‌پذیری در بورس انرژی

استفاده از ابزارهایی مانند اوراق سلف موازی، صندوق پروژه یا بازار برق تجدیدپذیر در بورس انرژی ایران، امکان نقدشوندگی و خروج از پروژه را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند.

فرصت‌های جهانی و ملی برای سرمایه‌گذاری در انرژی‌های پاک، امروز بیش از هر زمان دیگر پیش روی ایران قرار دارد. استفاده از زیرساخت‌هایی همچون بورس انرژی ایران، اصلاح سیاست‌های کلان و فراهم کردن فضای سرمایه‌گذاری مطمئن، می‌تواند کشور را از بحران انرژی عبور دهد و در عین حال بازاری جذاب برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای داخلی و خارجی فراهم سازد.

بهره‌گیری از الگوی جهانی سرمایه‌گذاری در انرژی‌های پاک و تقویت جایگاه بورس انرژی ایران در این مسیر، ضرورتی راهبردی برای حفظ تراز انرژی، جذب سرمایه‌گذاری داخلی و خارجی، و دستیابی به توسعه پایدار خواهد بود.



کمیته‌های سازش در نهادهای مالی بررسی تطبیقی نظام‌های جهانی

■ سودابه نجف‌پور
کارشناس کانون

در جهان امروز، نهادهای مالی از جمله بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاری‌ها، صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه، به بخش جدایی‌ناپذیری از زندگی اقتصادی افراد و بنگاه‌های اقتصادی تبدیل شده‌اند. تعامل گسترده مردم با این نهادها، به‌ویژه با گسترش فناوری‌های مالی (فین‌تک) و توسعه بازارهای سرمایه، موجب افزایش احتمال بروز اختلافات و نارضایتی‌هایی در زمینه‌هایی چون خدمات ناقص، خطاهای مالی، سوءاستفاده اطلاعاتی، مشاوره‌های نادرست یا کلاهبرداری می‌شود.

در بسیاری از کشورها، تجربه نشان داده است که مراجعه مستقیم به دادگاه‌ها برای حل این اختلافات، نه تنها زمان‌بر و پرهزینه است، بلکه گاه به دلیل پیچیدگی موضوعات مالی یا عدم تخصص قضات، به نتایج مطلوب نیز منجر نمی‌شود. از این رو، کمیته‌های سازش یا مکانیزم‌های حل اختلاف جایگزین در ساختار نهادهای مالی یا نهادهای نظارتی پدید آمده‌اند تا بتوانند به‌صورت سریع، کم‌هزینه، غیررسمی و تخصصی، اختلافات بین مشتریان و نهادهای مالی را بررسی و حل‌وفصل کنند.



این کمیته‌ها که در کشورهای مختلف با اسامی متفاوتی شناخته می‌شوند، دارای اهدافی چون ارتقاء اعتماد عمومی، حفاظت از حقوق سرمایه‌گذاران، کاهش بار دادگاه‌ها و پیشگیری از وقوع بحران‌های مالی ناشی از بی‌اعتمادی هستند. در این مقاله، با نگاهی تطبیقی به ساختار و عملکرد این کمیته‌ها در نقاط مختلف جهان، تلاش می‌شود تا نقاط قوت، چالش‌ها و درس‌هایی که می‌توان از تجربه‌های جهانی برای کشورهایی مانند ایران آموخت، مورد بررسی قرار گیرد.

■ تعریف کمیته سازش Dispute Resolution Committees

کمیته سازش، ساختاری شبه‌قضایی یا مشورتی است که با هدف حل و فصل اختلافات میان نهادهای مالی و مشتریان بدون مراجعه به دادگاه تشکیل می‌شود. این کمیته‌ها معمولاً از کارشناسان حقوقی، مالی، نمایندگان نهادهای ناظر و گاه نمایندگان مشتریان تشکیل می‌شوند.

■ مدل‌های رایج کمیته سازش در کشورهای مختلف

۱. ایالات متحده آمریکا – FINRA

در آمریکا، سازمان تنظیم مقررات صنعت مالی (FINRA) نهادی مستقل و غیردولتی است که وظیفه نظارت بر کارگزاری‌ها و حل اختلافات بین سرمایه‌گذاران و شرکت‌های مالی را دارد. این سازمان از فرآیند میانجی‌گری و داوری برای رسیدگی به شکایات استفاده می‌کند.

ویژگی‌ها:

- رایگان بودن برای مشتریان خرد
- قابل الزام قانونی بودن رأی داوری
- حل اختلاف به‌طور متوسط در کمتر از ۱ سال

۲. بریتانیا – Financial Ombudsman Service (FOS)

در بریتانیا، نهاد سرویس داوری مالی مسئول حل اختلافات بین مصرف‌کنندگان و ارائه‌دهندگان خدمات مالی است. این نهاد مستقل بوده و به صورت رایگان در دسترس مشتریان قرار دارد.

ویژگی‌ها:

- غیرقضایی و رایگان
- الزام‌آور بودن تصمیم‌ها تا سقف خاصی از مبلغ
- تمرکز بر عدالت و منافع عمومی

۳. اتحادیه اروپا – ADR و ODR

در اتحادیه اروپا، استفاده از سازوکارهای جایگزین حل اختلاف (Alternative Dispute Resolution – ADR) و سازوکار حل اختلاف آنلاین (Online Dispute Resolution – ODR) در چارچوب مقررات اتحادیه توسعه یافته است.

ویژگی‌ها:

- استفاده گسترده از پلتفرم‌های دیجیتال
- تأکید بر شفافیت و سرعت
- سازش‌پذیری با قوانین داخلی کشورهای عضو

۴. استرالیا – AFCA

در استرالیا، مرکز شکایات مالی استرالیا (AFCA)، نهاد مستقل حل اختلافات مالی برای بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، مشاوران مالی و سایر نهادهاست.

ویژگی‌ها:

- بی‌طرفی کامل
- رایگان بودن برای شاکیان
- قدرت الزام‌آور محدود

مزایای کمیته‌های سازش در نهادهای مالی

- کاهش بار دستگاه قضایی
- تسریع روند رسیدگی به شکایات
- تقویت اعتماد عمومی به نهادهای مالی
- کاهش هزینه‌های حل اختلاف
- ترویج فرهنگ مذاکره و حل‌وفصل دوستانه

چالش‌ها و محدودیت‌ها

- عدم الزام‌آور بودن در برخی کشورها
- تعارض منافع در صورت نبود شفافیت
- ضعف در اجرای رأی در برخی نظام‌ها
- نبود آگاهی کافی در میان عموم مشتریان

نتیجه‌گیری

کمیته‌های سازش یکی از ابزارهای مهم برای حفظ اعتماد عمومی در نظام‌های مالی جهانی هستند. با طراحی صحیح، شفافیت عملکرد و استقلال، این کمیته‌ها می‌توانند به‌عنوان بازوی مؤثر نظارتی و حمایتی، هم به مشتریان و هم به نهادهای مالی خدمت کنند. الگوگیری از تجربه کشورهای پیشرو می‌تواند در ارتقای سیستم حل اختلاف مالی در کشورهایمانند ایران نیز مؤثر باشد.

تجربه موفق بریتانیا – Financial Ombudsman Service (FOS)

بریتانیا یکی از پیشگامان جهانی در ایجاد سیستم‌های غیرقضایی حل اختلاف مالی است. نهاد Financial Ombudsman Service (FOS) در سال ۲۰۰۱ توسط دولت بریتانیا به‌عنوان یک مرجع مستقل برای حل‌وفصل اختلافات میان مصرف‌کنندگان و شرکت‌های مالی تأسیس شد. این نهاد زیر نظر Financial Conduct Authority (FCA) فعالیت می‌کند اما از لحاظ اجرایی کاملاً مستقل است.

نمونه موردی (Case Study)

در سال ۲۰۲۰، تعداد زیادی از شکایات علیه بانک‌های بزرگ بریتانیا درباره فروش نادرست بیمه‌های بازپرداخت وام (PPI – Payment Protection Insurance) به FOS ارسال شد. مشتریان ادعا می‌کردند که این بیمه بدون اطلاع یا با اطلاعات غلط به آن‌ها فروخته شده بود.

نقش FOS در حل اختلاف

• FOS با راه‌اندازی یک سیستم پیگیری منسجم و آنلاین، صدها هزار شکایت را بررسی کرد.

• فرآیند بررسی شامل درخواست مستندات از بانک‌ها، شنیدن شکایات مشتریان و ارائه گزارش‌های بی‌طرفانه بود.

• اگر بانک‌ها مسئول شناخته می‌شدند، ملزم به پرداخت خسارت یا بازپرداخت هزینه‌های غیرقانونی می‌شدند.

• فقط در مورد PPI، بیش از ۴۰ میلیارد پوند توسط بانک‌ها به مشتریان بازپرداخت شد.

■ دلایل موفقیت این تجربه

- استقلال کامل نهاد FOS از بانکها و دولت
- رایگان بودن خدمات برای مشتریان
- روند سریع، ساده و آنلاین بررسی شکایات
- اعتماد بالا به تصمیمهای این نهاد در میان مردم
- الزامآور بودن آرای صادرشده برای مؤسسات مالی

■ نتیجه گیری

تجربه FOS در بریتانیا نشان می‌دهد که یک نهاد داور مالی مستقل، چنانچه با شفافیت، تخصص و دسترسی عمومی همراه باشد، می‌تواند بحرانهای گسترده در صنعت مالی را کنترل کرده و اعتماد عمومی را بازسازی کند. این تجربه الگویی موفق برای کشورهایی است که به دنبال ارتقاء نظام حمایت از حقوق مشتریان در بازارهای مالی خود هستند.

جذب سرمایه خارجی در بورس

■ ریحانه مجاهدی
کارشناس کانون



در عصر جهانی‌شدن، سرمایه‌گذاری در سطح بین‌المللی می‌تواند فرصت‌های رشد در بازارهای نوظهور را فراهم کند و راهبردی برای توسعه اقتصادی و پویایی بازارهای مالی باشد. بازار بورس به‌عنوان یکی از ارکان اصلی نظام مالی، نقش مهمی در تجهیز منابع و تخصیص بهینه سرمایه دارد. در این میان، ورود سرمایه‌گذاران خارجی به بورس می‌تواند با افزایش عمق بازار، بهبود نقدشوندگی، ارتقای استانداردهای شفافیت و تقویت رقابت‌پذیری بازار سرمایه همراه باشد.

