

# فهرست

## گفت و گو

- ۴ مقررات دست‌وپاگیر چالش مهم صنعت کارگزاری
- ۶ کارگزاران نقطه ایمن ورود سرمایه به بازار
- ۱۵ اما و اگرهای فعالیت موسسات رتبه‌بندی در ایران
- ۱۶ یاد پاران

## بین‌الملل

- ۲۵ تولد زیر درخت چنار
- ۲۲ تولد بورس اعضا و تحول بازار سهام
- ۲۳ روز تغییر بزرگ در بازار سهام
- ۲۴ بهترین کارگزاران برخط آمریکا در سال ۲۰۱۹
- ۲۸ تاثیر هزینه معاملات بر سود سرمایه‌گذار
- ۳۰ کارگزاران در چهار گوشه جهان
- ۳۴ برترین کارگزاران بورس هند در سال ۲۰۱۸

## یادداشت

- ۳۷ کارگزار امین و مشاور سرمایه‌گذار
- ۳۸ پنج چالش اصلی کارگزاران
- ۳۸ مشکلات و چالش‌های کارگزاران
- ۳۹ بازار سرمایه شفافترین بخش اقتصاد
- ۴۰ کانون کارگزاران بازاری فکری کارگزاری و سازمان بورس
- ۴۱ صنعت کارگزاری و موانع زیرساختی

## گزارش

- ۴۲ کارگزاران شفاف‌ساز بگردند
- ۵۱ بررسی وضعیت صورت‌های مالی صنعت کارگزاری



سال اول ■ شماره ۷ ■ تیرماه ۱۳۹۸



Eghtesad-e Tazeh

## اقتصاد تازه

### ماهنامه اقتصاد تازه

کاری از  
شرکت نیکان رسانه بازار سرمایه

مدیرمسئول  
صاحب امتیاز  
سردبیر  
تحریریه

مدیر هنری  
چاپ  
ناظر چاپ  
معاون بازرگانی  
بازرگانی  
اشتراک  
مالی و اداری  
نشانی

تلفن  
دورنگار

سمیه نیکان لو  
سمیه نیکان لو  
حبیب علیزاده  
مینا هرمزی، نجمه آجرندیان، مهناز شوقی، فرحناز سپهری، رهی علیزاده، امین صداقت، احسان لطفی، جلال مجاوری  
سمیرا میدانی  
نقشینه رسانه امروز  
هادی میرزایی  
آرزو عباسی  
نسیم بهمنی، معصومه صلیحی، مولود محبی  
سمیرا صلیحی  
میلاذ کرمی  
تهران، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان‌آرا،  
کوچه ۱۳۲ (بالک)، پلاک ۱۶، طبقه دوم.  
۴۱۶۷۴۰۰۰ - ۸۸۰۱۳۸۷۱ - ۸۸۰۲۷۳۷۸  
(۰۲۱) ۸۹۷۷۵۷۶۵



## قلب تپنده کانون

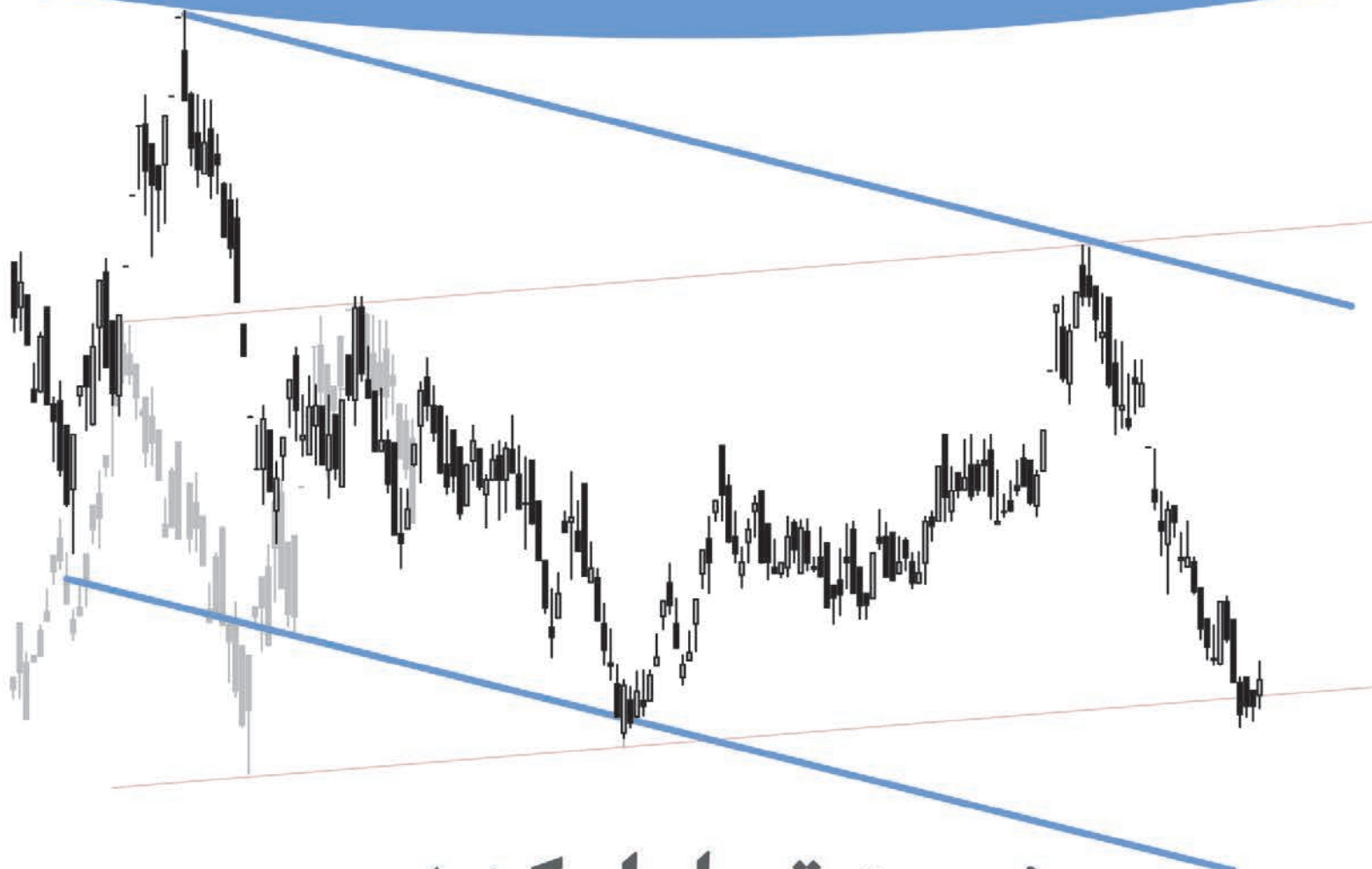
یکی از بخش‌های فعال در کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، واحد امور اعضا و اشخاص وابسته به اعضاست. فعالیت‌های این واحد عمدتاً در حوزه جمع‌آوری اطلاعات مختلف و پردازش آنها، تهیه گزارش عملکرد و ارائه تصویری روشن از وضع صنعت کارگزاری کشور در دوره‌های زمانی معین است...

## کارگزاران در گذر زمان

کارگزاری‌ها از نهادهای مالی هستند که واسط میان سهامدار و بازار سرمایه محسوب می‌شوند؛ به طوری که فعالیت‌شان در زمینه‌هایی همچون خرید و فروش سهام، اوراق مشارکت پذیرفته شده در بورس و ارائه کد سهامداری است. کارگزاری‌ها در این خرید و فروش‌ها، به نمایندگی از خریداران یا فروشندگان سهام...

# تنها مرجع صحیح تعدیل شده سهم اطلاعات قیمت

پشتیبانی از طریق تلگرام: @NoavaranAminSupport



## درست تحلیل کنید...

نرم افزار انتقال داده های تکنیکال نوآوران امین

[www.nadpco.com/TechTarif](http://www.nadpco.com/TechTarif)

تهران، خیابان ولیعصر، بالاتر از بلوار میرداماد، خیابان قبادیان،

پلاک ۴۹، طبقه اول

۰۲۳۶۶۱۰۰-۱۰۵

۰۲۳۶۶۱۰۹

[www.noavaranamin.com](http://www.noavaranamin.com)

[info@noavaranamin.com](mailto:info@noavaranamin.com)





### واسطه‌های هوشمند

سرمایه‌گذاری، هوشمندانه‌ترین کاری است که می‌توان با پول انجام داد. اگرچه سپرده‌گذاری در بانک، سودی مطمئن و ثابت را نصیب شما می‌کند اما سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی (سهام، کالا، اوراق قرضه و...)، اگر هوشمندانه انجام شود، علاوه بر اینکه سودآورتر است، به مشارکت در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشور نیز معنا می‌شود. امروزه با وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری متعدد و با توجه به پیشرفت فناوری و ابزارهای معاملاتی که کارگزاران بورس‌های مختلف به مشتریان ارائه می‌کنند، روند معاملات آسان‌تر شده است.

شرکت‌های کارگزاری به مدت تقریباً یک هزار سال، چهره تثبیت شده‌ای در صنعت مالی بوده‌اند. در این زمینه، فرانسوی‌ها پیش‌تاز بودند. در سده ۱۱ میلادی، آنان با سامان‌دهی و انجام معاملات اوراق قرضه کشاورزی، نخستین سیستم کارگزاری را بنیان گذاشتند. در سده ۱۳ میلادی، شهرهای بزرگ مثل آمستردام شاهد شکل‌گیری مکان‌هایی برای ملاقات معامله‌گران کالاها بودند. مدت زمان کوتاهی بعد، کارگزاران ونیزی شروع به خرید و فروش اوراق قرضه دولتی کردند. این اتفاق بر اهمیت شرکت‌های کارگزاری افزود. در سال ۱۶۰۲ شرکت هند شرقی هلند به عنوان نخستین شرکت سهامی عام معرفی شد. نخستین شرکت‌های کارگزاری به معنای امروزی که امکان خرید سهام مجموعه‌های از شرکت‌ها را به مردم می‌دادند، در قهوه‌خانه‌های لندن شکل گرفتند. با تعیین مقررات و عضوگیری، این شرکت‌ها در سال ۱۸۰۱ بورس لندن را تاسیس کردند. به مرور این سیستم در بسیاری از کشورهای جهان مورد توجه قرار گرفت و شرکت‌های کارگزاری شروع به تاسیس بازارهای مشابه کردند که بورس نیویورک از مهمترین آنها بود. در آغاز سده ۲۰ میلادی، شرکت‌های کارگزاری با بازارگردان‌ها همگام شدند و سیاست قیمت‌گذاری (تعیین مظنه قیمت) برای خرید و فروش اوراق بهادار را پذیرفتند. علت این همگامی، نگرانی درباره احتمال دسترسی به اطلاعات نهانی شرکت‌ها و استفاده از آن در معاملات بود. در آن زمان، نهادهای ناظر سیستمی تحت عنوان «دیوار چین» ایجاد کردند تا از ارتباط بین واحدهای مختلف شرکت‌های کارگزاری جلوگیری کنند. این اقدام موجب افزایش سودآوری صنعت مالی و گسترش ارتباطات داخلی آن شد. با ظهور شرکت‌های کارگزاری قدرتمند همچون گولدمن ساکس، یک سیستم یکپارچه در این صنعت به وجود آمد. در نیمه دوم سده گذشته، شرکت‌های بزرگ که سالانه صدها میلیارد دلار گردش مالی داشتند، شروع به ادغام با یکدیگر یا تملیک شرکت‌های کوچک‌تر کردند و کارگزاران بزرگ شکل گرفتند.

امروزه کارگزاران با به‌کارگیری سیستم‌های متنوع به سرمایه‌گذاران در خرید و فروش سهام، اوراق قرضه و... در بازارهای مختلف کمک می‌کنند. این شرکت‌ها طی سال‌های متمادی رشد کرده و به نهادهای قدرتمندی تبدیل شده‌اند به طوری که عملکرد آنها می‌تواند کل بخش مالی یک کشور را تحت تاثیر (مثبت یا منفی) قرار دهد. در آغاز هزاره سوم هم با ظهور معاملات برخط این امکان برای هر معامله‌گری فراهم شد تا در بازار سهام مشارکت کند. در حال حاضر، در بسیاری از بازارهای بزرگ جهان، معاملات برخط سهم بزرگی از حجم معاملات را به خود اختصاص داده‌اند. بیش از ۵۰ سال از عمر بورس اوراق بهادار ایران می‌گذرد. در این سال‌ها، صنعت کارگزاری کشور از رشد خوبی، هم از نظر کمی و هم کیفی برخوردار بوده است. گرچه صنعت کارگزاری تا رسیدن به سطح مطلوب و استاندارددهای جهانی راه درازی در پیش دارد، اما نمی‌توان از نقش مثبت و تاثیرگذار فعالان این صنعت بر رشد بازار مالی کشور غافل شد.

حبیب علیزاده



فرخناز سپهری  
خبرنگار

در گفت‌وگو با دبیر کل کانون کارگزاران مطرح شد

## مقررات دست و پاگیر چالش مهم صنعت کارگزاری

### چالش‌های صنعت کارگزاری چه مواردی هستند؟

از مهمترین چالش‌ها، قوانین سخت‌گیرانه و دست و پاگیر بازار سرمایه است به طوری که بعضاً در جزئی‌ترین فعالیت نهادهای مالی هم ورود می‌کند. در عین حال که حجم بالایی مقررات دست کارگزاران را بسته است. به نظر بنده باید این قوانین سخت‌گیرانه در حوزه‌های اساسی و مواردی که ریسک به صنعت کارگزاری یا سرمایه‌گذاران وارد می‌کند، اعمال شود و در سایر موارد با کمرنگ شدن مقررات سخت‌گیرانه در این صنعت می‌توان به پویا شدن فضای کسب و کار کمک کرد. از طرفی چالش دیگر در زمینه معاملات اعتباری است. اعتبارات، این صنعت را دستخوش تغییرات و ریسک‌هایی کرده است. در حال حاضر ۱۰۸ کارگزاری داریم و چندی پیش مشکلی برای برخی کارگزاری‌ها در این زمینه ایجاد شد و در پی آن از طرف سازمان حجمی از مقررات برای کل کارگزاران وضع شد، به طوری که مقررات جدید فعالیت در این صنعت را سخت‌تر نمود. باید اشاره کنم مساله اعتبارات چالش‌های عجیبی را هم به همراه آورده است. همچنین از جمله چالش‌ها در خارج بازار سرمایه، اخذ مالیات بر ارزش افزوده و عوارض کسب و پیشه است که گریبانگیر صنعت شده است به طوری که گاهی چنین عوارضی معادل چندین برابر سرمایه کارگزاری است و حتی ۵۰ برابر بیشتر از صنوف مشابه است. با وجود نشست‌های متعددی که با شهرداری و استانداری داشته‌ایم، اما تاکنون این مساله حل نشده است.

کارگزاری‌ها از نهادهای مالی هستند که واسط میان سهامدار و بازار سرمایه محسوب می‌شوند؛ به طوری که فعالیت‌شان در زمینه‌هایی همچون خرید و فروش سهام، اوراق مشارکت پذیرفته شده در بورس و ارائه کد سهامداری است. کارگزاری‌ها در این خرید و فروش‌ها، به نمایندگی از خریداران یا فروشندگان سهام، اقدام به انجام معامله می‌کنند و در ازای آن کارمزدی را دریافت می‌کنند. در این میان، اقداماتی همچون بهبود و گسترش خدمات، افزایش دانش تخصصی، تنظیم امور و اعتلای حرفه‌ای و ارتقای اعتبار ۱۰۸ کارگزاری بر دوش کانون کارگزاران قرار دارد. کانون کارگزاران در سال ۱۳۸۶ به‌طور رسمی فعالیت خود را زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار آغاز کرد. این نهاد می‌کوشد تا به ایجاد یک بازار اوراق بهادار عادلانه، رقابتی و کارا در کشور به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند. این در حالی است که در این مسیر با چالش‌هایی روبه‌رو است. به گفته دبیر کل کانون کارگزاران، اگرچه شاید از نگاه ناظر بیرونی، صنعت کارگزاری صنعتی سودآور به چشم آید، اما با ورود به این صنعت چنین توهماتی فرو می‌ریزد چراکه گاه با هزینه‌هایی چندین برابر سرمایه کارگزاری روبه‌رو می‌شویم. همچنین وی معتقد است، در شرایط کنونی قوانین و مقررات دست و پاگیر از مهمترین چالش‌های صنعت کارگزاری به شمار می‌رود که دست این صنعت را بسته و پویایی آن را گرفته است. در همین راستا، فرصتی پیش آمد تا در زمینه چالش‌ها و چشم‌انداز صنعت کارگزاری، نظرات روح‌اله میرصانعی، دبیر کل کانون کارگزاران را جویا شویم.

را به صنف یا آن نهاد واگذار کند و به جای آن روی مسایل مهمتر همچون جلوگیری از انحرافات نهاد مالی تمرکز کند. هرچند مواردی از این دست در سال‌های گذشته اصلاح شده اما نیاز به اصلاح بیشتر دارد.

### در زمینه ریسک اعتباری چه اقداماتی صورت گرفته است؟

کمیته پایش ریسک در این زمینه فعالیت می‌کند و از جمله اقدامات انجام شده می‌توان به اصلاح برخی از پارامترهای اعتباری اشاره کرد به طوری که بیشتر ۶۰ درصد ارزش سهام برای حساب تضمین مشتری محاسبه و اعتبار داده می‌شود، الان این میزان به ۵۰ درصد تغییر کرده است و البته اختیارات در حوزه سقف اعتبار هر کارگزاری هم از طرف سازمان به کمیته پایش ریسک داده شد که تاکنون در این حوزه از آن استفاده نشده است.

### سقف تخفیفات کارمزد توسط کارگزاران چه میزان است؟ آیا تابع مقرراتی است؟

میزان سقف تخفیفات کارمزد در حوزه اوراق بهادار ۲۵ درصد و در بخش کالا ۵۰ درصد است. اختیار اعطای تخفیف بین صفر و اعداد گفته شده به مدیر کارگزاری داده شده است ولی اگر بیشتر از این میزان تخفیف بدهند، تخلف است و به آن رسیدگی می‌شود. تمام گزارشات مالی کارگزاران در اختیار نهاد ناظر و بورس‌ها قرار می‌گیرد و در صورت بروز تخلف، روند رسیدگی به آن انجام می‌شود.

### درباره سامانه مدیریت ریسک توضیح دهید؟

در حال حاضر این سامانه به این شکل است که مدیر کارگزاری تعیین می‌کند به هر مشتری چه میزان اعتبار تعلق گیرد، محاسبه به این صورت است که وجه نقد با میزان اعتبار جمع و در نهایت میزان قدرت خرید مشتری تعیین می‌شود و معامله‌گر تنها می‌تواند در محدوده قدرت خرید مشتری برای وی خرید انجام دهد.

البته با این کار، محدودیت برای معامله‌گر ایجاد می‌شود. باید اشاره کنم، امکان دارد این میزان اعتباری که کارگزار به مشتری در سامانه تخصیص می‌دهد، بعدها مشمول مقررات مربوطه شود. اما در حال حاضر میزان اعتبار در اختیار مدیر کارگزاری است و این امر می‌تواند یک ابزاری کنترلی مدیر کارگزاری بر معامله‌گران باشد.

### میزان شفافیت اطلاعات در صنعت کارگزاری را چگونه ارزیابی می‌کنید؟

افشای اطلاعات صورت‌های مالی در اختیار نهاد ناظر، بورس‌ها و کانون قرار می‌گیرد. شاید از بیرون به نظر افراد زیادی، صنعت کارگزاری بسیار سودآور به نظر برسد، اما این گونه نیست چراکه وقتی صورت‌های مالی صنعت را که در سایت کانون در اختیار عموم قرار گرفته است بررسی می‌کنیم، نتیجه دیگری حاصل می‌شود. در ضمن این صنعت با ریسک‌های بزرگی نظیر حجم بسیار زیاد قوانین و مقررات، مالیات بر ارزش افزوده اعتبارات یا عوارض کسب و پیشه نجومی کارگزاران نیز روبه‌روست که باعث می‌شود توهم سودآوری صنعت فرو ریزد.

### در بخش تنوع درآمدی کارگزاران چه نظری دارید؟

مشکل دیگری که در سال‌های اخیر برای کارگزاران به وجود آمده است، بحث از بین رفتن تنوع درآمدی کارگزاران است. در این دو سال اخیر این تنوع درآمدی از صنعت گرفته شده است و به جز انجام معاملات، کارگزاران نمی‌توانند در زمینه‌های دیگر همچون سبذگردانی، مشاور سرمایه‌گذاری یا مدیریت صندوق فعالیت و درآمدی داشته باشند به طوری که این مساله می‌تواند به زیان و رکود صنعت بینجامد. به نکته‌ای باید اشاره کنم؛ زمانی که قرار بود نخستین صندوق‌های سرمایه‌گذاری شکل بگیرد، کسی حاضر به ورود به این حوزه و تاسیس صندوق‌ها نبود و سازمان این اقدام را بر عهده کارگزاران گذاشت و از این طریق نخستین صندوق‌ها راه‌اندازی شدند.

در حال حاضر چون کارگزاران فعالیت درآمدی دیگری به جز درآمد حاصل از کارمزد معاملات ندارند، در نتیجه ریسک درآمدی آنها افزایش یافته و گاه نمی‌توانند هزینه‌هایشان را در دوران رکود معاملات پوشش دهند و به همین دلیل دچار زیان می‌شوند.

برای نمونه، زمانی که بازار نزولی و حجم معاملات کم می‌شود، حجم صندوق درآمد ثابت افزایش می‌یابد. اگر تنوع درآمدی وجود داشته باشد، یک کارگزار می‌تواند از این طریق هم درآمدزایی کند. در حالی که با نبود تنوع درآمدی، صنعت آسیب پذیر و به رکود کشانده می‌شود.

### کانون برای حل مشکلات تنوع درآمدی کارگزاران چه اقداماتی انجام داده است؟

نشست‌های متعددی در این خصوص با سازمان بورس به عنوان نهاد ناظر داشتیم و پیگیر این مساله هستیم اما تاکنون مشکل برطرف نشده است.

دست اندرکاران سازمان معتقدند نهادهای مالی مثل سبذگردانی و مشاور سرمایه‌گذاری و مانند آن، به صورت شخصیت حقوقی باید مجزا باشند. هرچند کارگزاری‌های بزرگ بانکی هستند که توانایی دارند تا تنوع خدماتی و درآمدی داشته باشند، اما با این وجود به دلیل محدودیت‌های بانک مرکزی نمی‌توانند نهادهای مالی مستقلی ایجاد کرده و در عین حال مجوزهای مربوطه توسط سازمان به آنها اعطا نمی‌شود.

در حالی که به نظر بنده تفکیک شخصیت حقوقی به معنای رفع تضاد منافع نیست. برای مثال، در حوزه تفکیک درآمدی، نهادهایی همچون تامین سرمایه علاوه بر مدیریت صندوق، تعهد پذیر نویسی هم انجام می‌دهند که به مراتب در زمینه ایجاد تضاد منافع، مستعدتر از انجام معامله‌گری و مدیریت صندوق است.

### اشاره کردید قوانین سخت‌گیرانه سازمان از مهمترین چالش‌های صنعت کارگزاری است؛ در این باره به نظر‌تان چه باید کرد؟ باید از قوانین کاست یا آنها را تغییر داد؟

به نظر بنده قوانین در بخش‌های حساس و استراتژیک بازار که سلامت بازار را تحت تاثیر قرار می‌دهد، باید ارتقا یابد اما در مورد مسایل جزئی نهاد مالی، بهتر است سازمان این موارد

در حال حاضر چون کارگزاران فعالیت درآمدی دیگری به جز درآمد حاصل از کارمزد معاملات ندارند، در نتیجه ریسک درآمدی آنها افزایش یافته و گاه نمی‌توانند هزینه‌هایشان را در دوران رکود معاملات پوشش دهند و به همین دلیل دچار زیان می‌شوند

## لطفاً تاریخچه‌ای از چگونگی شکل‌گیری و فعالیت کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس بفرمایید.

**باقریان:** مطابق تکالیف مقرر در مقررات مبارزه با پولشویی، کمیته مبارزه با پولشویی، کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس در سال ۱۳۸۹ تشکیل شد و مطابق مقررات و وظیفه تدوین مقررات مبارزه با پولشویی، تشکیل زیرساخت‌های اجرایی، نظارت بر رعایت مقررات مبارزه با پولشویی و آموزش و سایر وظائف محوله را بر عهده گرفت. در ابتدای کار پس از تشکیل کمیته مبارزه با پولشویی، دستورالعمل‌های شش‌گانه مبارزه با پولشویی تدوین و به تصویب شورای عالی مبارزه با پولشویی رسید. مطابق مقررات مبارزه با پولشویی، اشخاص تحت نظارت موظف شدند هر یک نماینده‌ای را برای انجام امور مرتبط با مبارزه با پولشویی اختصاص دهند و رویه‌های مبارزه با پولشویی را تدوین و به تصویب هیئت مدیره‌شان برسانند. نمایندگان مبارزه با پولشویی وظایفی از قبیل آموزش، کنترل داخلی و بازبینی فرآیندها، نظارت بر شناسایی کامل مشتریان و به‌روزرسانی اطلاعات آنها در صورتی که احتمال دهد که براساس شواهد و قرائن، مشتری در جریان عملیات پولشویی و یا تأمین مالی تروریسم قرار گرفته و همچنین ارسال گزارشات عملیات و معاملات مشکوک را برعهده دارند.