چرا تمایل به سرمایه‌گذاری داخلی نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی وجود دارد؟



چند دلیل برای تمایل به سرمایه‌گذاری داخلی بیان می‌شود:

۱. **آشنایی و اعتماد:** افراد به‌دلیل آشنابودن با بازار کشور خود، به آن اعتماد بیشتری دارند؛

۲. **اطلاع‌رسانی بیشتر:** اطلاعات درباره شرکت‌های داخلی در دسترس‌تر و قابل درک‌تر است؛

۳. **ریسک ارزی:** سرمایه‌گذاری در خارج ممکن است با نوسان نرخ ارز همراه باشد؛

۴. **موانع قانونی یا مالیاتی:** برخی کشورها برای سرمایه‌گذاری خارجی محدودیت یا مالیات بیشتری دارند؛

۵. **عوامل فرهنگی و زبانی:** سرمایه‌گذاران ممکن است از تفاوت‌های زبانی، فرهنگی یا قانونی در کشورهای دیگر نگران باشند.

عدم قطعیت جزء جذابی‌ناپذیر بازارهای مالی است، آنچه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای را از دیگران متمایز می‌کند، نحوه واکنش وی در این شرایط است. به‌جای تلاش برای پیش‌بینی دقیق آینده، تمرکز بر ساختار یک سبد سرمایه‌گذاری متنوع و انعطاف‌پذیر آن را به‌عنوان راهکاری مؤثر برای کاهش آثار شوک‌های اقتصادی و سیاسی در نظر می‌گیرد. واکنش سهام بین‌المللی نسبت به رویدادهای اقتصادی جهانی در مقایسه با سهام داخلی می‌تواند بسیار متفاوت باشد؛ در نتیجه، متنوع‌سازی در سبد از این روش، باعث تثبیت و افزایش بازده، کاهش ریسک و بهره‌برداری از فرصت‌های منحصربه‌فردی است که در بازار داخلی در دسترس نیست.

سرمایه‌گذاری خارجی در بورس نه‌تنها منبعی برای تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی است، بلکه به‌دلیل انتقال دانش و تکنولوژی، به‌روزرسانی ساختارهای مالی و ایجاد ارتباط مؤثر با بازارهای بین‌المللی اهمیت بسیاری دارد. جذب سرمایه خارجی نیازمند بسترهای حقوقی، نهادی و اقتصادی مناسب است تا امنیت، شفافیت و بازدهی مطلوب برای سرمایه‌گذاران فراهم شود. سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی ممکن است شامل مالیات‌های بالاتر بر سود تقسیمی و همچنین ریسک‌های ارزی یا سیاسی باشند. بسیاری از افراد در سراسر جهان دچار آنچه تمایل به سرمایه‌گذاری داخلی (Home Bias) نامیده می‌شود هستند؛ یعنی بخش بسیار بزرگی از سبد سهام آن‌ها سهام شرکت‌های کشور خودشان است.

■ جمع‌بندی

جذب سرمایه خارجی در بورس فقط با ارائه فرصت‌های سودآور ممکن نیست؛ بلکه نیازمند ایجاد فضای امن، شفاف و پیش‌بینی‌پذیر برای سرمایه‌گذار خارجی است. کشورهایی که در این حوزه موفق بوده‌اند، هم‌زمان به اصلاح ساختار بازار سرمایه، بهبود حکمرانی شرکتی و توسعه ابزارهای مالی بین‌المللی پرداخته‌اند.



■ عوامل اصلی جذب سرمایه خارجی در بورس

از عوامل اصلی جذب سرمایه خارجی در بورس می‌توان به این موارد اشاره کرد:

۱. ثبات محیط اقتصادی و سیاسی کشور میزبان؛
 ۲. تورم پایین؛
 ۳. نرخ ارز باثبات؛
 ۴. قوانین پایدار؛
 ۵. پیروی از استانداردهای بین‌المللی حسابداری؛
 ۶. قوانین و مقررات حمایتی برای سرمایه‌گذاران خارجی؛
 ۷. هرچه بازار بورس یک کشور نقدشونده‌تر، متنوع‌تر و عمیق‌تر باشد (یعنی تعداد بیشتری شرکت، ابزارهای متنوع مالی و حجم بالای معاملات داشته باشد)، برای سرمایه‌گذاران خارجی جذاب‌تر خواهد بود.
- جذب سرمایه خارجی در بورس معایبی دارد که چند دلیل مهم آن را بیان می‌کنیم:
۱. **ریسک خروج سرمایه‌گذاران بزرگ:** اگر سرمایه‌گذاران عمده تصمیم به فروش سهام خود بگیرند، این تصمیم می‌تواند باعث نوسانات شدید قیمتی و از بین رفتن اعتماد بازار شود.
 ۲. **هزینه‌های ورود به بورس:** فرایند عرضه عمومی اولیه (IPO) و نگهداری حضور در بورس، نیازمند هزینه‌های مالی، حقوقی و تبلیغاتی بالایی است که ممکن است برای برخی شرکت‌ها سنگین باشد.

بين الملل



FEAS پلی برای اتصال ایران به بازارهای جهانی سرمایه فیاس؛

■ محمود گودرزی

مدیرعامل شرکت بورس اوراق بهادار تهران

فدراسیون بازارهای سرمایه اروپا - آسیایی (فیاس) در نشست اخیر خود با هدف توسعه نهادهای مالی در منطقه تغییر نام و ساختار یافت. این نهاد که در شانزدهم می ۱۹۹۵ تأسیس شده است، پیشتر با نام فدراسیون بورسهای اروپا - آسیایی فعالیت می کرد. دوازده بورس منطقه ای، از جمله بورس تهران با نگرش به لزوم ارتقای بازارهای کمتر توسعه یافته پس از پایان جنگ سرد، به طور مشترک فیاس را تأسیس کردند و در آن زمان مقر فدراسیون تنها شهر اروپا - آسیایی جهان، استانبول، تعیین شد.

فیاس بیست و دو سال با این رویکرد و محوریت بورس استانبول تلاش کرد تا به هم‌افزایی بورس‌های منطقه‌ای و تقویت پایگاه آنها در میان فعالان مالی بین‌المللی کمک کند، تا آنکه با توجه به تغییرات سیاسی و به تبع آن اقتصادی در ترکیه در میانه دومین دهه از قرن جدید، بورس استانبول در سال ۲۰۱۷ تصمیم به خروج از فدراسیون گرفت. با اینحال، طی بیش از دو دهه فعالیت، این نهاد از استحکام کافی برخوردار شده بود تا پس از ترک اصلی‌ترین حامی خود، به حیات ادامه دهد. بورس تهران و سایر اعضا با رای قاطع، مقرر جدید (ایروان، ارمنستان) را تعیین کردند و افق‌های جدیدی را برای همکاری پیش روی خود باز کردند.

این روزها سی سال از تولد فیاس می‌گذرد و ایده نخست شکل‌گیری فدراسیون به ثمر نشسته است؛ در حال حاضر با نهادی مواجهیم که شانه به شانه مهمترین نهاد بورسی دنیا، فدراسیون جهانی بورس‌ها و با الگوبرگشتن از عملکرد برجسته آن در راستای ارتقای بازارهای منطقه، تسهیل همکاری‌ها و تبادل اطلاعات بین اعضا، حمایت از نوآوری در بازارها و ترویج سرمایه‌گذاری بورسی می‌کوشد و هر ساله جذابیت‌های بیشتری را از طریق رویدادهای ابتکاری و همایش‌های بازاریابی و سرمایه‌گذاری برای فعالان منطقه‌ای و خارجی فراهم می‌آورد.

مجمع عمومی فیاس عالی‌ترین رکن تصمیم‌گیری آن و متشکل از نمایندگان تمام اعضا است که به تدوین سیاست‌ها، بودجه‌بندی و عضوگیری می‌پردازد. هیئت مدیره یازده نفره فدراسیون، نماینده مجمع و اعضای فیاس و مسئول هدایت راهبردی و نظارت بر اجرای تصمیمات و مصوبات مجمع عمومی است که به صورت ترکیبی ۹ نفره از اعضای اصلی و ۲ نفره از اعضای وابسته توسط آرای مجمع عمومی برگزیده می‌شوند.

سیر تحولات فیاس نشان می‌دهد که علاوه بر افزایش تعداد و تنوع اعضا به ویژه در دوره اخیر، گستره جغرافیایی فدراسیون هم توسعه یافته و از قفقاز و آسیای مرکزی تا خاورمیانه و حوزه مدیترانه را پوشش می‌دهد و این روزها حضور اعضای بیشتری را از اروپا در فدراسیون شاهد هستیم.

فیاس انجمنی پویا است و برنامه‌هایش به مراتب متنوع‌تر از قبل شده است. علاوه بر کارگروه‌ها و پروژه‌های تعریف شده، رویدادی سالانه تحت نام «کانفیاس» در چند سال اخیر برگزار می‌شود تا محملی برای حضور اعضا در کنار برخی فعالان بین‌المللی طراز اول باشد و فرصت‌های همکاری بیشتری فراهم آید. دبیرخانه فدراسیون تلاش دارد رویدادی را برای بازاریابی حرفه‌ای بازار سرمایه در آینده‌ای نزدیک تدارک ببیند و به مرور تبدیل به سکویی شود تا اعضا از طریق آن به برندسازی، توسعه کسب و کار و درآمدزایی بیاورند.

فدراسیون بازارهای سرمایه اروپا-آسیایی در حال حاضر ۲۲ عضو اصلی، ۴ عضو وابسته، ۷ عضو ناظر (با پتانسیل تبدیل شدن به اعضای اصلی) و ۱۴ نهاد همکار دارد و به یکی از کانون‌های اصلی صنعت اوراق بهادار تبدیل شده است.