تلاش ما در دبیرخانه این بود که قوانین و مقررات پولشویی را با توجه به استانداردهای جهانی پیاده‌سازی کنیم. با توجه به بررسی‌های کارشناسی، در دبیرخانه مبارزه با پولشویی سازمان بورس تصمیم بر این شد که مبارزه با پولشویی مجهز به نظارت مکانیزه گردد. بر این اساس RFP سامانه مبارزه با پولشویی جامع هوشمند تدوین شد و در حال حاضر مراحل اجرایی توسعه سیستم نظارتی را پیش می‌بریم.

در همین راستا، سامانه سجام نیز برای ثبت اطلاعات و مشخصات مشتریان راه‌اندازی شد. در حال حاضر مشتریان برای انجام معامله موظف هستند، در سامانه سجام ثبت نام کنند. باید بگویم، در طول تاریخ بازار سرمایه ایران، تاکنون سابقه نداشته که اطلاعات و مشخصات مشتریان تا این حد به دقت ثبت و ضبط شود و شناسایی اولیه و کامل به صورت مکانیزه ثبت و به‌روزرسانی گردند. با این حال هنوز راه درازی برای رسیدن به اهدافمان در پیش‌رو داریم. تاکنون هدف کمیته این بوده است که ضمن تدوین قوانین و مقررات، ساختار واحدهای مبارزه با پولشویی در اشخاص تحت نظارت ایجاد گردد. در حال حاضر از نظر قوانین و مقررات در شرایط خوبی قرار داریم و درخصوص توسعه کادر نیروی انسانی و توسعه تکنولوژی هنوز نیازمند تلاش بیشتری هستیم و توسعه زیرساخت نظارتی شامل توسعه سیستم نظارتی مکانیزه از اهم موارد مورد پیگیری است.

## در زمینه تدوین قوانین و مقررات از کدام بازارها الگوبرداری کرده‌اید؟

**باقریان:** در کمیته دو تیم داریم؛ یک تیم نظارتی و اجرایی و یک تیم تحقیق و توسعه. در تیم توسعه، مقالات و بولتن‌های جهانی که در این

گفت‌وگو با مدیران ارشد کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس

# کارگزاران

## نقطه ایمن ورود سرمایه به بازار

سامانه جامع مبارزه با پولشویی راه‌اندازی می‌شود

حبيب‌علیزاده

بازارهای مالی همواره در معرض انواع ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک قرار دارند که حیات آنها و سرمایه‌گذاران را تهدید می‌کند. یکی از ریسک‌هایی که اقتصاد و بازار مالی هر کشوری را در معرض خطر قرار می‌دهد، پولشویی است که برای مقابله با آن، قانونگذاران اقدام به تدوین مقررات و قوانین کرده‌اند. بازارهای سرمایه به دلیل سرمایه‌پذیری بالا و حجم زیاد پول در گردش، همواره با خطر ورود پول‌های کثیف (حاصل فعالیت‌های مجرمانه مثل قاچاق مواد مخدر، اسلحه و...) مواجه هستند. به همین دلیل، نهادهای قانونگذار و ناظر بر بازار برای جلوگیری از ورود چنین پول‌هایی به بازار سرمایه دست به تدوین مقررات ویژه‌ای می‌زنند. در بازار سرمایه ایران نیز ضرورت تدوین و اجرای چنین قوانینی از حدود یک دهه قبل احساس شد و کمیته‌ای به همین منظور شکل گرفت. برای آگاهی از فعالیت‌های این نهاد، با دکتر روح‌الله نجفی دبیر کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس و اوراق بهادار و دکتر عباس باقریان کارشناس خبره این کمیته به گفت‌وگو نشستیم.



مشکوک است که مورد نظارت قرار می‌گیرد. یکی دیگر از موارد مشکوک که باید مورد توجه قرار گیرد، تطابق سطح درآمدی یا دارایی یک مشتری با حجم معامله انجام شده است.

در صورتی که سطح درآمدی یک مشتری با سطح معاملات سهام وی مطابقت نداشته باشد، مورد توجه و بررسی قرار می‌گیرد چون بالقوه می‌تواند منشأ ریسک باشد. البته مواردی که اشاره شد، لزوماً به معنای وقوع پولشویی نیست، با این حال مورد توجه و نظارت قرار می‌گیرند تا افرادی که به دلایلی به جز سرمایه‌گذاری وارد بازار می‌شوند و تعداد آنها در بازار ما بسیار اندک است، شناسایی شوند. باید تاکید کنم که از این نظر بازار ما از کیفیت بسیار خوبی برخوردار است.

### کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس زیر نظر کدام نهاد فعالیت می‌کند؟

باقریان: از نظر ساختار، این کمیته بخشی از سازمان بورس است و مستقیماً زیر نظر ریاست سازمان، فعالیت می‌کند. از نظر فراسازمانی، به طور مستقیم با مرکز اطلاعات مالی وزارت امور اقتصادی و دارایی همکاری می‌کنیم. ما گزارش‌های مشکوک را به این مرکز ارسال می‌کنیم و در آنجا این گزارش‌ها مورد بررسی تکمیلی و کارشناسی قرار می‌گیرند و در صورت لزوم، پیگیری‌ها تا رسیدن به نتیجه انجام می‌شوند. در سطح عالی‌تر نیز شورای عالی مبارزه با پولشویی قرار دارد که سیاست‌گذاری‌ها را بر عهده دارد.

### در زمینه مبارزه با پولشویی با کدام نهادهای دیگر همکاری می‌کنید؟

باقریان: پولشویی موضوعی فراسازمانی است که ارکان زیادی را درگیر می‌کند. در این زمینه، بحث بازار پول هم مطرح است و سایر نهادهای نظارتی از قبیل بانک مرکزی، بیمه مرکزی، گمرک و سازمان امور مالیاتی نیز با ما همکاری می‌کنند. البته همه اینها زیرمجموعه‌های وزارت امور اقتصادی و دارایی هستند و همه نهادهای ذکر شده مستقیماً با مرکز مبارزه با پولشویی این وزارتخانه کار می‌کنند و در این راستا، با یکدیگر تعامل و همکاری دارند.

### ارتباط و تعامل کمیته مبارزه با پولشویی با کانون کارگزاران چگونه است؟

نجفی: کارگزاران به عنوان یکی از نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار تکالیفی در زمینه مبارزه با پولشویی دارند و در واقع مجری دستورالعمل‌های مبارزه با پولشویی هستند.

بر این اساس ما نشست‌های مستمری با کارگزاران برگزار کرده و ابعاد، استانداردها و برنامه‌های مبارزه با پولشویی را برای آنها تشریح نموده‌ایم. در کانون کارگزاران نیز سمینارهای متعددی با همکاری همین نهاد برگزار کرده‌ایم و مباحث مربوط به مبارزه با پولشویی را برای شرکت‌های کارگزاری و سایر نهادهای مالی توضیح داده‌ایم. از سویی در مورد بحث نظارت، ما از ظرفیت‌های تشکلی خود انتظام (بورس‌ها) نیز استفاده کرده‌ایم و مفاد مقررات مبارزه با پولشویی را در قالب چک لیست‌هایی به آنها ارائه داده‌ایم

زمینه منتشر می‌شوند، مورد مطالعه قرار می‌گیرند. تلاش بر این است که با پیگیری اخبار و تحولات مربوط به مبارزه با پولشویی، دانش کارشناسی در زمینه شیوه‌های پیشگیری از تخلفات پولشویی و قوانین و مقررات جهانی به‌روز باشد. البته موضوعی که باید مورد توجه قرار گیرد، این است که ما فضای داخل کشور را نیز در نظر می‌گیریم به این معنا که هدف ما تنها ترجمه و اجرای این قوانین و مقررات نیست، بلکه با بررسی رویه‌های جهانی، آنها را با مقررات بازار سرمایه کشور تطبیق داده و بومی‌سازی می‌کنیم. خوشبختانه در زمینه مبارزه با پولشویی اقدامات مناسبی در بازار سرمایه ایران صورت گرفته و در برخی از حوزه‌ها از بسیاری از کشورهای منطقه نیز جلوتر هستیم. به عنوان مثال سامانه سجام و تجمیع اطلاعات سهامداران در یک پایگاه داده، یکی از اقداماتی است که به‌ندرت در کشورهای دنیا انجام شده است.

البته بانک‌های کشور نیز جزء مهمی از زنجیره مبارزه با پولشویی می‌باشند و نیازمند تلاش بیشتری در این باره هستند. اجرای کامل برنامه مبارزه با پولشویی به دلیل گستردگی بازار سرمایه ایران، برنامه‌ای زمان‌بر است. به عنوان مثال، اجرای برنامه سجام از یک سال قبل آغاز شد و امروز بخش بزرگی از مشخصات و اطلاعات مشتریان در این سامانه ثبت شده است اما اجرای کامل آن نیازمند زمان بیشتری است و تا رسیدن به نقطه مطلوب باید تلاش بیشتری صورت گیرد.

همانطور که گفتیم، از نظر تطابق با استانداردهای جهانی و استفاده از تکنولوژی برای نظارت مکانیزه جهت مبارزه با پولشویی در بازار سرمایه، کشور ما نسبت به بسیاری از کشورهای منطقه پیشرفته‌تر است.

### اگر قوانین مبارزه با پولشویی وجود نداشت، بازار سرمایه از چه جهت آسیب می‌دید؟

باقریان: ببینید، پولشویی سه مرحله دارد: مرحله نخست، تزریق پول به شبکه مالی است؛ مرحله دوم، معاملات پیچیده‌ای که اتفاق می‌افتند؛ مرحله سوم هم جمع‌آوری و خروج پول از بازار است که در واقع طی این سه مرحله پولشویی انجام می‌گیرد. مبادی ورود پول، بانک‌ها هستند. در این زمینه ما کارگزاران را ملزم کردیم که پول انجام معامله حتماً از یک حساب بانکی به نام مشتری منتقل شود یعنی واریزکننده باید خود شخص باشد. در این زمینه، بانک‌ها هم ملزم هستند که مراحل احراز هویت واریزکننده پول را رعایت کنند. به این ترتیب، منشأ پول مشخص می‌شود. پس از این مرحله، کارگزاری‌ها نیز باید مراحل احراز هویت مشتری، خواه خریدار یا فروشنده را انجام دهند.

یکی از تخلفاتی که ممکن است در این روند رخ دهد و نمونه‌های آن را گاه در کشورهای دیگر نیز شاهد هستیم، عدم حضور شخص معامله‌گر به دلیل کپولت سن یا نداشتن شرایط لازم برای سرمایه‌گذاری و انجام معامله به صورت نیابتی از سوی شخص ثالث است. در این زمینه ممکن است فرد معامله‌گر تظاهر کند که شخص دیگری است و واقع خود را به جای فرد معامله‌گری که دارای اطلاعات و مشخصات ثبت شده است، وانمود کند. این یکی از موارد

نجفی: «کارگزاران به عنوان یکی از نهادهای مالی تحت نظارت سازمان بورس و اوراق بهادار تکالیفی در زمینه مبارزه با پولشویی دارند و در واقع مجری دستورالعمل‌های مبارزه با پولشویی هستند.»

را سریع‌تر مورد بررسی و پیگیری قرار داد و از این طریق هزینه‌ها کاهش می‌یابند. در سال‌های اخیر موضوع مبارزه با پولشویی مبتنی بر ریسک در دنیا مورد توجه قرار گرفته است.

در شناسایی کامل مشتریان باید اطلاعات و مدارک لازم به منظور تعیین سطح فعالیت مورد انتظار وی اخذ گردد و در پرونده اطلاعات مشتری به عنوان کاردکس ریسک درج گردد. در شناسایی کامل مشتریان با اخذ اطلاعات شغلی، سطح درآمدی، منبع درآمد، ماهیت سرمایه‌گذاری و میزان سرمایه‌گذاری، سطح فعالیت مورد انتظار مشتری مشخص می‌گردد. در صورتی که سطح فعالیت مشتری با سطح تعیین شده تطابق نداشته باشد، فعالیت مشتری می‌تواند مورد بررسی بیشتری جهت کشف موارد مشکوک احتمالی قرار گیرد.

در این همایش نظارت مبتنی بر ریسک براساس شاخص‌های شناسایی عملیات مشکوک مورد بحث قرار گرفت. به عنوان مثال، افرادی که ریسک بالایی دارند مثلا دارای سن بالا، منشا درآمدی نامشخص و فعالیت در مناطق پرریسک هستند، همچنین شرکت‌های صوری یا کاغذی و شرکت‌هایی که فعالیت خاصی ندارند، توسط این شاخص‌ها پر ریسک ارزیابی می‌شوند و ناظر با حساسیت بیشتری بر آنها نظارت می‌نماید. خوشبختانه بیشتر معاملات و تراکنش‌هایی که در بازار سرمایه انجام می‌شوند، مصداق شاخص‌های ریسک بالا نیستند و ما نگرانی در این خصوص نداریم. هدف نظارت در بازار سرمایه، ایجاد امنیت در بازار سرمایه است تا بازاری عادلانه و منصفانه داشته باشیم و سرمایه‌گذاران با اعتماد بیشتری به فعالیت بپردازند. پولشویان و متخلفان این نظم را تحت‌الشعاع قرار می‌دهند و در مسیر خلاف بازار سالم حرکت می‌کنند. بنابراین هر قدر نظارت ما افزایش یابد، بازار سالم‌تر و عادلانه‌تری ایجاد می‌شود که طبیعتا به جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه‌های بیشتر منجر می‌شود و این روند به رشد بازار سرمایه کمک می‌کند. همچنین در بخش پایانی این همایش بحث و تبادل نظر به منظور رفع ابهامات نمایندگان در خصوص اجرای رویه‌های مبارزه با پولشویی صورت پذیرفت.

### در مسیر مبارزه با پولشویی، کارگزاران چه نقشی دارند؟

**باقریان:** کارگزاران نقطه ورود سرمایه‌گذاران به بازار هستند. در واقع ارتباط اولیه سرمایه‌گذار با بازار از طریق کارگزار رقم می‌خورد. از این رو، در مسیر مبارزه با پولشویی و توسعه بازار سرمایه کشور، کارگزاران از ارکان بسیار مهم به شمار می‌روند. در راستای مبارزه با پولشویی، اگر کارگزار شناخت کافی از سرمایه‌گذاران داشته باشد و به قوانین و مقررات موجود عمل کند، این نقطه ورود ایمن خواهد بود و جای نگرانی نیست. به بیان دیگر، سرمایه وارد شده به بازار، سرمایه سالمی خواهد بود و موجب رشد بازار خواهد شد. کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس از طریق کارگزاران با سرمایه‌گذاران تعامل می‌کند. کارگزاران از جمله نهادهای تحت نظارت کمیته هستند و ما به صورت دوره‌ای آنها را مورد بازرسی قرار می‌دهیم.

تا نظارت لازم را انجام دهند. همچنین به تازگی چک لیست‌های ویژه بررسی رعایت مقررات مبارزه با پولشویی در بازار سرمایه را در اختیار حسابرسان قرار داده‌ایم که در سایت کدال هم قرار گرفته است. در واقع، حسابرسان نیز رعایت مقررات مبارزه با پولشویی را از طریق چک لیست‌هایی که ما در اختیارشان گذاشته‌ایم، مورد بررسی و کنترل قرار می‌دهند.

در مجموع باید بگوییم، علاوه بر همکاران من در کمیته مبارزه با پولشویی سازمان بورس که به صورت موردی بازرسی‌هایی را در طول سال انجام می‌دهند، دو بازوی کمکی سازمان جهت نظارت بر رعایت مقررات مبارزه با پولشویی، بورس‌ها و حسابرسان محترم می‌باشند. از آنجا که بازار سرمایه یکی از ارکان اصلی بازارهای مالی است، ما تلاش می‌کنیم تا استانداردهای مبارزه با پولشویی را همگام با بازار پول (بانک‌ها) و بانک مرکزی و مطابق با ابلاغیه‌های دبیرخانه شورای عالی مبارزه با پولشویی پیش ببریم تا بازار با کمترین ریسک مواجه شود.

### در مهر ماه ۹۷ همایشی تحت عنوان بررسی مسایل مبارزه با پولشویی مبتنی بر ریسک در بازار سرمایه به همت کانون کارگزاران بورس برگزار شد که شما هم حضور داشتید. کدام نهاد مالی دیگر در این همایش شرکت کرده بود؟

**باقریان:** در این همایش از مدیرعامل و نمایندگان مبارزه با پولشویی کارگزاران دعوت به عمل آمده بود که با استقبال خوبی مواجه شد. در همایش بعدی از سایر نهادهای مالی بازار سرمایه دعوت به عمل خواهد آمد. تاکید می‌کنم که علاوه بر کارگزاران، همه بخش‌های بازار سرمایه باید قوانین مبارزه با پولشویی را رعایت کنند.

شرکت‌های تامین سرمایه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های سیدگردانی و مشاوره و حتی حسابرسان از جمله این بخش‌ها هستند. اخیرا از حسابرسان خواسته‌ایم، فعالیت شرکت‌های ناشر از نظر تطبیق با قوانین و مقررات مبارزه با پولشویی را بر اساس چک لیستی که سازمان ارائه می‌کند، مورد بررسی محتوایی قرار دهند. بر این اساس، همه بخش‌های بازار درگیر موضوع پولشویی و قوانین و مقررات آن هستند.

### این همایش چه نتایج یا دستاوردی به همراه داشت؟

**باقریان:** هدف از برگزاری این همایش، معرفی مفاهیم نظارت مبتنی بر ریسک، سطح‌بندی مشتریان براساس شاخص‌های ریسک و آشنایی نهادهای تحت نظارت کمیته با شیوه‌های نوین مبارزه با پولشویی و بحث و تبادل نظر در این خصوص بود. برای درک اهمیت نظارت مبتنی بر ریسک به مفهوم «نقطه بهینه نظارت» باید اشاره کنیم. به بیان ساده، یعنی هر قدر سطح نظارت بیشتر شود، زمان و هزینه‌های نظارتی هم بیشتر می‌شود. از طرف دیگر، با افزایش زمان ممکن است تخلفات هم پیشرفت کنند و هزینه‌های ناشی از آن هم بیشتر شوند. بنابراین اگر تمرکز فعالیت‌های مبارزه با پولشویی بر نقاط پرریسک باشد، می‌توان موارد مشکوک

**باقریان:** «پولشویی موضوعی فراسازمانی است که ارکان زیادی را درگیر می‌کند. در این زمینه، بحث بازار پول هم مطرح است و سایر نهادهای نظارتی از قبیل بانک مرکزی، بیمه مرکزی، گمرک و سازمان امور مالیاتی نیز با ما همکاری می‌کنند.»



شاهد باشیم. این سامانه کمک بزرگی به برنامه‌های ما در کمیته مبارزه با پولشویی خواهد کرد. گرچه در حال حاضر سامانه‌های مختلفی وجود دارند که به ما کمک می‌کنند اما آنچه مد نظر ماست، سامانه‌ای جامع، کاربردی و هوشمند است که در حوزه تشخیص رفتارها و عملیات مشکوک کاربرد دارد.

### به عنوان کلام آخر؟

**نجفی:** خوشبختانه در کشور ما اقدامات خوبی در حوزه مبارزه با پولشویی انجام شده است. در این زمینه، مقررات جامعی تدوین شده است. قانون جدید مبارزه با پولشویی، کامل و جامع است و ضعف‌های قانون قبلی در آن وجود ندارد. مجازات و تنبیهات متناسب با جرم در قانون جدید گنجانده شده است.

انتظار داریم آیین‌نامه اجرایی این قانون طی چند ماه آینده به تصویب هیئت وزیران برسد و دستورالعمل اجرای آن ابلاغ شود. البته باید تاکید کنم که قبل از اجرای قانون جدید هم ما در حوزه مبارزه با پولشویی پیشرو و جلوتر از بسیاری از نهادها بوده‌ایم که نمونه آن، بحث سامانه سجام است. در این زمینه، کمیته مبارزه با پولشویی سازمان تاکنون بیش از ۲۰۰ دوره آموزشی با همکاری مرکز مالی ایران و قانون کارگزاران برگزار کرده است. هدف ما این است که به دنیا نشان دهیم به دنبال شفافیت در بازار سرمایه هستیم و استانداردهای مبارزه با پولشویی را به طور کامل رعایت می‌کنیم.

**باقریان:** موارد اصلی را آقای دکتر نجفی بیان کردند، فقط مایلم این را اضافه کنم که ما افتخار می‌کنیم جزء کشورهایی هستیم که در نظر داریم از برنامه نظارت هوشمند مبتنی بر هوش شناختی بهره ببریم. در این زمینه، تحقیقات لازم در دبیرخانه کمیته مبارزه با پولشویی انجام و RFP آن تهیه شده است. افتخار ما این است که در این حوزه از نیروی متخصص داخلی بهره می‌بریم و سامانه جامع مبارزه با پولشویی کاملاً بر اساس دانش و توان نیروی داخلی طراحی و راه‌اندازی می‌شود. و سخن آخر اینکه، بر خلاف سیاه‌نمایی‌هایی که در سطح بین‌المللی انجام می‌شود، ما در زمینه مبارزه با پولشویی اقدامات بسیاری را انجام داده‌ایم.



ما رویه‌های مبارزه با پولشویی را با برگزاری سمینارهای آموزشی برای شرکت‌های کارگزاری تشریح کرده‌ایم و خوشبختانه کارگزاران فعال در بازار سرمایه ایران بر اساس بالاترین استانداردهای موجود در دنیا فعالیت می‌کنند.

### به سامانه سجام به عنوان یکی از ابزارهای

#### نظارتی چه امتیازی می‌دهید؟

**نجفی:** موضوع سامانه سجام به عنوان یک طرح کاربردی از چند سال قبل مطرح بود و ما بر اجرای آن تاکید داشتیم. بر این اساس، RFP این طرح توسط سازمان تهیه و برای اجرا به نهاد مجری یعنی شرکت سپرده‌گذاری مرکزی (به عنوان نهادی که کد معاملاتی می‌دهد) ارائه شد. این طرح به دلیل حجم بالای کارهای شرکت سپرده‌گذاری مدتی موقوف مانده بود اما خوشبختانه از سال قبل یک تیم عملیاتی برای اجرای آن تشکیل شد. در RFP ارائه شده، ما تمامی استانداردهای مورد نظر برای مبارزه با پولشویی را به شرکت سپرده‌گذاری اعلام کردیم و این شرکت نیز این استانداردها را در راه‌اندازی سامانه سجام مورد توجه قرار داده است.

مثلاً اینکه چه اطلاعاتی را با چه فرم‌هایی دریافت کنند، اطلاعات را با کدام پایگاه‌های اطلاعاتی تطبیق دهند، مدارک مربوط به ذینفعان نهایی را دریافت کنند و... در RFP مذکور گنجانده شده بود. در واقع همه استانداردهای مدنظر همچون شناسایی اولیه و شناسایی کامل مشتریان در حوزه مبارزه با پولشویی که لازم است یک سیستم به صورت خودکار دریافت کند، در سامانه سجام لحاظ شده است.

بنابراین من امتیاز خوبی به این سامانه می‌دهم. راه‌اندازی این سامانه در کشور ما امر بی‌سابقه‌ای بوده است. حتی همکاران ما این سامانه را در برخی از کشورهای خارجی معرفی کردند که برای آنها تازگی داشت. این سامانه یک طرح استراتژیک و بنیادی در موضوع مبارزه با پولشویی محسوب می‌شود. متمرکز شدن تمامی اطلاعات مشتریان در این سامانه که مدت زمان ثبت‌نام در آن تا شش ماه دیگر هم تمدید شده است، کمک بزرگی به روند مبارزه با پولشویی در بازار سرمایه می‌کند.