بورس تهران تقریباً در تمام ادوار، عضو هیئت مدیره فیاس بوده و در نشست اخیر آن که اوایل خرداد ماه ۱۴۰۴ به میزبانی بورس ارمنستان در شهر ایروان برگزار شد، علاوه بر عضویت مجدد در هیئت مدیره، به عنوان رئیس کمیته کاری فدراسیون هم برگزیده شد. کمیته کاری فیاس، موتور محرکه فعالیت‌های تخصصی فدراسیون به حساب می‌آید و نقشی کلیدی در پیشبرد برنامه‌های اصلی و برنامه‌ریزی راهبردی آن بر عهده دارد و به تنظیم روابط گروه‌های کاری و اداره پروژه‌های متعدد فیاس می‌پردازد.



باعث افتخار خواهد بود که همزمان با فعالیتهای موثر بورس تهران در فدراسیون، نهادهای مالی دیگر از جمله سایر بورسها و کارگزاریهای ایرانی هم در این نهاد حضور دارند و به واسطه عملکرد خود موفق به کسب جوایز سالانه شدهاند.

بورس تهران فارغ از نقش خود به عنوان عضو مؤسس فیاس و حضوری دائمی در این نهاد طی سه دهه گذشته، همواره یکی از تصمیم سازان اصلی فدراسیون بوده است؛ با اینحال، با توجه به محدودیتهای موجود بر سر راه توسعه مناسبات خارجی، حضور بورس تهران در فیاس حائز منافع و امتیازاتی است که از آن جمله می توان به دسترسی گسترده به شبکه قدرتمند ارتباطی با نهادهای مالی مختلف اشاره کرد. همچنین شناسایی ظرفیتهای موجود و آشنایی با نوآوریها و تحولات نوین، کسب اعتبار و ارتقای جایگاه بین المللی و برقراری ارتباط مستقیم با طرفها و شرکای خارجی و انتقال دانش و فناوری به داخل کشور از مزایای خاص حضور در این نهاد و ریاست کمیته کاری آن خواهد بود.

بورس تهران قصد دارد با استفاده مطلوب از حضور در هیئت مدیره فیاس در دوره جدید و همزمان حضور در کرسی ریاست کمیته کاری، ضمن انجام تعهدات حرفه ای خود، به کاهش آثار انزوای بین المللی از طریق دیپلماسی مالی بپردازد و دروازه ای را برای مشارکت فرامرزی فعالان ایرانی بگشاید. باور داریم که این اقدامات ابتدای مسیری است که می تواند بورس تهران را به جایگاه رهبری یک نهاد مالی رهنمون نماید و از گامهای مهم بین الملل سازی بازار سرمایه کشور به حساب آید.



برگزیده



■ مهدی قندچی

کارشناس بازار سرمایه

اثرات جنگ؛

■ آنچه در بازار گذشت ...

در غم‌انگیزترین لحظات تاریخ، آنجا که ظلم و تجاوز سایه می‌افکند، نام شهیدان چون چراغی فروزان، راه آزادی و عزت را روشن می‌سازد. بامداد جمعه ۲۳ خرداد، رژیم صهیونیستی با حمله‌ای ناجوانمردانه به بسیاری از مناطق نظامی و برخی ساختمان‌های مسکونی کشور عزیزمان، جنگ وسیعی را آغاز کرد و در این نبرد جمعی از فرماندهان ارشد نظامی، دانشمندان برجسته و مردم بی‌گناه ایران را به شهادت رساند. جنگی که می‌توانست با برخی تغییرات در رویکرد سیاسی و هسته‌ای کشورمان آغاز نشود؛ اما به هر جهت حدود ۱۲ روز درگیر یک رویارویی نظامی تمام‌عیار بودیم و در نهایت در نقطه‌ای که سطح تنش به سطوح حداکثری رسیده بود، به یکباره آتش‌بس برقرار شد! ضمن ابراز همدردی و اظهار تأسف و تأثر، مصیبت وارده را به تمامی هموطنان و مردم شریف ایران تسلیت عرض می‌نماییم و علو درجات الهی را برای شهدای گرانقدر این حادثه از خداوند متعال خواهیم ...



بازار سرمایه با تصمیم سازمان بورس و اوراق بهادار و بر اساس مصوبه شورای عالی بورس، در راستای صیانت از حقوق سهامداران به مدت دو هفته تعطیل بود اما از روز شنبه ۳۱ خردادماه، معاملات اوراق بهادار دولتی و واحدهای سرمایه‌گذاری انواع صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت اعم از صدور و ابطالی و قابل معامله (ETF) نیز از ساعت ۹ تا ۱۱ صبح برقرار شد. نکته قابل توجه در تجربه اخیر، آن بود که برخلاف برخی تصورها، نه تنها معاملات در این صندوق‌ها دچار اختلال نگردید، بلکه قیمت‌گذاری‌ها و حجم معاملات به نحوی کنترل شد که به رفتارهای هیجانی دومینووار در بازار منجر نشود.

اما بازار سهام پس از یک توقف دو هفته‌ای، هشت روز سخت و تلخ را تجربه کرد. نگرانی از بابت اثرات تحولات رخ داده، روشن نبودن مدت زمان آتشیس و عدم تغییر در ریزساختارها باعث شد تا بازار در نیمه نخست تیر ماه با فشار جدی عرضه، ایجاد فضای پنیکی و خروج بیش از ۳۰ هزار میلیارد تومان پول توسط سیلی از سهامداران حقیقی روبرو شود.

اما با عبور از هفته سوم تیر ماه و بواسطه رایزنی‌های سازمان بورس با سیاستگذاران اقتصادی، رفته‌رفته منابع مورد نیاز برای حمایت از بازار تامین شد و پس از افت ۱۰ تا ۱۵ درصدی قیمت‌ها و عقبگرد حدود ۱۲ درصدی شاخص کل، شاهد اقدامات گسترده نهاد ناظر برای متعادل‌سازی بازار بودیم. بطور قطع هفته‌های گذشته، یکی از تلخ‌ترین و در عین حال سخت‌ترین هفته‌های تاریخ بازار بود. به‌خصوص که قیمت‌ها در شب مجامع در سطوح بسیاری جذابی قرار دارند. به هر جهت ترس از جنگ و اثرات آن، باعث پنیکی جدی و عجیب بازار شد. اما سرمایه‌گذاران و اهالی بازار به چند نکته مهم باید توجه داشته باشند:

۱- ما در جنگ ۱۲ روزه، نه زیر ساختی را از دست دادیم و نه آسیب خاصی به شرکت‌ها وارد شد. قطعاً مشکلاتی برای فروش شرکت‌ها ایجاد شده اما در هر صورت آن تبعات سنگین جنگ را روی سیستم و نظام اقتصادی کشور خیلی موثر نمی‌بینیم؛ پس بحران ریسک سیاسی با شدت بالا وجود دارد اما از بعد عملیاتی اتفاق عجیبی برای شرکت‌ها رخ نداده است.

۲- درهای دیپلماسی هنوز بسته نشده و بسیاری از تحلیلگران سیاسی معتقدند که موضوع هسته‌ای ایران تنها از طریق مذاکره حل‌شدنی است و درگیری‌های نظامی کارساز نخواهد بود. بنابراین ممکن است مذاکرات جدیدی در راه باشد که باید مد نظر قرار گیرد. البته هنوز تبعات و اتفاقات جنگ و ریسک سیاسی به طور کامل رفع نشده؛ لذا همین حس ترس بلای جان بازار است و بسیاری را محافظه کار خواهد کرد.

۳- خروج بازار از بحران، دو مرحله دارد. مرحله اول زمانی است که صفوف فروش در بازار برچیده شوند و یا ارزش صفوف فروش به کمتر از ۳-۴ همت برسد. اینجا می‌توان گفت قسمت سخت و پیچیده بحران را پشت سر گذاشته‌ایم. (اتفاقی که طی روزهای اخیر محقق شد) اما مرحله دوم که دارای اهمیت بیشتری است، حفظ تعادل است و در عین اینکه به آرامش اولیه رسیدیم اما تضمینی برای ثبات نیست و نیاز به بسته شدن کف قیمت‌ها با اردرهای حمایتی توام با اخبار مثبت موثر داریم؛ در غیر اینصورت در ادامه به شکلی فرسایشی‌تر روند کاهشی را تجربه خواهیم کرد. البته با انتشار اوراق تبعی برای سهام و پرتفوی‌های کمتر از ۵۰۰ میلیون تومان، احتمالاً در مدیریت بخش دوم بحران، نتایج مطلوب‌تری حاصل گردد.

۴- دولت و عوامل بالادستی نباید بازار را به حال خود رها کنند. تنظیم و ارسال خبرها و سیگنال‌های مثبت به سهامداران و تزریق منابع نه اینکه اثربخشی کافی داشته باشد اما از شدت فضای منفی بازار می‌کاهد و در نهایت این دوران، دورانی است که باید تحمل کرد تا سپری شود. بازار سرمایه طی این مدت همه جور اتفاقات و رویدادهایی را دیده و تنها یک جنگ تمام‌عیار به ما بدهکار بود که متأسفانه آن هم تجربه شد ... !

و اما حرف آخر؛ همه نگاه‌ها به باب همایون ...

در تاریخ ۲۶ خرداد و در روزهای ابتدایی جنگ تحمیلی، نمایندگان مجلس در جریان بررسی صلاحیت سیدعلی مدنی‌زاده وزیر پیشنهادی امور اقتصادی و دارایی با ۱۷۱ رأی موافق، ۶۷ رأی مخالف و ۸ رأی ممتنع از مجموع ۲۴۶ نماینده حاضر در جلسه به وی برای تصدی این وزارتخانه اعتماد کردند. طی روزهای اخیر، او نقدهایی جدی به وضعیت بازارهایی چون ارز، طلا و سکه وارد کرده، اما درباره بورس اظهارنظر خاصی نداشته؛ این سکوت شاید نشان‌دهنده سیاستی سنجیده باشد. واقعیت این است که از یک چهره دانشگاهی که به‌طور مستقیم از جنس بازار نیست، نمی‌توان انتظار ادبیات بورسی و وعده‌های پوپولیستی داشت. اتفاقاً اگر مدنی‌زاده از بازی قدرت‌ها و جریان‌های مافیایی اقتصاد در امان بماند، گرفتار رانت‌های سازمان‌یافته نشود و بتواند مسیر اصلاحات را با تکیه بر منطق، دانش و اصول علمی پیش ببرد، اثر اقداماتش به‌مراتب ارزشمندتر از شعارهای توخالی خواهد بود.

بازار مدت‌هاست که به وعده و وعید واکنشی نشان نمی‌دهد. اما اگر ببیند که وزیر جدید با جدیت در برابر رانت ارزی، نرخ بهره غیرواقعی، ناترازی بودجه، سرکوب قیمتی و سایر اختلالات ساختاری ایستادگی می‌کند و در کنار آن از بخش خصوصی واقعی حمایت می‌شود، به تدریج اعتماد می‌کند و واکنش نشان خواهد داد. مدنی‌زاده در ادبیات خود بارها از کلماتی نظیر «تدریجی»، «آرام و آهسته»، «عدالت‌محور» و مواردی از این دست استفاده کرده که نشانگر محافظه‌کاری و احتیاط در رفتار و کردار اوست.

اما بیا ببینیم برای چند لحظه ریسک جنگ را کنار بگذاریم و ببینیم بازار در چه نقاطی قرار دارد. P/E کنونی بازار در سطوح ۶ واحدی (۰,۳) واحد بالاتر از آبان سال ۱۴۰۳ قرار دارد. آنهم در شرایطی که تا پایان تیر ماه شرکتهای زیادی به مجمع می‌روند و پس از تقسیم سود، P/E فعلی یک پله دیگر افت خواهد کرد و حتی به پائین‌تر از سطح آبان خواهیم رسید! همچنین P/S بازار در سطوح ۱,۴ واحدی است و فاصله چندانی (حدود ۰,۱ واحد) با پائین‌ترین حد خود در کف آبان ۱۴۰۳ ندارد. از طرف دیگر فروش شرکتهای در ۳ ماه گذشته بواسطه رشد نرخ محصولات قابل قبول بوده و طبیعتاً با رسیدن گزارش‌های فصلی ارزش بازار نمایان‌تر خواهد شد. ارزش دلاری بازار (بورس + فرابورس) اکنون در سطوح ۱۱۰ میلیارد دلار است و با تقسیم سود در مجامع و در صورتی که قیمت‌ها افت نکنند و دلار هم به رشد خود ادامه ندهد، به کمتر از ۱۰۰ میلیارد دلار خواهد رسید. بنابراین این روزها فقط ریسک جنگ را تجربه می‌کنیم و بازار از لحاظ ارزش از یکی از جذاب‌ترین دوره‌ها را تجربه می‌کند.

در جمع‌بندی باید گفت که احتمالاً با توجه به فضای بنیادی و قیمتی و تحرکات روزهای اخیر، احتمالاً فاز اول بحران خاتمه یافته باشد. البته دست خریدار باید بی‌محابا قوی و در پی جمع و جور کردن بازار و گرفتن زهر فروش باشد. اما برای رشد و برگشت نیاز به پتانسیل‌های قوی (اصلاح نرخ بهره، توقف سرکوب نرخ دلار، توقف قیمت‌گذاری دستوری، رفع ناترازی‌ها و برخی اصلاحات درون‌بازاری) داریم. بدون چشم‌انداز روشن سیاسی درست است که قیمت‌ها برای سرمایه‌گذاری بلندمدتی در نقاط خوبی قرار دارد و سودآوری شرکت‌ها جذاب است و فضای قیمتی هم اصلاح خوبی کرده اما بدون جریان بهبود یافته سیاسی، حرکت قوی و جبران ریزش اخیر در کوتاه‌مدت دشوار است؛ مگر اینکه به یکباره جریان سیاسی تغییر کند. و البته کسانی که ریسک امروز را به جان بخرند، تجربه و تاریخ اثبات کرده که بزرگترین برنده‌های بازار خواهند بود. اگر فضای سیاسی از ریسک بزرگی به نام جنگ عبور کند، قطع به یقین فضا تغییر خواهد کرد. نمی‌خواهیم خوشبین باشیم اما نه جنگ را پیش‌بینی می‌کردیم و نه آن آتش‌بس فوری و بدون مذاکره را! حتی برخی انتظار حمله مجدد اسرائیل در تعطیلات اخیر را داشتند. به‌نظر هرچه جلوتر برویم، به مرور فضا روشن‌تر شود.



■ رضا کیانی

مدیر تحقیق و توسعه بورس تهران

داستان صندوق‌های قابل معامله ایرانی

از «پرده اول» تا «پرده پنجم»؛

NAV، به‌ویژه در صندوق‌هایی مانند «دارا» و «پالایش»، افزایش یافت.

■ پرده دوم: گفت‌وگو با مدیران بورس استانبول

چند سال پس از آغاز فعالیت ETFها در ایران، در نشست با مدیران بورس استانبول از آن‌ها درباره میزان اختلاف میان NAV و قیمت بازاری این صندوق‌ها پرسیدم. پاسخ، هرچند قابل انتظار، اما برایم جالب بود: در بورس استانبول، اختلاف میان NAV و قیمت صندوق‌های قابل معامله، عملاً وجود ندارد. البته در صندوق‌هایی با نقدشوندگی کمتر، ممکن است اختلاف‌هایی مشاهده شود، اما معمولاً این اختلاف کمتر از نیم درصد است.

بررسی‌های بعدی نیز این ادعا را تأیید کرد. مشابه همین وضعیت در بسیاری از بورس‌های توسعه‌یافته و در حال توسعه نیز مشاهده می‌شود. در این بازارها، نسبت قیمت به NAV معمولاً به عدد یک نزدیک است و هرگونه انحراف، در مدت کوتاهی از طریق مکانیسم‌های طراحی شده اصلاح می‌شود. در اغلب موارد، اختلاف قیمت و NAV در بازه‌ای بسیار محدود (مثلاً ± 0.25 درصد) نوسان می‌کند و به‌ندرت به سطحی می‌رسد که فرصت آربیتراژی آشکار ایجاد کند.

پرده سوم: بورس‌های پیشرفته چه می‌کنند؟

■ پرده نخست: زمزمه‌های راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله در

ایران

در اواخر دهه ۸۰ شمسی، سازمان بورس برای نخستین بار به فکر راه‌اندازی صندوق‌های قابل معامله (ETF) افتاد. از همان ابتدا، احتمال اختلاف احتمالی میان NAV و قیمت بازاری این صندوق‌ها به‌عنوان چالشی جدی مطرح شد. بررسی‌ها نشان می‌داد که در بورس‌های پیشرفته، فرآیند صدور و ابطال واحدهای این صندوق‌ها به‌صورت تهاتری (in-kind) و از طریق نهادی به‌نام "سرمایه‌گذار مجاز" (Authorized Participant - AP) انجام می‌شود. با توجه به محدودیت‌های سامانه‌های سپرده‌گذاری و تسویه در ایران، اجرای این سازوکار در بازار سرمایه کشور دشوار به نظر می‌رسید. با این حال، جذابیت ETFها و روند رشد آن‌ها در بازارهای جهانی، مدیران سازمان بورس را بر آن داشت تا این ابزار مالی نوین را وارد بازار ایران کنند. سرانجام در اوایل دهه ۹۰ شمسی، نخستین صندوق‌های قابل معامله در بازار سرمایه ایران راه‌اندازی و با استقبال سرمایه‌گذاران مواجه شدند. سهولت دسترسی، امکان معامله برخط و شفافیت ناشی از محاسبه لحظه‌ای NAV، از جمله مزایای این صندوق‌ها بود که موجب جذب سرمایه‌گذاران شد. اما به‌تدریج، همان دغدغه اولیه خود را نمایان کرد و شکاف میان قیمت بازاری و



در بورس‌های پیشرو، سازوکار جلوگیری از ایجاد شکاف میان قیمت و NAV بر مبنای فرصت‌های آربیتراژی طراحی شده است. این نقش را "سرمایه‌گذاران مجاز" (AP) ایفا می‌کنند؛ نهادهایی حرفه‌ای مانند شرکت‌های تأمین سرمایه یا کارگزاری‌های بزرگ که می‌توانند واحدهای صندوق را با NAV مستقیماً با خود صندوق معامله کنند. وقتی قیمت بازار کمتر از NAV باشد، AP با خرید واحدها از بازار و ابطال آن‌ها نزد صندوق، سود بدون ریسک (riskless arbitrage) کسب می‌کند. این عملیات موجب افزایش تقاضا در بازار ثانویه و در نتیجه افزایش قیمت بازار می‌شود. در مقابل، اگر قیمت بالاتر از NAV باشد، AP با تحویل سبد مشخصی از دارایی‌ها به صندوق، واحدهای جدید دریافت کرده و آن‌ها را در بازار می‌فروشد. این عرضه منجر به کاهش قیمت بازار و نزدیکی آن به NAV خواهد شد.

وجود امکان آربیتراژ مستمر و آزاد، به همراه انتشار NAV لحظه‌ای (iNAV-indicative NAV) که هر چند ثانیه یکبار به‌روزرسانی می‌شود، از عوامل کلیدی در کاهش شکاف NAV و قیمت در بازارهای پیشرفته است. در واقع، انتشار iNAV به سرمایه‌گذاران مجاز و بازارگردان‌ها این امکان را می‌دهد تا به‌طور پیوسته وضعیت ارزش‌گذاری واحدهای صندوق را رصد کرده و در برابر انحرافات قیمتی واکنش نشان دهند.

صدور و ابطال معمولاً در قالب دسته‌های مشخص (مثلاً ۲۵ هزار واحد) انجام می‌شود. AP باید در قبال صدور، سبدي از اوراق بهادار یا وجه نقد را که مدیر صندوق تعیین می‌کند، به صندوق تحویل دهد. این سبد می‌تواند "استاندارد" (همسان با ترکیب دارایی‌های صندوق) یا "سفارشی" (بر اساس توافق میان AP و مدیر صندوق) باشد.