### درباره برنامه‌های آتی کمیته مبارزه با پولشویی

#### سازمان بورس توضیح بفرماید.

**نجفی:** یکی از مهمترین دغدغه‌های ما در کمیته، تهیه یک نرم‌افزار جامع و هوشمند در حوزه مبارزه با پولشویی است. در این زمینه، RFP این سامانه به شکلی مدون و مطابق با استانداردهای بین‌المللی تهیه شده است. مباحث مربوط به ریسک‌های موجود و مولفه‌های اصلی این نرم‌افزار و سامانه مورد بررسی و تحقیق قرار گرفته و این RFP به صورت جامع تهیه و به شرکت مدیریت فناوری بورس تهران ارائه شده است. امیدواریم در سال ۹۸ راه‌اندازی این سامانه را

در میزگرد تخصصی ماهنامه «اقتصاد تازه» بررسی شد؛

# اما واگرهای فعالیت موسسات رتبه‌بندی در ایران



**سابقه تشکیل رتبه‌بندی در ایران و بازار سرمایه چگونه بوده است؟ و سیر ایجاد و تکامل موسسات رتبه‌بندی دارای مجوز در ایران در چه مرحله‌ای قرار دارد؟**

سعیدی: در سال ۱۳۷۹ و در زمان مرحوم دکتر نوریبخش، موسسه رتبه‌بندی فیچ با درخواست بانک مرکزی وارد ایران شد تا اقدام به رتبه‌بندی ملی ایران sovereign rate کند تا امکان تامین مالی بین‌المللی از طریق انتشار اوراق قرضه شکل بگیرد. در آن زمان بانک مرکزی ایران، بانک توسعه صادرات، بانک صنعت و معدن و شرکت ملی نفت ایران توانستند رتبه اعتباری دریافت کنند تا بتوانند امکان تامین مالی بین‌المللی داشته باشند. اولویت بعدی دریافت رتبه اعتباری برای بخش صنعت و شرکت‌های زیرمجموعه سازمان گسترش شامل ایران خودرو و سایپا و زیرمجموعه‌ها بود تا با دریافت رتبه اعتباری corporate rate بتوانند اوراق منتشر کنند. اوراق بانک مرکزی نیز منتشر شد چرا که برای تامین مالی بین‌المللی ابتدا باید بانک مرکزی کشور رتبه اعتباری دریافت کند و با انتشار اوراق sovereign bond در بازار



علی اصغر حیدری  
خبرنگار

بعد از تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴، آخرین نهاد مالی که به عنوان حلقه مفقوده در توسعه بازار سرمایه و یکی از ارکان مهم در شفافیت بازار و کاهش ریسک شناخته می‌شود، در سال ۹۷ به طور رسمی تشکیل شد و شروع به فعالیت کرد. "موسسات رتبه‌بندی" به عنوان حلقه مفقوده بازار سرمایه و اقتصاد کشور بعد از سال‌ها مطالعه در نمونه‌های مشابه خارجی با صدور مجوز فعالیت ۳ موسسه رتبه‌بندی در اواخر سال گذشته فعالیت خود را با اعلام رتبه اعتباری صندوق‌ها شروع کردند. چگونگی تاسیس، ترکیب سهامداران، نحوه همکاری شریک خارجی، چگونگی پذیرش آنها در اقتصاد و کند بودن فرآیند فعالیت این ۳ موسسه رتبه‌بندی، موضوعاتی است که در میزگرد ماهنامه اقتصاد تازه و با حضور علی سعیدی، مشاور رئیس سازمان بورس؛ سعید اسلامی، دبیرکل کانون نهادهای سرمایه‌گذاری؛ محمدرضا معتمد، مدیر نظارت بر نهادهای مالی؛ محمدرضا عربی، مدیرعامل شرکت رتبه‌بندی پارس کیان و عبدالله دریابر، معاون خدمات مالی شرکت تامین سرمایه امید به آن پرداخته شده است.

و همچنین عدم انتقال کامل اطلاعات به یک شرکت خارجی، تصمیم بر این شد تا نهادهای داخلی با یک شریک یا partner خارجی شروع به کار کنند. ضمن اینکه نمی‌توانستیم در ابتدا شرکت‌های مهم خارجی را برای فعالیت در ایران ترغیب کنیم. از طرفی نیاز به یک شرکت با دانش فنی و تجربه و با مدل‌های متعدد داشتیم، چراکه در این فعالیت با افزایش و توسعه اطلاعات در یک صنعت، مدل‌ها نیز تغییر و توسعه پیدا می‌کنند. سرمایه اصلی موسساتی مثل مودیز یا فیچ مدل‌های آنها نیست چرا که می‌توان با نوسان خیلی کم مدل‌های آنها را استخراج کرد، مسئله این است که به طور مثال وقتی بخواهیم برای اولین بار یک شرکت در صنعت هتل و رستوران را ارزیابی کنیم، موسسات با تجربه و معروف ممکن است اطلاعات بیش از ۵۰۰۰ شرکت مشابه در دنیا را داشته باشند و با روند آنها کاملاً آشنا باشند. به عبارتی دیتابیس آنها بزرگ‌ترین سرمایه آنهاست، به همین دلیل با توسعه دیتابیس مدل‌ها نیز قوی‌تر می‌شوند حتی ممکن است برخی از موسسات رتبه‌بندی به دلیل data و تجربه بیشتر در یک یا چند صنعت خاص از دیگر موسسات در همان زمینه سرآمد باشند.

بنابراین به نظر من روند طی شده برای ایجاد موسسات رتبه‌بندی در ایران مناسب بوده است و با توجه به شرایط اقتصاد سیاسی ایران لزوماً نمی‌توان گفت مسیر دیگر، نتیجه بهتری می‌داشت. همچنین به دلیل اقتصاد غیرشفاف کشور جمع‌آوری دیتا در این زمینه فرآیند بسیار زمان‌بری خواهد بود.

### با این وجود فکر می‌کنید رتبه‌های اعتباری داده شده به شرکت‌ها می‌تواند مقبولیت بین‌المللی داشته باشد؟

اسلامی: حتی اگر فرض کنیم یک شرکت ایرانی از موسسه مودیز بخواهد این شرکت را ارزیابی کند و رتبه اعتباری دهد، اولاً چون ایران رتبه اعتباری کشوری ندارد حاضر به رتبه‌بندی شرکت‌ها نمی‌شوند. اما اگر فرض کنیم مودیز بپذیرد و به آن شرکت رتبه نیز بدهد، باز هم این شرکت نمی‌تواند اوراق بین‌المللی منتشر کند، چرا که اولاً باید کشور رتبه‌بندی شده باشد و بانک مرکزی آن کشور نیز اوراق rate شده و منتشر شده داشته باشد و آن اوراق نیز دارای market باشند تا یک شرکت از این کشور بتواند اوراق بین‌المللی منتشر کند. بنابراین ما اکنون با مسیر طولانی تا رسیدن به این اهداف مواجه هستیم اما اگر با موسسات بین‌المللی کار کنیم، می‌توانیم به بازارهای محدودتر آن موسسه دست پیدا کنیم اما برای دسترسی به بازارهای عمومی جهان فاصله حداقل ۵ ساله داریم.

سعیدی: در مذاکره با نهاد ناظر بورس پاکستان با دو موسسه رتبه‌بندی برتر پاکستان PACRA و JCR-VIS مذاکره کردیم. موسسه پاکرا نیز از ابتدای تشکیل خود با مشارکت موسسه فیچ و با توصیه بانک جهانی تشکیل شد و همه دانش فنی آن نیز مربوط به فیچ است، از ابتدا نیز قرار بر حضور ده ساله فیچ در آن موسسه بود. از طرفی موسسه JCR نیز به طور غیرمستقیم بخشی از سهام آن متعلق به S&P بوده و دانش فنی S&P را در اختیار دارد، بنابراین ما به نحوی دانش فنی دو موسسه بزرگ فیچ و S&P استفاده می‌کنیم.

ضمن اینکه باید به تجربه کشور روسیه اشاره کنیم که ۳ موسسه مودیز، فیچ و S&P در این کشور فعالیت می‌کردند و با تحریم روسیه به راحتی فعالیت خود را رها کردند و از این کشور



سعیده اسلامی بیدگولی

ایجاد موسسات رتبه‌بندی از لحاظ فنی و نیاز به اطلاعات گسترده، موضوعی پیچیده‌تر از سایر نهادها بود و از طرفی اگر قرار بود موسسات رتبه‌بندی در ایران با مدل‌های بین‌المللی کار کنند، عوارض اقتصاد سیاسی نیز وجود داشت. بنابراین برای توسعه این دانش و هم‌زمان استفاده از توان فنی نهادهای بین‌المللی و همچنین عدم انتقال کامل اطلاعات به یک شرکت خارجی، تصمیم بر این شد تا نهادهای داخلی با یک شریک یا partner خارجی شروع به کار کنند

بین‌المللی، در مرحله بعد راه ورود و تامین مالی بین‌المللی برای شرکت‌ها را فراهم کند. رتبه اعتباری دریافت شده بانک مرکزی ایران در آن زمان B بوده است که بعد به B+ ارتقا یافت، حجم تامین مالی بین‌المللی و اوراق منتشر شده توسط بانک مرکزی نیز در بار اول ۳۰۰ میلیون یورو و با نرخ ۸.۷۵ درصد بود که با توجه به نرخ جذاب آن در بازارهای بین‌المللی با استقبال بی نظیر روبه‌رو شد و بعد از آن هم بسیاری از بانک‌های بزرگ دنیا پیشنهاد تامین مالی با نرخ‌های زیر ۴ و ۵ درصد برای شرکت‌های ایرانی را می‌دادند (البته به شرط دریافت رتبه اعتباری). تامین مالی دوم نیز با حجم ۲۰۰ میلیون یورو با نرخ ۷.۵ درصد منتشر شد و هدف این انتشارها نیز یافتن جایگاه بین‌المللی در بازارهای مالی و ایجاد زمینه تامین مالی برای شرکت‌ها بود. اما در سال ۸۳ Fitch فعالیت خود را در ایران کاهش داد که در نهایت در سال ۸۴ به طور کامل فعالیت خود را در ایران معلق کرد و پس از آن بانک‌های سرمایه‌گذاری خارجی نیز فعالیت خود را تعلیق کردند. اما با خروج فیچ، موسسه Capital Inteligence وارد ایران شد، اما هنوز سازمان بورس و قانون بازار اوراق بهادار در ایران شکل نگرفته بود. شکل‌گیری موسسه رتبه‌بندی از همه نهادهای مالی دیگر حتی تامین سرمایه دشوارتر است و چون در ایران اتفاق نظر برای شکل‌گیری این موسسات وجود نداشت، این فرآیند طولانی شد. از سال ۲۰۰۸ مقررات حاکم بر موسسات رتبه‌بندی دنیا به کلی تغییر کرد و بسیار پیچیده‌تر و سختگیرانه‌تر از قبل شد. در همین حین و حوالی سال ۱۳۸۸ قوانین بازار سرمایه و قوانین انتشار اوراق در بازار ایران شکل گرفت. اما بحث‌هایی مبنی بر ناآشنایی سرمایه‌گذاران، صندوق‌ها و ناشران با موضوعات رتبه اعتباری و انتشار اوراق بر مبنای رتبه اعتباری و مباحثی مانند نکول ناشر و... وجود داشت که به عنوان یک مانع جدی در ایجاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری عمل می‌کرد.

### بنابراین می‌توان گفت که دولت براساس نیاز خود زمینه انتشار اوراق و ایجاد موسسات رتبه‌بندی اعتباری را به وجود آورد؟

سعیدی: خیر، قبل از اینکه دولت در بازار سرمایه اوراق منتشر کند، شرکت‌ها این کار را شروع کردند اما به دلیل نوع اقتصاد کشور حجم تامین مالی شرکت‌ها معمولاً کوچک بود، اما باید گفت تشکیل موسسات رتبه‌بندی در ایران با هدف رتبه‌بندی شرکتی انجام شد.