فرآیند ابطال نیز مشابه است؛ AP واحدها را تحویل داده و در ازای آن، ترکیبی از اوراق بهادار صندوق را دریافت می‌کند. این سازوکار نه تنها هزینه معاملات صندوق را کاهش می‌دهد، بلکه به سود دارندگان واحدها نیز خواهد بود. تهاتری بودن فرآیند و آزادی عمل AP در صدور و ابطال، از عوامل کلیدی در کارایی این مکانیسم هستند. در بسیاری از موارد، AP و بازارگردان یک نهاد واحد هستند که با بهره‌گیری هم‌زمان از ابزار بازارگردانی و امکان صدور/ابطال مستقیم، نقش مؤثری در کاهش انحراف قیمت از NAV ایفا می‌کنند اما این دو نهاد لزوماً یکی نیستند و ممکن است دو نهاد جدا از هم باشند.

■ پرده چهارم: ما چه می‌کنیم؟

در بازار سرمایه ایران، وظایف سرمایه‌گذار مجاز توسط بازارگردان انجام می‌شود و صدور و ابطال تنها از طریق او ممکن است. برخلاف الگوی جهانی، این فرآیند تهاتری نیست و با مبادله نقدی انجام می‌شود. بنابراین مدیر صندوق برای ابطال واحدهای بازارگردان باید سهام صندوق را در بازار بفروشد و وجه نقد ناشی از ابطال را به او تحویل دهد. برای صدور نیز مدیر باید پس از دریافت وجه نقد از بازارگردان، اقدام به صدور واحد به نفع او کرده و سپس سهام و اوراق بهادار مورد نظر خود را از بازار و برای صندوق خریداری کند.

در شرایط ناپایدار بازار و تشکیل صف‌های خرید یا فروش، این شیوه با مشکلاتی همراه می‌شود و فرآیند صدور و ابطال را کند یا مختل می‌سازد. در واقع، بازارگردان در ایران نقش یک واسطه معاملاتی را ایفا می‌کند، نه یک آربیتراژگر کلاسیک. این تفاوت ساختاری، موجب می‌شود فرصت‌های آربیتراژی موجود در بازار به‌طور مؤثر مورد استفاده قرار نگیرند و شکاف میان قیمت و NAV گاه به‌صورت چشمگیری

افزایش یابد.

■ پرده پنجم: چه می توان کرد؟

پاسخ روشن است: استفاده از تجربه جهانی. اما اجرای این راه حل، مستلزم انجام اصلاحاتی در سازوکار سپرده گذاری و تسویه صندوق ها و بازنگری در مقررات آنها است. بدون تردید، همکاران فنی در بخش های سپرده گذاری و بورس، چالش هایی برای اجرای این الگو مطرح خواهند کرد.

با این حال، تجربه سال های گذشته نشان داده است: یا باید بر این چالش ها غلبه کرد و به الگوی جهانی نزدیک شد، یا باید هزینه های انحراف از آن را پذیرفت. متأسفانه به نظر می رسد که راه سوم وجود نداشته باشد.



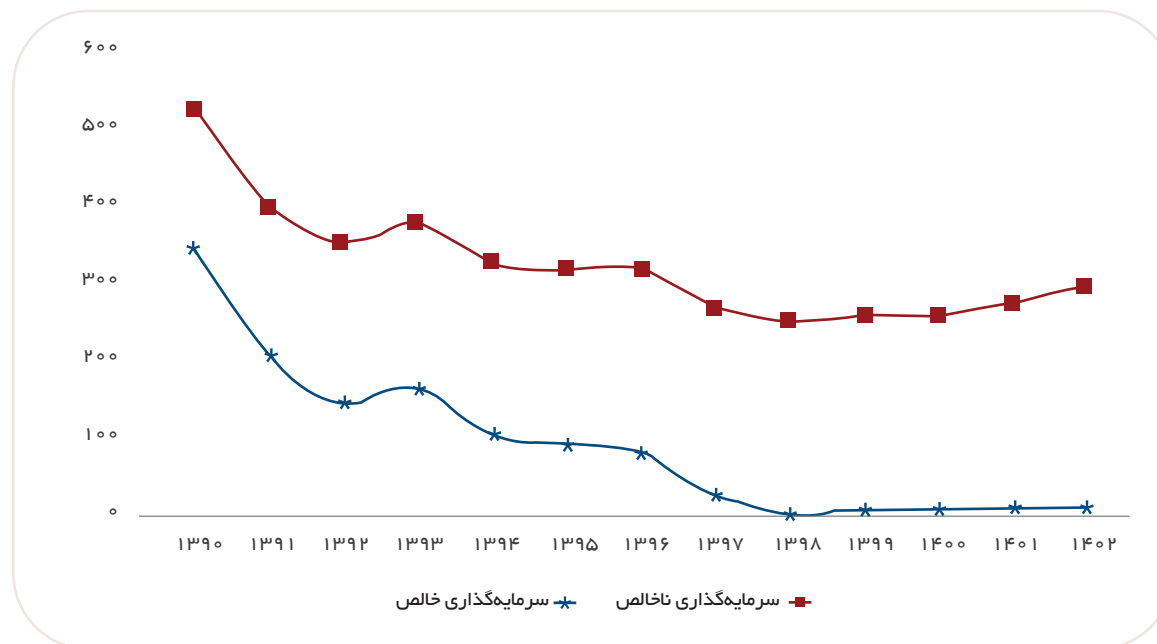
الزامات راهبردی قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها؛ فرصت‌ها و چالش‌ها



■ آزاده صمدیان
پژوهشگر اقتصادی

در سالیان گذشته، روند تشکیل سرمایه کاهشی بوده و نظام تأمین مالی تولید، کارآمدی لازم را برای تأمین مالی طرح‌های تولیدی و زیرساختی نداشته است. مطابق با آمارهای ارائه شده توسط بانک مرکزی روند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و خالص طی دوره زمانی ۱۳۹۰ لغایت ۱۴۰۲ نزولی بوده است و در طی این دوره سرمایه‌گذاری ناخالص ۴۴ درصد و سرمایه‌گذاری خالص ۹۷ درصد کاهش یافته است و رقم استهلاک از ۱۸۰ هزار میلیارد تومان به ۲۸۵ هزار میلیارد تومان افزایش یافته است.

روند تشکیل سرمایه ثابت ناخالص و خالص به قیمت ثابت سال ۱۳۹۵ (هزار میلیارد تومان)



مأخذ: بانک مرکزی

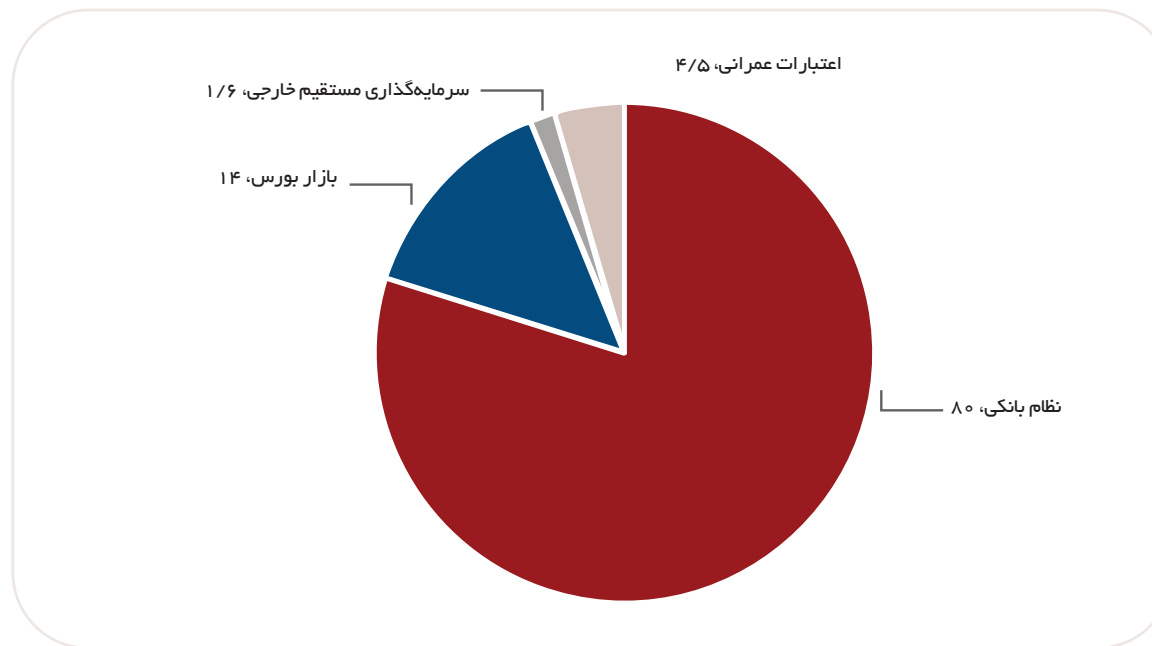
مطابق با آمارهای موجود، طی سال‌های ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۲، به طور متوسط ۸۰ درصد از تأمین مالی توسط شبکه بانکی انجام شده است و پس از نظام بانکی، بازار سرمایه، اعتبارات تمک دارایی‌های سرمایه‌ای و اعتبارات سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، به ترتیب بیشترین سهم را به خود اختصاص داده‌اند. شایسته ذکر است که سهم عمده اعتبارات طرح‌های تملک دارایی‌های سرمایه‌ای برای توسعه

از سوی دیگر، یکی از الزامات تشکیل سرمایه، تأمین مالی است. بررسی ساختار تأمین مالی کشور گویای آن است که نظام تأمین مالی در کشور بانک محور است و ضعف بازار سرمایه و عدم تنوع و توسعه‌نیافتگی ابزارهای تأمین مالی، دسترسی بنگاه‌ها به منابع مالی را دشوار کرده و هزینه تجهیز منابع مالی را افزایش داده است.

زیرساخت‌های پشتیبان تولید هزینه می‌شود و بخش تولید به طور مستقیم سهم چندانی از این اعتبارات ندارد. همچنین، افزایش سهم بازار سرمایه از کل منابع

تأمین مالی کشور در سنوات اخیر، عمدتاً بواسطه گسترش بازار بدهی، از ناحیه انتشار اوراق خزانه بابت پرداخت بدهی‌های دولت حاصل شده است.

متوسط سهم هر یک از بازارهای مالی از ساختار تأمین مالی کشور طی ۱۴۰۲-۱۳۹۵ (واحد: درصد)



مأخذ: محاسبات تحقیق بر اساس داده‌های بانک مرکزی، سازمان بورس و اوراق بهادار، آنتکتاد.