### آیا ایجاد تنها ۵ موسسه رتبه‌بندی درست بود؟ بهتر نبود یک موسسه خارجی هم در کشور ما در این زمینه فعالیت می‌کرد؟

اسلامی: طبیعتاً راه نرفته را نمی‌توان ارزیابی کرد اما به دلایل متعدد تصمیم بر این شد تا این موسسات فعالیت خود را با یک شریک خارجی شروع کنند. با وجود یک شروع خوب در سال ۱۳۷۹ و ایجاد انگیزه برای شرکت‌های خصوصی و سپس ایجاد رکود سنگین در این مسیر و با وجود شکل‌گیری و قوام بازار سرمایه در دهه ۸۰ اما آرام آرام اقتصاد ایران منزوی‌تر شد؛ ایجاد موسسات رتبه‌بندی از لحاظ فنی و نیاز به اطلاعات گسترده، موضوعی پیچیده‌تر از سایر نهادها بود و از طرفی اگر قرار بود موسسات رتبه‌بندی در ایران با مدل‌های بین‌المللی کار کنند، عوارض اقتصاد سیاسی نیز وجود داشت. بنابراین برای توسعه این دانش و هم‌زمان استفاده از توان فنی نهادهای بین‌المللی

این تجربه را در طی چند سال به دست آوریم. بنابراین نیاز به زمان، فرهنگ‌سازی، اعتمادسازی و کمک دیگر نهادهای رگولاتوری داریم.

### بنابراین هنوز تقاضا از طرف شرکت‌ها وجود ندارد؟

**عربی:** به دلیل اینکه هنوز احساس نیازی وجود ندارد تقاضا هم محدود است، به طوری که در دنیا وقتی شرکتی رتبه اعتباری نداشته باشد، هم تقاضای سرمایه‌گذاری در آن شرکت کم خواهد بود و هم حق انتشار اوراق را نخواهد داشت. تا ایجاد این ساختار و فرهنگ زمان زیادی لازم است و کمک دولت و سازمان بورس را می‌طلبد.

**اسلامی:** فرض کنیم که موسسات داخلی اکنون رتبه اعتباری اعلام کنند، دلیل بر خرید اوراق آنها در بازارهای بین‌المللی نیست. داشتن رتبه اعتباری شرط لازم است اما کافی نیست، چرا که اقبال در بازار بین‌المللی به شرایط و چشم‌انداز اقتصادی ایران در دنیا وابسته است و اینکه آیا یک شرکت یا سرمایه‌گذار خارجی حاضر است به خاطر مثلاً ۳ درصد سود بیشتر خود را در معرض ریسک‌های اقتصاد ایران قرار دهد. به عبارتی برای بین‌المللی شدن، داشتن رتبه اعتباری تنها یکی از شرایط لازم است و دهها شرط دیگر هم نیاز است.

**عربی:** هنوز در داخل کشور نظام اقتصادی موضوع رتبه‌بندی را جدی نگرفته است، بنابراین نمی‌توانیم انتظار داشته باشیم بازارهای بین‌المللی اکنون رتبه‌های اعتباری ما را به سرعت بپذیرند. هنوز بسیاری از ناشران تمایل به شفاف شدن ندارند، بنابراین هنوز به این گفتمان نرسیده‌ایم که رتبه‌بندی می‌تواند مفید باشد و کاهش هزینه تامین مالی را به دنبال داشته باشد.

### با توجه به این واقعیت که در ایران بسیاری از ناشران علاقه‌ای به شفاف شدن ندارند آیا سازمان بورس برنامه‌های برای اجبار کسب رتبه اعتباری برای ناشران دارد؟

**معمد:** قطعاً مناسب نیست که سازمان بورس ایجاد بازار موسسات رتبه‌بندی را به ناشران تحمیل کند، چرا که این موسسات در طرح کسب و کار خود همه این مسائل را در نظر گرفته‌اند. اما در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر اشاره شده که اگر ناشر اوراق از رتبه اعتباری مناسب برخوردار باشد از داشتن ضامن معاف خواهد بود که البته این قانون نیاز به تمهیداتی از قبیل تعریف رتبه اعتباری مناسب دارد. همچنین براساس قانون مبارزه با قاچاق کالا و ارز و ابلاغیه مورخه ۱۳۹۷/۱۰/۰۴ معاون اول رئیس‌جمهور، اشخاص واردکننده دارای کارت بازرگانی برای واردات بالای ۵۰۰ هزار دلار الزاماً باید رتبه اعتباری داشته باشند. ما می‌توانیم ناشران بورس و فرابورس که واردات سالانه بالای ۵۰۰ هزار دلار دارند را ملزم به اخذ رتبه اعتباری از سامانه وزارت صنعت، معدن و تجارت کنیم که این سامانه توسط ۲ موسسه رتبه‌بندی دارای مجوز از سازمان بورس ایجاد شده است. **عربی:** در ماده ۶ قانون جدید چک گفته شده است که از یک سال پس از تصویب این قانون بانک مرکزی باید دستورالعملی را تهیه کند تا براساس آن هر فرد حقیقی یا حقوقی برای دریافت دسته چک الزاماً باید اعتبارسنجی شود (اشخاص حقیقی) یا دارای رتبه اعتباری باشد (اشخاص حقوقی و براساس ماده یک قانون بازار اوراق بهادار). بنابراین دولت در این قانون بحث



عبدالله دریابار

در حال حاضر سرمایه بزرگترین تامین سرمایه ما ۷۰۰ میلیارد تومان است در حالی که کل اوراق موجود در بازار بدهی امروزه به حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومان می‌رسد. به عبارتی نمی‌توانیم انتظار داشته باشیم که تامین سرمایه‌ها بدون حمایت قانون بتوانند این بازار را مدیریت کنند

رفتند و به همین دلیل پس از این اتفاق قانونی در روسیه تصویب شد که موسسات رتبه‌بندی خارجی حق رتبه‌بندی شرکت‌های داخلی روسیه را نداشته باشند.

### برای پیدا کردن شریک خارجی برای موسسه رتبه‌بندی خود با چه چالش‌هایی مواجه بودید؟

**عربی:** با توجه به تحریم‌ها هیچ موسسه خارجی حاضر به فعالیت مستقل در ایران نبود، اگر هم می‌خواستیم خودمان به صورت مستقل شروع کنیم، ممکن بود فرآیند جمع‌آوری اطلاعات و استخراج مدل‌ها به بیش از ۵ سال زمان نیاز داشته باشد. بنابراین بهترین حالت استفاده از شریک خارجی بود. از طرفی باید در نظر داشته باشیم به دلیل ساختار خاص اقتصادی کشور و شرکت‌ها نمی‌توانیم به طور کامل مدل‌های کشورهای دیگر را کپی‌سازی کنیم، حتی ممکن است نسبت‌های اقتصادی مناسب برای کشور ما با دیگر کشورها متفاوت باشد، بنابراین با استفاده از دانش فنی و اطلاعات شریک خارجی و جمع‌آوری اطلاعات شرکت‌های داخلی می‌توانیم به بومی‌سازی این مدل‌ها اقدام کنیم. در فرآیند یافتن شریک خارجی هم باید بگویم شرکت‌های مطرح و بزرگ حاضر به همکاری با شرکت‌های ایرانی نیستند و برخی از موسسات نیز به محض جدی شدن تحریم‌ها پا پس کشیدند. به همین دلیل به این نتیجه رسیدیم که استفاده از شریک منطق‌های می‌تواند کمک بیشتری برای ما باشد چرا که هم شرایط ما به هم نزدیک است و هم تمایل به همکاری بهتری دارند، ضمن اینکه بازار ایران هم برای آنها جذابیت داشت.

### شریک خارجی موسسه شما از چه کشوری است؟ و چند درصد سهام موسسه شما را در اختیار دارد؟

**عربی:** شریک خارجی ما از پاکستان است، در مورد درصد سهام هم آنها می‌خواستند یک یا در نهایت ۲ عضو هیئت مدیره را در اختیار داشته باشند، با وجود اینکه درصد سهام آنها در اکثریت نیست اما سعی کردیم در کار عملیاتی فضای بیشتری در اختیار آنها قرار دهیم تا با داشتن اختیارات تصمیم‌گیری بتوانند تکنولوژی و دانش فنی را منتقل کنند و احساس مسئولیت بیشتری داشته باشند.

### آیا شریک پاکستانی شما خود شریک غیرپاکستانی هم دارد؟

**عربی:** پاکرا حدود ۱۰ سال با موسسه فیچ همکاری داشته است و در واقع فیچ یکی از بنیانگذاران و سهامداران ۱۰ درصدی پاکرا بود که بعد از سال‌ها از ترکیب سهامداری آنها خارج شد، چراکه فیچ علاقه دارد تا برای شراکت، سهامدار بیش از ۵۰ درصد باشد.

### چه چالش‌هایی در اجرای فرآیند رتبه‌بندی داشت‌هاید؟ چرا هنوز خروجی خاص و رتبه اعتباری شرکتی نداشت‌هاید؟

**عربی:** ابتدا باید به این پرسش پاسخ دهیم که آیا باید بازار وجود داشته باشد تا رتبه‌بندی ایجاد شود یا برعکس، ابتدا باید رتبه‌بندی انجام شود تا بازار آن هم ایجاد شود؟ خوشبختانه اکنون بازار آن نیز در حال ایجاد است اما باید در نظر داشته باشیم که رتبه‌بندی در دنیا سابقه ۱۲۰ ساله دارد و ما می‌خواهیم

بیشتر شود و برای یک ناشر کم‌ریسک نرخ ۲۰ درصد و یک ناشر پرریسک نرخ ۳۰ درصد در نظر گرفته شود، اما آیا ناشران حاضر به تامین مالی با نرخ ۳۰ درصد خواهند بود؟! علاوه بر ریسک حذف ضامن و افزایش امکان نکول توسط ناشر بحث چالش بازارگردانی هم برای تامین سرمایه جدی تر می‌شود، چرا که حجم این بازار بسیار بزرگ‌تر شده است. یکی از بهترین راهکارها برای این چالش، سوق دادن ناشران کم‌ریسک، مطمئن و بزرگ به سمت اخذ رتبه اعتباری است، چرا که در بلندمدت به نفع کل اقتصاد و موجب فراهم شدن زمینه فعالیت موسسات رتبه‌بندی برای ناشران کم‌ریسک خواهد بود. بسیاری از ناشران فولادی و معدنی ما در شرایط حاضر دارای ریسک بسیار پایینی هستند.

**اسلامی:** به دلیل بالا بودن نرخ تورم و نرخ بهره در کشور (جزو معدود کشورهایی هستیم که چند دهه درگیر این موضوع هستیم، در حالی که بیش از ۱۵۰ کشور در دنیا تورم زیر ۵ درصد دارند)، بسیاری از راهکارهای بهبود مستمر که در دنیا کاربرد دارد را از دست می‌دهیم و به بسیاری از تفاوت‌ها هیچ حس و واکنشی نداریم. در حالی که در دنیا برای کاهش هزینه ۰.۲۵ درصدی (بیست و پنج صدم درصد) تعداد زیادی موسسه حقوقی و مشاوره ایجاد می‌شود، اما در کشور ما به هزینه و نرخ ۴ و ۵ درصد هم بی‌تفاوت شده‌ایم.

به طور مثال اگر تفاوت نرخ بهره برای یک شرکت با رتبه AAA با شرکت دیگری دارای رتبه BB+ در کشور ما یک درصد باشد بی‌معنی است، در حالی که همین تفاوت نرخ در دنیا بسیار جذاب است. در دنیا ممکن است یک ناشر ۰.۲۵ درصد هزینه تامین مالی بیشتر را نپذیرد، اما در کشور ما یک ناشر دامنه نرخ تامین مالی ۲۰ تا ۲۵ درصد را برای خود تعیین می‌کند و ۵ درصد اختلاف برای او بی‌معنی است! مادامی که نتوانیم نرخ تورم و نرخ بهره را سامان دهیم، بسیاری از کسب و کارها در خطر نابودی قرار دارند و یا اصلاً شکل نمی‌گیرند. ضمن اینکه این نرخ‌های بالا همیشه منشاء فساد و رشوه بوده‌اند. مسائل مربوط به بهره‌وری و کارایی که در دنیا شکل می‌گیرند، بحث آنها بر سر کاهش حداکثر نیم تا یک درصد هزینه است که اساساً هیچ کدام از این بحث‌ها در ایران شکل نمی‌گیرند.

**دربار:** اجبار و الزام به استفاده از خدمات رتبه‌بندی تأثیری ندارد، چرا که تلاطمات نرخ‌ها به قدری زیاد است که تأثیری در کاهش هزینه ناشران ندارد.