شایان ذکر است، فعالان اقتصادی در پیمایش‌های آماری و اظهار نظرهای مکرر، محدودیت دسترسی به اعتبارات بانکی را یکی از محدودیت‌های اساسی تولید عنوان می‌کنند، محدودیتی که اظهار می‌شود، مقارن با افزایش فشار تحریم‌ها و نیز فشار ناشی از جهش نرخ ارز تشدید شده است. بر اساس گزارش پایش محیط کسب و کار اتاق ایران، از بدو انتشار این گزارش توسط اتاق ایران؛ بهار ۱۳۹۶ تا زمستان ۱۴۰۳، همواره طی ۳۲ فصل پیاپی، دشواری تأمین مالی از بانک‌ها یکی از سه مانع اصلی پیش‌روی فعالان اقتصادی و محیط کسب‌وکار کشور عنوان شده است. همچنین، باید توجه داشت که اجرای سیاست کنترل ترازنامه بانک‌ها در ۲۵ مرداد ۱۴۰۱، با محدود کردن قدرت تسهیلات‌دهی بانک‌ها، بر تنگنای تأمین مالی تولید و به تبع آن بحران سرمایه در گردش بنگاه‌های اقتصادی افزوده است.

با توجه به مراتب یاد شده و در راستای رفع مشکلات تأمین مالی بخش‌های تولیدی و زیرساختی کشور و تسهیل جریان سرمایه‌گذاری در این حوزه‌ها، «قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها» در اردیبهشت ماه ۱۴۰۳ تصویب و ابلاغ شد. این قانون با ایجاد چارچوبی جامع و هماهنگ، تلاش دارد تا با بهره‌گیری از ابزارهای متنوع مالی و توسعه سازوکارهای نوین، فضای کسب‌وکار را بهبود بخشد و رشد اقتصادی را تسریع کند. ساختار کلی این قانون شامل توسعه نظام اعتبارسنجی، تسهیل دریافت تسهیلات بانکی، توسعه بازار سرمایه برای تأمین مالی پروژه‌ها، کاهش وثایق و ضمانت‌ها، تخفیف در نرخ سود تسهیلات، افزایش سقف تسهیلات بانکی، تسهیل حضور بخش تولید و زیرساخت در بازار سرمایه (از جمله ایجاد اوراق رهنی و اوراق منفعت، توسعه صندوق‌های سرمایه‌گذاری پروژه)، تسهیل جذب سرمایه‌گذاری خارجی و مولدسازی دارایی‌های دولتی است. همچنین به موجب این قانون مقرر شده است که شورای ملی تأمین مالی به منظور هماهنگی میان نهادهای مالی و اقتصادی کشور، تشکیل شود.

بر این اساس، می‌توان گفت که قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، از جمله قوانین مهم و کلیدی برای حمایت از بخش تولید و توسعه زیرساخت‌ها محسوب می‌شود و انتظار می‌رود

با اصلاح برخی از کاستی‌های قانون و اجرای صحیح مفاد و احکام آن، نظام تأمین مالی کشور اصلاح شود و آثار مثبت این اصلاح بر بخش‌های تولید و مولد اقتصادی سرریز گردد. چراکه به واسطه اجرای صحیح این قانون ریسک تأمین مالی کاهش خواهد یافت و با افزایش شفافیت، اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی تقویت می‌شود که به افزایش سرمایه‌گذاری و رونق تولید منجر خواهد شد. همچنین، توسعه ابزارهای مالی نوین و حضور فعال‌تر بخش تولید در بازار سرمایه، عمق و نقدشوندگی بازارهای مالی را افزایش داده و فشار سیستم بانکی را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر باید در نظر داشت که تسهیل فرآیندهای اداری و کاهش وثایق و ضمانت‌های بانکی، دسترسی واحدهای تولیدی به منابع مالی را تسهیل کرده و زمینه رشد اشتغال و توسعه زیرساخت‌ها را فراهم می‌آورد. در نهایت، الزام دستگاه‌های دولتی به مولدسازی دارایی‌های خود، منابع جدیدی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های اقتصادی ایجاد می‌کند.

لیکن باید در نظر داشت که چالش‌های متعددی در مسیر اجرای قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها وجود دارد که می‌تواند مانع از بهره‌برداری کامل ظرفیت‌های پیش‌بینی شده در قانون شود. به عنوان مثال؛ تاخیر در تدوین و ابلاغ آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی می‌تواند اجرای کامل قانون را به تعویق انداخته و باعث شود بسیاری از ظرفیت‌های قانونی عملیاتی نشود. مقاومت و ناهماهنگی میان دستگاه‌های اجرایی، مانع جدی در جریان تأمین مالی تولید به شمار می‌رود و باعث کندی روند اجرای قانون خواهد شد. عدم حضور فعال و مؤثر بخش خصوصی در فرآیند اجرای قانون، موجب می‌شود که نیازها و مشکلات واقعی تولیدکنندگان به درستی در مقررات منعکس نشود و کارایی قانون کاهش یابد. مشکلات مربوط به نظام اعتبارسنجی و وثایق بانکی که شرط دریافت تسهیلات شده، برای بسیاری از واحدهای تولیدی به ویژه آن‌هایی که در شرایط مالی نامناسب هستند، مانع

بزرگی ایجاد کرده است. همچنین، کمبود زیرساخت‌های فناورانه و سامانه‌های الکترونیکی یکپارچه برای تسهیل فرآیندهای مالی و اداری، موجب پیچیدگی و کندی اجرای قانون خواهد شد. در نهایت، ضعف در هماهنگی بین بخشی و عدم تعهد کامل دستگاه‌های دولتی به اجرای قانون، باعث خواهد شد که اجرای قانون به صورت پراکنده و ناقص انجام شود و از دستیابی به اهداف مورد انتظار بازماند.

از این‌رو، برای بهبود فرآیند اجرای قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، الزامات راهبردی زیر باید در دستور کار قرار گیرد تا ظرفیت‌های قانونی به طور کامل و اثربخش محقق شود. به عنوان مثال برخی از مهم‌ترین الزامات راهبردی در فرآیند اجرای قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها، عبارتند از:

- تدوین و ابلاغ آیین‌نامه‌ها و دستورالعمل‌های اجرایی با همکاری بخش خصوصی و نهادهای ذی‌ربط، از مهم‌ترین این پیش‌نیازها است چراکه برای عملیاتی شدن مفاد قانون، تدوین حدود ۲۰ آیین‌نامه در بطن قانون مقرر شده است تا مفاد قانون به صورت کارآمد اجرا شود.

- حضور نمایندگان بخش خصوصی در شورای ملی تأمین مالی برای تضمین مشارکت واقعی و اثرگذار این بخش ضروری است و عدم حضور نمایندگان بخش خصوصی در شورای ملی تأمین مالی یکی از نقاط ضعف قانون فعلی محسوب می‌شود که باید اصلاح شود تا تصمیم‌گیری‌ها با مشارکت واقعی بخش خصوصی صورت گیرد.

- بهبود نظام اعتبارسنجی و تسهیل شرایط دریافت تسهیلات، به ویژه برای واحدهای تولیدی با مشکلات مالی، از دیگر پیش‌نیازهای مهم برای تسهیل شرایط تأمین مالی واحدهای تولیدی است. از این‌رو، ضروریست شروط رتبه‌بندی اعتباری برای دریافت تسهیلات با توجه به شرایط واقعی واحدهای تولیدی در قانون تسهیل شود تا مانع از تأمین مالی نشود.



- تعهد دستگاه‌های دولتی به اجرای مفاد قانون، از دیگر الزامات راهبردی برای اجرای قانون است. به عنوان مثال، دستگاه‌های اجرایی باید به تعهدات خود در زمینه مولدسازی دارایی‌ها پایبند باشند.

- ایجاد زیرساخت‌ها و سامانه‌های جامع و کارآمد از دیگر الزامات راهبردی اجرای صحیح قانون محسوب می‌شود، چراکه به موجب استقرار سامانه‌ها، فرآیندهای مالی و اداری شفاف و تسهیل می‌شوند. درواقع، با بهره‌گیری از سامانه‌ها امکان ثبت، رصد و مدیریت وثایق، تسهیلات، و اطلاعات مالی واحدهای تولیدی و زیرساختی فراهم می‌شود، فرآیند پذیرش، عرضه و معامله اوراق سریع، شفاف و کارآمد می‌شود و بانک‌ها و نهادها مالی می‌توانند با اطمینان بیشتری منابع را تخصیص دهند. همچنین، این سامانه‌ها امکان گزارش‌دهی مستمر و شفاف را فراهم می‌کنند و از این‌گذر، دستگاه‌های ناظر نیز می‌توانند به سرعت مشکلات را شناسایی و رفع کنند.

- آموزش و اطلاع‌رسانی به فعالان اقتصادی درباره ظرفیت‌ها و امکانات قانون، از دیگر پیش‌نیازهای مهم است که می‌تواند به بهره‌برداری بهتر از این قانون کمک کند.

در مجموع می‌توان گفت که قانون تأمین مالی تولید و زیرساخت‌ها با ایجاد بسترهای قانونی و مالی مناسب، ظرفیت بالایی برای رفع مشکلات تأمین مالی در کشور دارد و بستری قانونی و مطمئن برای تسهیل تأمین مالی بخش‌های تولیدی و زیرساختی فراهم خواهد آورد، با این حال، تحقق کامل این ظرفیت‌ها نیازمند همکاری مستمر نهادهای دولتی و بخش خصوصی، تدوین مقررات اجرایی دقیق و بازنگری و اصلاح در برخی از مفاد و کاستی‌های قانون است تا بتواند به عنوان یک ابزار قانونی مؤثر در توسعه نظام تأمین مالی کشور عمل کند.



مالی رفتاری



پارادوکس ابیلین

تاریخچه شکل‌گیری و راه‌های جلوگیری

■ تاریخچه پارادوکس ابیلین

پارادوکس ابیلین (Abilene Paradox) نخستین بار در سال ۱۹۷۴ توسط جری بی. هاروی، استاد مدیریت در دانشگاه جورج واشنگتن، معرفی شد. این مفهوم در مقاله‌ای با عنوان «مدیریت توافق: معضل سازمانی که هیچ‌کس نمی‌خواهد درباره‌اش صحبت کند» ارائه شد.

■ مفهوم پارادوکس ابیلین

پارادوکس ابیلین به وضعیتی اشاره دارد که در آن اعضای یک گروه با تصمیم یا اقدامی موافقت می‌کنند، نه به دلیل رضایت واقعی خود، بلکه به این دلیل که فکر می‌کنند دیگران چنین خواسته‌ای دارند. این اتفاق معمولاً به دلیل فقدان ارتباط صریح و ترس از مخالفت رخ می‌دهد. در نهایت، گروه تصمیمی می‌گیرد که برای هیچ‌کدام از اعضا مطلوب نیست.

■ ریشه‌های شکل‌گیری پارادوکس

فشار اجتماعی: اعضای گروه نمی‌خواهند به‌عنوان مانع پیشرفت یا ایجاد تنش شناخته شوند.

فقدان ارتباط شفاف: عدم تبادل نظر صادقانه میان اعضا، منجر به سوء تفاهم در مورد خواسته‌ها و نیازهای واقعی می‌شود.

خودسانسوری: افراد برای جلوگیری از قضاوت دیگران، نظرات خود را بیان نمی‌کنند.

■ جایگاه در مدیریت و علوم اجتماعی

هاروی این نظریه را به عنوان یکی از مشکلات اساسی در فرآیندهای تصمیم‌گیری جمعی مطرح کرد. در دهه ۱۹۷۰ این نظریه با توجه به تغییرات مدیریتی و روان‌شناختی در سازمان‌ها و تاکید بر فرهنگ مشارکتی و شفافیت، مورد توجه قرار گرفت. پارادوکس ابیلین در ابتدا در زمینه مدیریت و رفتار سازمانی بررسی شد، اما بعدها در حوزه‌های گسترده‌تری، از جمله روان‌شناسی اجتماعی و علوم انسانی، به کار رفت.

■ پارادوکس ابیلین در محیط کار

پارادوکس ابیلین جایگاه ویژه‌ای در تحلیل فرآیندهای تصمیم‌گیری گروهی در محیط‌های کاری دارد. این پارادوکس به سازمان‌ها و مدیران کمک می‌کند تا مسائل مربوط به سوءتفاهم، فشار اجتماعی و ارتباطات ناکارآمد را شناسایی و حل کنند.

■ جایگاه پارادوکس ابیلین در محیط کار

۱. تصمیم‌گیری گروهی

در بسیاری از سازمان‌ها، تصمیمات تیمی زمانی گرفته می‌شوند که اعضای گروه به دلیل ترس از مخالفت یا عدم هماهنگی، به یک تصمیم نادرست تن می‌دهند. پارادوکس ابیلین این جنبه از تصمیم‌گیری را توضیح می‌دهد و نشان می‌دهد چگونه عدم ارتباط شفاف می‌تواند به نتایج نامطلوب منجر شود.

۲. فرهنگ سازمانی

در سازمان‌هایی با فرهنگ سلسله‌مراتبی یا استبدادی، کارکنان ممکن است تمایلی به بیان نظرات مخالف نداشته باشند و به تصمیم‌هایی رضایت دهند که در عمل به زیان سازمان تمام می‌شود.

۳. مدیریت تیم‌ها

رهبران تیم‌ها می‌توانند با درک این پارادوکس، اعضا را تشویق کنند که نظرات

خود را صریح و بدون ترس از قضاوت یا تنبیه بیان کنند. این امر به بهبود کیفیت تصمیمات کمک می‌کند.

■ کاربردهای عملی در محیط کار

۱- تشویق به اختلاف نظر سازنده

اختلاف نظر سازنده برای جلوگیری از تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر فرضیات اشتباه ضروری است. پارادوکس ابیلین نشان می‌دهد که همه موافقت‌ها لزوماً به معنای اجماع واقعی نیستند.

۲- تسهیل فرآیندهای تصمیم‌گیری

استفاده از ابزارهایی مانند تکنیک "تفکر گروهی معکوس" یا "بارش فکری" می‌تواند به کاهش احتمال رخداد پارادوکس کمک کند.

۳- مدیریت پروژه‌ها

در تیم‌های پروژه‌محور، مدیران پروژه باید مطمئن شوند که تمام اعضای تیم احساس می‌کنند می‌توانند بدون ترس از پیامدهای منفی، دیدگاه‌های خود را به اشتراک بگذارند.

■ بهبود مدیریت بحران

در مواقع بحرانی، فشار برای هماهنگی و اجتناب از تعارض می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های سریع و نادرست منجر شود. پارادوکس ابیلین یادآوری می‌کند که در چنین مواقعی، بازنگری و گفت‌وگوی دقیق ضروری است.

■ روش‌های شناسایی پارادوکس ابیلین

بررسی تعاملات تیمی

تحلیل رفتار اعضای تیم در جلسات، از جمله زبان بدن و مشارکت فعال یا غیرفعال، می‌تواند اطلاعات مفیدی درباره میزان توافق واقعی یا خودسانسوری ارائه دهد.

سوال‌های باز و هدفمند

مدیران می‌توانند سوالاتی مانند “آیا کسی نظر متفاوتی دارد؟” یا “آیا نگرانی خاصی در مورد این تصمیم وجود دارد؟” مطرح کنند تا فضای گفت‌وگو را بازتر کنند.

برگزاری جلسات بازخورد ناشناس

استفاده از نظرسنجی‌ها یا ابزارهای دیجیتالی برای دریافت بازخورد ناشناس به کارکنان اجازه می‌دهد دیدگاه‌های واقعی خود را بدون ترس از قضاوت بیان کنند.

بررسی نتایج تصمیمات قبلی

تحلیل تصمیمات گذشته و تطبیق آن‌ها با میزان رضایت اعضای تیم می‌تواند سرخ‌هایی از وجود پارادوکس ابیلین ارائه دهد.

مشاهده الگوهای موافقت غیرمنتظره

زمانی که افراد در گروه‌های کوچک به سرعت با نظرات دیگران موافقت می‌کنند، مدیران باید بررسی کنند که آیا این توافق واقعی است یا از ترس عدم پذیرش ناشی می‌شود.

برقراری ارتباط مستقیم

گفت‌وگوهای مستقیم با اعضای تیم، به‌ویژه در محیط‌های غیررسمی، می‌تواند به شناسایی دیدگاه‌های واقعی کمک کند.

■ نحوه جلوگیری از پارادوکس ابیلین در محیط کار:

۱. تشویق به بیان نظرهای مخالف

ایجاد فضای امن: مطمئن شوید که اعضای تیم احساس راحتی می‌کنند تا نظرات مخالف خود را بدون ترس از قضاوت یا تنبیه بیان کنند.

گفتن این جمله‌ها: عباراتی مانند «هیچ ایده‌ای بد نیست» یا «نظر مخالف شما به تصمیم بهتر کمک می‌کند» می‌تواند افراد را تشویق به صحبت کند.

۲. نقش آفرینی منتقد سازنده

در جلسات، یکی از اعضا (به صورت چرخشی) را به‌طور رسمی مسئول ارزیابی

انتقادی و مخالفت با ایده‌های ارائه‌شده کنید. این روش باعث می‌شود افراد بدون نگرانی از زیر سوال رفتن، به نقد بپردازند.

۳. پرسش‌های مستقیم از افراد

به جای پرسیدن «همه موافقند؟» که ممکن است به یک تأیید خاموش منجر شود، از هر فرد به‌صورت مستقیم بخواهید نظرش را بیان کند. مثلاً:

__ «چرا این ایده را تأیید یا رد می‌کنید؟»

__ «اگر به مشکل برخورد کنیم، از کدام بخش این تصمیم خواهد بود؟»

۴. استفاده از نظرسنجی ناشناس

ابزارهای دیجیتالی مانند Google Forms یا Slido می‌توانند امکان ثبت نظرها به صورت ناشناس را فراهم کنند. این رویکرد به افرادی که از صحبت مستقیم خجالت می‌کشند کمک می‌کند.

۵. اجتناب از تصمیم‌گیری عجولانه

جلسات را با این پیام شروع کنید که «نیازی نیست همین حالا به نتیجه برسیم». این جمله استرس کاری تیم را کاهش داده و فضایی برای بازنگری یا بررسی بیشتر ایجاد می‌کند.

۶. بازبینی و جمع‌بندی نهایی

پس از رسیدن به یک تصمیم اولیه، از تیم بخواهید درباره مشکلات احتمالی یا دلایل مخالف بودن با این تصمیم صحبت کنند. بازبینی نهایی اغلب به آشکار شدن اختلاف‌نظرهای پنهان کمک می‌کند.

۷. آموزش مهارت‌های تصمیم‌گیری گروهی

با برگزاری جلسات آموزشی درباره پارادوکس ابیلین و راه‌های مقابله با آن، آگاهی تیم را افزایش دهید تا آن‌ها بتوانند در آینده خودشان به‌صورت خودآگاه از این مشکل اجتناب کنند.



هفت توصیه مدیریتی برتر

اینفوگرافی

هفت توصیه مدیریتی برتر

توصیه اول: به لیست کارهای روزمره خود کاملاً پایبند باشید

بزرگ‌ترین خطاها از کوچک‌ترین غفلت‌ها آغاز می‌شود و به همین دلیل هم هست که سرمنشا تمام بی‌نظمی‌ها و اشتباهات در تیم‌های کاری از بی‌توجهی اعضای تیم و در راس آنها رهبر تیم نسبت به کارها و فعالیت‌هایی آغاز می‌شود که از قبل برنامه‌ریزی شده‌اند و ما از آنها با عنوان لیست کارهای روزمره یاد می‌کنیم.



توصیه دوم: نگرانی و تردید را متوقف کنید

آنچه به شدت از قابلیت‌ها و پتانسیل‌های یک مدیر می‌کاهد، وجود حس تردید و بدبینی او نسبت به دیگران و مهم‌تر از آن در مورد آینده است. بنابراین همیشه به همان چیزی فکر کنید که دوست دارید اتفاق بیفتد. نگرانی و تردید یک مدیر مانند سم مهلکی است که به تمام کارکنان سرایت می‌کند و آنها را از کار موثر باز می‌دارد.