**سعیدی:** نرخ بهره، مبنای علمی بسیار پیچیده‌ای دارد اما در کشور ما نرخ بهره را حرام و نرخ سود را جایگزین کردند، در حالی که در نرخ سود هم همه مبنای نظری نرخ بهره ثابت وجود دارد. مثلاً هیچ وقت مفهوم سررسید و نرخ را با هم تطبیق ندادهایم، به طوری که اوراق سلفی منتشر می‌شود که نرخ بهره آن با اوراق ۴ ساله برابر است! نکته دیگر اینکه هیچگاه مفهوم ضامن را تبیین نکرده‌ایم، به طوری که رکن ضامن تنها برای ارتقای اعتبار است نه حذف ریسک. زمانی که یک شرکت اوراق منتشر می‌کند، نداشتن رتبه اعتباری همان قدر بی‌معنی است که خریدن سهام یک شرکت بدون در اختیار داشتن صورت‌های مالی حسابرسی شده؛ اینکه بگوییم اگر اوراق رتبه اعتباری ندارد اما به جای آن ضامن دارد توجیه غلط‌تری است، چرا که آن ضامن خود رتبه اعتباری ندارد. همانطور که مستحضرد در سال‌های اخیر مواردی داشت‌هایم که ناشر در پرداخت سود اوراق تأخیر داشته و ضامن هم سود را پرداخت نکرده است، پس دل خوش کردن به حضور ضامن بی‌معنی است و ضرر آن برای بازار سرمایه

الزام رتبه‌بندی شرکت‌ها را دیده است که منوط به تهیه دستورالعمل توسط بانک مرکزی است، اما بسیاری از شرکت‌ها (مثلاً SMEها) قابلیت رتبه‌بندی شدن به سبک شرکت‌های بزرگ بورسی را ندارند که باید متدولوژی دیگری برای آنها در نظر بگیریم. به همین دلیل نیاز است تا براساس مصوبه مجلس درباره قانون چک و مصوبه دولت درباره قاچاق کالا، روش رتبه‌بندی خاصی برای نظام یکپارچه رتبه‌بندی طراحی کنیم. بنابراین از طریق اوراق بهادار بدون ضامن، رتبه‌بندی کارت‌های بازرگانی و دسته چک، برای موسسات رتبه‌بندی بازار ایجاد خواهد شد. چهارمین محل درآمد نیز موضوع صدور بیمه‌نامه شرکت‌ها بر اساس میزان رتبه اعتباری آنها است که از طرف بیمه مرکزی تدوین و ابلاغ خواهد شد.

### بنابراین سازمان بورس هیچ اجباری به ناشران برای انجام رتبه‌بندی نخواهد کرد؟

**معمتد:** اجبار وجود ندارد، چرا که به عقیده ما در یک فرآیند زمانی حداقل سه ساله این موسسات می‌توانند خدمات خود را به گون‌های به جامعه عرضه کنند که متقابلاً جامعه نیاز به خدمات رتبه‌بندی را احساس کنند.

**اسلامی:** به نظر من رفته رفته با default شدن برخی اوراق در بازار مالی کشور مردم می‌توانند رابطه ریسک و بازده را درک کنند، همچنین اگر اوراق با نرخ‌های متفاوت منتشر شود ناشران نیز متوجه خواهند شد که با رتبه اعتباری بهتر می‌توانند تامین مالی ارزان‌تری انجام دهند. سرمایه‌گذاران نیز متوجه خواهند شد که برای کاهش ریسک خود باید اطلاعات کامل از این اوراق داشته باشند. بنابراین ایجاد ساختار نهادینه‌ای که بین رتبه اعتباری و تامین مالی وجود داشته باشد و این رابطه برای ناشران اوراق انگیزه کسب اعتبار ایجاد کند، می‌تواند موثرتر و کارتر از بحث اجباری کردن باشد. بر این اساس اگر سازمان بورس بتواند سازوکار این ساختار نهادی را ایجاد کند، در ایجاد ساختار یک بازار درست موفق خواهد بود، درحالی که اجباری کردن به عنوان یک راه آسان ممکن است عواقب خوبی نداشته باشد و چه بسا به شفافیت نیز آسیب برساند.



علی سعیدی

**شکل‌گیری موسسه رتبه‌بندی از همه نهادهای مالی دیگر حتی تامین سرمایه دشوارتر است و چون در ایران اتفاق نظر برای شکل‌گیری این موسسات وجود نداشت، این فرآیند طولانی شد. از سال ۲۰۰۸ مقررات حاکم بر موسسات رتبه‌بندی دنیا به کلی تغییر کرد و بسیار پیچیده‌تر و سختگیرانه‌تر از قبل شد**

### آیا شرکت‌های تامین سرمایه برای انتشار اوراق، ناشران آنها را ملزم به کسب رتبه اعتباری می‌کنند و یا داشتن رتبه اعتباری را امتیازی برای انتشار تضمین شده تلقی می‌کنند؟

**دربار:** با تصویب قانون توسعه ابزارها در سال ۱۳۸۹ و افزایش حجم انتشار اوراق شرکتی، به طوری که امروزه ناشران بورسی اوراق با حجم بالای ۷۰۰ میلیارد منتشر می‌کنند، بازار در بیش از ۹۰ درصد موارد بانک‌ها را به عنوان رکن ضامن پذیرفته بود، در حالی که همین موضوع فرآیند تامین مالی را برای تامین سرمایه‌ها سخت کرده بود. حتی در برهه‌ای از زمان تامین سرمایه‌ها این پیشنهاد را به سازمان بورس ارائه دادند تا در برخی از موارد تامین سرمایه‌ها خود بتوانند به عنوان رکن ضامن اوراق باشند. از طرفی عمده درآمد تامین سرمایه‌ها از محل تعهد پذیره نویسی و بازارگردانی این اوراق است. مجموعه این عوامل و سختگیری بانک‌ها برای ضمانت اوراق، سبب شد تا ایجاد رتبه‌بندی و rating به عنوان یک راهکار بلندمدت به کمک تامین سرمایه‌ها بیاید. از طرفی ممکن است در آینده با ایجاد رتبه اعتباری و حذف رکن ضامن، اختلاف نرخ تامین مالی

سعیدی: ضامن و رتبه اعتباری دو مسئله متفاوت است، همه این ناشران اوراق باید رتبه اعتباری داشته باشند و اگر رتبه اعتباری ناشر پایین بود با رکن ضامن این موضوع را جبران می‌کند تا بتواند تامین مالی را انجام دهد.

دریابو: در حالت عادی تامین سرمایه‌ها ترجیح می‌دهند بازارگردانی اوراقی را انجام دهند که رکن ضامن داشته باشد، بنابراین الزام باید از طریق تامین سرمایه‌ها اعمال شود تا چنانچه ناشر رتبه اعتباری مناسبی دارد، بدون دریافت رکن ضامن تامین مالی ناشر یا بازارگردانی آن را انجام دهد.

### ظاهراً الزامی برای عمومی کردن رتبه اعتباری ناشر وجود ندارد، در این صورت سرمایه‌گذاران چگونه می‌توانند از میزان ریسک و اعتبار ناشران مطلع شوند؟

معمتد: این موضوع یک موضوع خصوصی مربوط به ناشر است که چنانچه ناشر بخواهد از رتبه اعتباری خود مطلع شود این کار را از طریق موسسه رتبه‌بندی انجام می‌دهد و در واقع این رتبه را برای اطلاع خود می‌خواهد. اما چنانچه همین ناشر بخواهد در بازار تامین مالی انجام دهد باید نتیجه رتبه اعتباری خود را منتشر کند.

عربی: اگر قرار باشد رتبه اعتباری ناشر مبنای تصمیم‌گیری عام شود باید به صورت عمومی اعلام شود (مانند زمان انتشار اوراق توسط ناشر) و باید تا زمان لازم نیز اعلام عمومی آن استمرار داشته باشد. به عبارتی اگر ناشر، اوراق با سررسید پنج ساله منتشر می‌کند تا پنج سال باید رتبه او اعلام عمومی شود اما اگر ناشر رتبه اعتباری را فقط برای اطلاع خود بخواهد الزامی برای اعلام عمومی آن وجود ندارد.

### شما به عنوان یک موسسه رتبه‌بندی از سازمان بورس چه انتظاری دارید؟

عربی: در حال حاضر چند هزار میلیارد از سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر روی اوراق سرمایه‌گذاری شده است که عموماً نرخ آنها نیز توافقی است در حالی که این سرمایه، سرمایه مردم است. بنابراین وجود شفافیت و رتبه اعتباری ناشر در درجه اول برای آنها ضرورت دارد که باید حافظ منافع سرمایه‌گذاران باشند. چرا که در سال‌های اخیر و در همین ماه‌های گذشته نکول در اوراق از طرف ناشر معروف هم داشته‌ایم. بنابراین اگر ضامن هم مشکل داشته و نکول کند چه باید کرد؟! از طرفی سازمان بورس اعلام کرده است که "اگر ناشری به تشخیص سازمان بورس رتبه اعتباری مناسب داشته باشد برای انتشار اوراق نیاز به ضامن ندارد". این موضوع ابهاماتی دارد؛ اولاً به تشخیص سازمان بورس به چه معنی است؟ در حالی که سازمان بورس یک نهاد ناظر است که نباید مستقیماً درگیر این موضوعات باشد. ثانیاً، رتبه مناسب یعنی چه رتبه‌های؟! بنابراین لازم است سازمان بورس این دو ابهام را برطرف کند تا هم ناشران و هم موسسات رتبه‌بندی، معنای رتبه مناسب را بدانند. این دو ابهام باید هر چه زودتر برطرف شود تا زمان برای ناشران و موسسات رتبه‌بندی از دست نرود. ضمن اینکه اگر ناشر رتبه اعتباری داشته باشد برای حفظ رتبه بالای خود و موقعیت خود هیچگاه اجازه رسیدن به مرحله نکول را نمی‌دهد. بنابراین رتبه‌بندی هم بازار سرمایه را منظم می‌کند و هم مسئولیت‌پذیری ناشران را بهبود بخشیده و همچنین شناخت سرمایه‌گذاران از ریسک‌ها را بیشتر می‌کند.



محمد رضا عربی

در حال حاضر چند هزار میلیارد از سرمایه صندوق‌های سرمایه‌گذاری بر روی اوراق سرمایه‌گذاری شده است که عموماً نرخ آنها نیز توافقی است در حالی که این سرمایه، سرمایه مردم است. بنابراین وجود شفافیت و رتبه اعتباری ناشر در درجه اول برای آنها ضرورت دارد که باید حافظ منافع سرمایه‌گذاران باشند

خواهد بود. درباره الزام هم باید عرض کنم، اگر می‌خواهیم الزام داشته باشیم باید برای تامین سرمایه که تعهد پذیرهنویسی و بازارگردانی اوراق را برعهده دارد، الزام کنیم نه برای ناشر، چرا که در دنیا ناشر اوراق در فرآیند انتشار جایگاهی ندارد و در بسیاری از مواقع سرمایه‌گذاران اصلاً از ناشر اطلاعی ندارند، بلکه تنها به اعتبار تایید تامین سرمایه و موسسه رتبه‌بندی بر روی اوراق سرمایه‌گذاری می‌کنند. نکته بعد اینکه فلسفه وجودی سازمان بورس طبق قانون حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران است، الزام بعدی باید مربوط به صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد که وقتی می‌خواهند اوراق را بخرند باید ملزم به خرید اوراق دارای رتبه اعتباری باشند. شرکت‌ها از دو طریق ابزار بدهی (debt) و سهام (equity) می‌توانند تامین مالی کنند، وقتی برای انتشار سهام باید صورت‌های مالی حسابرسی شده داشته باشند تا شفاف شوند قطعاً برای انتشار ابزار بدهی یا اوراق هم باید شفافیت اطلاعاتی داشته باشند که این شفافیت اطلاعاتی یعنی "شایستگی اعتباری ناشر" و توان و تمایل به بازپرداخت تعهدات آن ناشر، که توسط موسسه رتبه‌بندی ارزیابی می‌شود. ضمن اینکه بانک‌ها براساس کفایت سرمایه خود می‌توانند ضمانت کنند، پس چگونه ما می‌توانیم اقتصاد بازار محور داشته باشیم در حالی که کفایت سرمایه مجموعه بانک‌ها افساری بر سیستم بازار محور باشد؟! اگر این کار انجام شود در واقع بازار بانک‌محور درست کرده‌ایم! همانطور که عرض کردم، اوراقی داشتیم که نه ناشر در سررسید پول را پرداخت کرده و نه ضامن، بنابراین باید با احساس اینکه ضمانت بانکی ریسک را از بین می‌برد، خداحافظی کنیم. ضمن اینکه اگر یک تامین سرمایه بخواهد خود الزام به اخذ رتبه اعتباری را شروع کند طبیعتاً ناشران برای انتشار اوراق به سراغ بقیه تامین سرمایه‌ها خواهند رفت، بنابراین باید در این باره همه تامین سرمایه‌ها الزام ایجاد شود. الزام به معنی همسان‌سازی و جلوگیری از رقابت منفی، چرا که در بازار کوچک نمی‌توان بسیاری از مسائل را آزاد گذاشت و با توصیه اداره کرد.