توصیه سوم: ارزش‌ها را بر کمیت‌ها مقدم بدانید

تحقیقات نشان داده انجام همزمان چندین پروژه و فعالیت به نتایج درخشان و مطلوبی منتهی نخواهد شد و کیفیت نهایی کارها را به شدت تنزل می‌بخشد. البته این به آن معنا نیست که حتماً خود را صرفاً به انجام یک فعالیت یا اجرای یک پروژه محدود کنید، چراکه این کار باعث کند شدن سرعت پیشرفت امور می‌شود. بهترین راهبرد در این میان عبارت است از تمرکز بر اولویت‌های موثر و کلیدی و انجام دادن همزمان دو یا سه پروژه‌ای که شما را تا حد زیادی به هدف نهایی‌تان نزدیک‌تر می‌کنند.



توصیه چهارم: با خودتان جلسات منظمی برگزار کنید!

یکی از بهترین و در عین حال عجیب‌ترین عادات مدیران و رهبران بزرگ این است که با خود جلسات منظمی برگزار می‌کنند و به اصطلاح با خود خلوت می‌کنند. بنابراین توصیه می‌شود تمام مدیران حداقل هفته‌ای یک بار با خود جلسه بگذارند و در جریان این جلسات هم عملکرد پیشین و نقاط قوت و ضعف شان را بررسی کنند و هم برای انجام پروژه‌های آتی برنامه‌ریزی کنند.



توصیه پنجم: به هیچ عنوان در برابر تغییر دادن خود مقاومت نکنید

یکی از بدترین رفتارهایی که از یک مدیر یا رهبر ممکن است سر بزنند مقاومت و خیره‌سری او در برابر تغییر دادن خود است. تغییر مثبت و سازنده برای هر فرد و سازمانی واجب است. کافی است نگاهی به اطراف خود بیندازید و ببینید که همکاران و اطرافیان شما چگونه با تغییر دادن خود به موفقیت‌های فردی و سازمانی بزرگی دست پیدا کرده‌اند، پس شما هم می‌توانید با تغییر دادن خود و محیط اطرافتان به موفقیت دست یابید.



توصیه ششم: خودتان را اخراج کنید!

شوکه‌های مدیریتی و نهیب زدن از بالا برای کارکنان اثر معجزه‌آسایی دارد. چه رسد به خود مدیران. بنابراین اگر می‌خواهید از دستاوردها و موفقیت‌های قبلی خود مغرور نشوید یا دچار روزمرگی و سستی در کار نشوید، حتماً به خودتان نهیب بزنید.



توصیه هفتم: مدیر تک بعدی نباشید

بعضی از مدیران صرفاً مدیرانی کاریزماتیک و پرنفوذ هستند، اما فاقد کارآیی و بهره‌وری کافی در کار هستند. درحالی‌که برخی دیگر از مدیران پربازده و مولد از فقدان قدرت تحلیل یا نفوذ بر افرادشان رنج می‌برند. در دنیای پر تکاپو و مملو از رقابت امروز لازم است مدیران و رهبران از کلیه توانمندی‌ها و پیش‌نیازهای مدیریتی برخوردار باشند و اگر چنین نیستند در راستای به دست آوردن آنها گام بردارند.



معرفی کتاب

پوست در بازی: نابرابری‌های پنهان در زندگی روزمره

نوشته‌ی نسیم نیکولاس طالب



نام نسیم نیکولاس طالب را شاید بیش از هر چیز با کتاب قوی سیاه بشناسیم؛ اثری که با طرح مفهوم «رخدادهای نادر اما سهمگین»، نگاه رایج به نظم، پیش‌بینی‌پذیری و کنترل را در حوزه‌هایی چون اقتصاد، بازارهای مالی و علوم اجتماعی به چالش کشید. طالب که پیشینه‌ای آمیخته از فلسفه، ریاضیات و معامله‌گری در بازارهای مالی دارد، اندیشه‌های خود را در مجموعه‌ای پنج‌جلدی به نام نامعلوم (Incerto) مدون کرده است. این مجموعه شامل کتاب‌های فریب‌خورده از تصادف، قوی سیاه، تخت پروکروس، پادشکننده و سرانجام پوست در بازی است که در سال ۲۰۱۸ منتشر شد و شاید صریح‌ترین و اخلاق‌مدارانه‌ترین جلد این مجموعه به شمار رود.



جهت دانلود کتاب اسکن کنید.

در پوست در بازی، طالب به اصلی بنیادین می‌پردازد که به‌زعم او باید معیار سنجش اخلاق، اعتبار و شایستگی در هر حوزه‌ای باشد: اصل تقارن در ریسک. او با طرح این پرسش ساده اما تعیین‌کننده که «آیا تصمیم‌گیرنده، خود نیز در معرض پیامدهای تصمیمش قرار دارد؟» به نقد ساختارهای قدرت، دانش و سیاست در دنیای مدرن می‌پردازد. این اصل را طالب با عبارتی استعاری و دقیق بیان می‌کند: «پوست در بازی»؛ یعنی شخص باید در بازی‌ای که قواعدش را تعیین می‌کند، چیزی برای از دست دادن داشته باشد. وجه تسمیه این عنوان از دل تاریخ، تجربه‌های واقعی و مشاهدات زیسته‌ی نویسنده بیرون آمده است. طالب به سنتی در روم باستان اشاره می‌کند که در آن، اگر مهندسی پلی می‌ساخت، موظف بود نخستین کسی باشد که از آن عبور می‌کرد. اگر پل فرو می‌ریخت، او نیز در خطر بود. همین منطق ساده، ضامن مسئولیت‌پذیری، دقت و صداقت می‌شد. در دنیای امروز، طالب این قاعده را در بسیاری از حوزه‌ها نادیده‌گرفته‌شده می‌بیند: از اقتصاددانانی که نسخه‌های کلان‌مقیاس برای کشورها می‌پیچند، بدون آن که بهای اشتباه خود را بپردازند، تا آن دسته از مدیران دارایی که با سرمایه دیگران ریسک می‌کنند و تنها در سود شریک‌اند.

ایده‌ی اصلی کتاب آن است که نابرابری در توزیع ریسک، مهم‌ترین عامل بی‌عدالتی و ناکارآمدی در نظام‌های اجتماعی، اقتصادی و سیاسی امروز است. کسانی که در موضع تصمیم‌گیری قرار دارند، اگر در برابر خطای خود پاسخ‌گو نباشند، تصمیم‌های آن‌ها هم نامعتبر است و هم خطرناک. طالب این عدم‌تقارن را «عدم تقارن پنهان» می‌نامد: سازوکاری که در آن، عده‌ای پاداش می‌گیرند، اما زیان را به دیگران منتقل می‌کنند.

بخش مهمی از کتاب به نظام مالی اختصاص دارد. طالب با انتقادی صریح، ساختار بازارهای مالی مدرن را مبتنی بر پاداش‌های بدون مسئولیت می‌داند. او به‌ویژه مدیران بانکی، صندوق‌های پوشش ریسک و مشاورانی را هدف می‌گیرد که در دوره‌های رونق پاداش‌های نجومی دریافت می‌کنند، اما هنگام زیان، مسئولیتی نمی‌پذیرند. در مقابل، معامله‌گران مستقل، کارآفرینان، پیشه‌وران و افرادی را می‌ستاید که خود سرمایه‌ی شخصی، حیثیت یا زندگی‌شان را در معرض ریسک قرار می‌دهند و بنابراین شایسته‌ی اعتماد، احترام و اعتبارند.

فراتر از اقتصاد، پوست در بازی کتابی درباره‌ی اخلاق، عدالت، معرفت و اقتدار است. طالب با زبانی طعنه‌آمیز اما مستدل نشان می‌دهد که دانش، نظریه یا تصمیمی که گوینده‌اش درگیر پیامدهای آن نباشد، نه فقط ناقص بلکه بالقوه خطرناک است. او میان دانش نظری بی‌خطر و خرد عملی ریسک‌پذیر تمایز می‌گذارد و از خواننده می‌خواهد که در همه‌ی عرصه‌ها از خود بپرسد: آیا این فرد چیزی برای از دست دادن دارد؟

پوست در بازی را می‌توان چکیده اخلاق کاربردی نسیم طالب دانست؛ اخلاقی مبتنی بر تجربه، هزینه‌پذیری و حضور در میدان واقعی زندگی. از نظر او، اگر کسی رنج نمی‌برد، سود بردنش هم مشروع نیست. به بیان دیگر، اگر کسی پوستش در بازی نیست، نه حرفش قابل اعتماد است، نه دانشش معتبر است و نه حضورش اخلاقی است.

این کتاب توسط نشر نوین توسعه با ترجمه‌ی هادی بهمنی و سعید رمضانی با عنوان «پوست در بازی: نابرابری‌های پنهان در زندگی روزمره» و نیز توسط نشر روزنه با ترجمه‌ی منصوره رستان با عنوان «باید پای خودت تو بازی گیر باشه» منتشر شده است.



کانون نهادهای سرمایه گذاری ایران

با افتخار پذیرای گزارشات، تحلیل‌ها و مطالب افراد حقیقی و شرکت‌های حقوقی فعال در بازار سرمایه، جهت انتشار در فصلنامه نگاه کانون خواهیم بود.

مطالب خود را به شماره ۰۹۳۰۳۰۲۲۴۷۹ در واتس‌آپ و یا تلگرام ارسال نمایید. همچنین جهت کسب اطلاعات بیشتر با شماره ۰۲۱-۸۸۳۴۹۴۴۳ داخلی ۱۱۶ واحد آموزش تماس حاصل فرمائید.

سهروردی جنوبی، کوچه اسلامی، پلاک ۴، طبقه ۴

تلفن: ۰۲۱-۸۸۳۴۹۴۴۳ فکس: ۰۲۱-۸۸۳۴۹۴۳۲

 [instagram.com/iiia.ir](https://www.instagram.com/iiia.ir)

 <https://t.me/iiiair>

 www.iiia.ir

نگاه



www.iiia.ir