عربی: مهمترین بحث الزام صندوق‌های سرمایه‌گذاری و تامین سرمایه برای کار بر روی اوراقی است که رتبه اعتباری دارند، با این کار ناشر اوراق غیرمستقیم مجبور به دریافت رتبه اعتباری می‌شود، چرا که در غیر این صورت اوراق او خریدار نخواهد داشت. از طرفی اگر این الزام وجود نداشته باشد قطعاً ناشرانی که با دریافت رتبه اعتباری خود را شفاف می‌کنند، ضرر خواهند کرد.

سعیدی: اکنون در دنیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری ملزم هستند که فقط بر روی اوراقی سرمایه‌گذاری کنند که رتبه اعتباری B+ و بالاتر داشته باشند. از طرفی تامین سرمایه‌ها نیز با وجود این الزام از ریسک سیستمی در امان می‌مانند.

دریابو: در حال حاضر سرمایه بزرگترین تامین سرمایه ما ۷۰۰ میلیارد تومان است در حالی که کل اوراق موجود در بازار بدهی امروزه به حدود ۱۵۰ هزار میلیارد تومان می‌رسد. به عبارتی نمی‌توانیم انتظار داشته باشیم که تامین سرمایه‌ها بدون حمایت قانون بتوانند این بازار را مدیریت کنند. بهتر است که سازمان بورس با توجه به میزان تامین مالی مورد نظر ناشران و رتبه اعتباری آنها یک سری الزامات به وجود آورد. به طور مثال ناشرانی که رتبه بالایی دارند، تامین سرمایه‌ها بتوانند بدون رکن ضامن به این تامین مالی برای ناشر اقدام کنند و از یک سطح پایین‌تر مجبور به دریافت ضامن بانکی باشند و نهایتاً اگر رتبه اعتباری ناشر بسیار پایین است اجازه انتشار اوراق در بازار سرمایه را نداشته باشند.

## آیا الزام کفایت سرمایه تامین سرمایه‌ها با توجه به توسعه حجم بازار اوراق تغییر خواهد کرد؟

**معمتمد:** بله، این موضوع در حال بازنگری است ولی هنوز به نتیجه کامل نرسیده است.

**سعیدی:** به عنوان نکته پایانی باید عرض کنم امروز در کشور بحران بی‌توجهی به ایفای تعهدات در حال افزایش است، به طوری که در این موضوع فرقی بین بخش دولتی و غیردولتی و یا شرکت‌های بوری و غیربوری وجود ندارد. حتی برخی از مقامات دولتی نسبت به امضای خود بی‌تفاوت هستند. به نظر من باید جلوی این بی‌توجهی‌ها گرفته شود تا با بحران بزرگتری مواجه نشویم.

اتفاقات تلخی که در ماه‌های اخیر در بازار بدهی شاهد آن بودیم و یکی از شرکت‌های بزرگ بوری در سررسید اوراق پرداخت آن را نکول کرد، باید به عنوان یک زنگ خطر در بازار بدهی در نظر بگیریم و از این تجربه برای اصلاح رویه‌های غلط استفاده کنیم. باید به تجربه کشورهای دیگر اشاره کنیم؛ کشور یونان که دولت آن با بحران بدهی ۳۰۰ میلیارد دلار مواجه است تاکنون حتی یک نکول اوراق (corporate bond) را تجربه نکرده است. در کشور آمریکا که در سال حدود ۲ میلیون اوراق رتبه‌بندی می‌شود شاید حتی دو عدد از آنها هم شاهد نکول نباشند و اگر هم نکولی باشد هیچگاه مربوط به اوراقی که به صورت عمومی منتشر می‌شود (public offering) نخواهد بود.

ما از ابتدای تشکیل بازار اوراق هنوز ۱۰۰ مورد انتشار اوراق هم نداشته‌ایم بنابراین باید مراقب باشیم که حتی یک نکول در این بازار ممکن است بازار تامین مالی اوراق در بازار سرمایه را برای همیشه بدنام کند، چرا که کشورهای در اندازه ما هیچگاه نکول اوراق شرکتی ندارند. بنابراین باید نظام رتبه‌بندی وجود داشته باشد تا ناشران بدانند عواقب نکول چه خواهد بود و اگر مهر نکول بر پیشانی یک ناشر بخورد در آینده برای تأمین مالی با چه چالش‌هایی مواجه خواهد شد. حتی از نظر شرعی، موسسات رتبه‌بندی اعتباری جایگاه دارند، چرا که در نظام اسلامی می‌گوید "عین معلوم" باید مورد معامله قرار بگیرد. معلوم بودن در اوراق با درآمد ثابت همان "ریسک اعتباری" این اوراق است. اگر ریسک اعتباری اوراق معلوم نباشد معامله این اوراق در معرض ریسک شریعت قرار می‌گیرد. اگرچه هنوز اصطلاح ریسک شریعت به طور کامل در ادبیات بازار ما تبیین نشده است.

**اسلامی:** اتفاقات اخیر قطعاً منجر به سخت‌تر شدن شرایط پذیرش و مقررات بیشتر از جانب نهاد ناظر بازار خواهد شد. باید اشاره کنم به یکی از جملات معروف مدیران شرکت‌هایی که هیچ تمایلی برای ورود به بازار سرمایه ندارند، اینکه می‌گویند: ما یا مالیات نمی‌دهیم و یا بسیار مبلغ پایین پرداخت می‌کنیم در حالی که اگر در بازار سرمایه باشیم حتی با وجود معافیت ۱۰ درصدی باز هم مجبوریم چند برابر شرایط قبلی را مالیات بپردازیم؛ یا اینکه برای تأمین مالی در بازار به مقررات انتشار اوراق در بازار سرمایه و در مقابل شرایط وام‌های بانکی و حل شدن همه مشکلات با ایجاد روابط دوستانه با رئیس بانک اشاره می‌کنند.

بنابراین در بیرون بازار سرمایه یک اتوبان بزرگ وجود دارد که تخلف در آن آزاد است و در مقابل در بازار سرمایه مقررات و سخت‌گیری‌هایی وجود دارد که همه را گریزان می‌کند.

در همین راستا پیشنهاد من این است که سازمان یک بازه زمانی تعیین و اعلام کند که از فلان تاریخ به بعد هر ناشر برای انتشار اوراق باید رتبه اعتباری داشته باشد و الزامات انتشار رتبه بر اساس رتبه اعتباری ناشر تعیین شود به طوری که ناشران با رتبه اعتباری بالا به راحتی و با کمترین پیرویه زمانی بتوانند اوراق منتشر کنند و این اوراق به صورت عمومی انتشار یابد. همچنین برای ناشران دارای رتبه پایین‌تر الزامات بیشتر قرار داده شود و فروش اوراق آنها نیز به صورت عمومی (public) نباشد.

**اسلامی:** در تلاش هستیم تا از طریق کانون نهادهای سرمایه‌گذاری دولت را مجاب کنیم تا وام‌ها و تامین مالی‌ها از یک مبلغ بالاتر نتوانند از شبکه بانکی تامین مالی کنند و به اجبار این کار را در بازار سرمایه انجام دهند، چرا که باید برای شعار حمایت از بازار سرمایه اقدام عملی انجام شود. ضمن اینکه باید تاکید کنیم مقدار نکول و فساد در بازار سرمایه بسیار کمتر از شبکه بانکی است و مزیت بازار سرمایه این است که فساد در کمتر از ۶ ماه برملا می‌شود در حالی که به جرات می‌توانیم بگوییم بسیاری از شرکت‌ها در خارج بازار سرمایه هستند که در تمام این ۴۰ سال تخلف می‌کنند و هیچ اقدامی هم برای جلوگیری از آنها انجام نمی‌شود و به هیچ عنوان صورت‌های مالی خود را منتشر نمی‌کنند که کسی از فساد آنها باخبر شود، بنابراین این امتیاز بازار سرمایه است که فساد سریع برملا و جلوگیری می‌شود.

**سعیدی:** در فساد و نکول‌های سیستم بانکی، بانک‌ها مجبور می‌شوند بر روی این فساد و نکول‌ها سرپوش بگذارند و این کار را با وام‌های مجدد انجام می‌دهند که نتیجه آن بزرگ‌تر شدن نکول در سال‌های بعد است.

## آیا نظام پولی الزامی برای استفاده از رتبه اعتباری دارد؟ (چرا که اگر برای تأمین مالی در بازار سرمایه رتبه ناشر مناسب نباشد، می‌تواند به راحتی به سیستم بانکی مراجعه کند..)

**عربی:** هنوز خیر، در دنیا این موضوع را با بازار دوم و سوم حل کرده‌اند. در دنیا برای ناشر دارای رتبه AAA تا ۵ برابر کفایت سرمایه تامین مالی را مجاز می‌دانند و برای ناشران رتبه‌های پایین‌تر این موضوع متفاوت و محدودتر است.

**سعیدی:** طبق بخشنامه جدید بانک مرکزی، شرکت‌های بوری تا ۱۵۰ درصد، شرکت‌های غیربوری ۲۰۰ درصد و شرکت‌های دولتی تا ۱۰۰ درصد کفایت سرمایه مجاز هستند.

## آیا ۳ موسسه رتبه‌بندی که در مرحله تاسیس هستند هم باید با شریک خارجی فعالیت خود را آغاز کنند؟

**معمتمد:** بله هر سه موسسه با شریک خارجی آمده‌اند اما طبق مصوبه جدید دولت و به دلیل مسائل تحریم‌ها ترجیحاً در این موارد نباید نام شرکای خارجی اعلام شود. در تاسیس موسسه رتبه‌بندی پنج الزام قطعی وجود دارد؛ حداقل سرمایه، تعداد سهامداران، حداقل الزامات مدیران، طرح کسب‌وکار و شریک خارجی رتبه‌بندی، که بخش زیادی از امتیاز به موضوع شریک خارجی اختصاص دارد. این شرکای خارجی سه تعهد اولیه را پذیرفته‌اند؛ ۱- دانش فنی خود را در اختیار شریک ایرانی قرار دهند ۲- رتبه‌های اعلام شده را بپذیرند ۳- رتبه‌های اعلام شده را در سایت بین‌المللی خود منتشر کنند.



محمد رضا معتمد

قطعاً مناسب نیست که سازمان بورس ایجاد بازار موسسات رتبه‌بندی را به ناشران تحمیل کند، چرا که این موسسات در طرح کسب و کار خود همه این مسائل را در نظر گرفته‌اند. اما در قانون رفع موانع تولید رقابت‌پذیر اشاره شده که اگر ناشر اوراق از رتبه اعتباری مناسب برخوردار باشد از داشتن ضامن معاف خواهد بود که البته این قانون نیاز به تمهیداتی از قبیل تعریف رتبه اعتباری مناسب دارد

## به بهانه تجلیل از پیشکسوتان صنعت کارگزاری

## یادیاران

ماه طول می‌کشید و در این مدت، کسی که سهم را می‌خرد، هیچ کاری نمی‌توانست با آن انجام دهد. به تدریج از سال ۱۳۷۳ که معاملات به صورت مکانیزه درآمد، اصل برگه‌های سهم هم سپرده‌گذاری شد و معاملات به تدریج به وضع فعلی رسید.

**خسرو پورمعمار، مدیرعامل سابق**

کارگزاری پارس نمودگر: در ابتدای شروع به کار به عنوان یک کارگزار، شرایط بسیار سخت بود و محدودیت‌های فراوانی داشتیم. سازمان بورس عده‌ای را از طریق برگزاری مصاحبه به همکاری دعوت کرده بود اما متأسفانه امکانات کافی در اختیار نداشت. در عین حال رفع این محدودیت‌ها هم راهکارهای زیادی در اختیار سازمان بورس نبود. در ابتدای کار هنوز روش مکانیزه‌ای وجود نداشت اما بعدها که سیستم مکانیزه شد.



**ملک‌رضا یحییان، مدیرعامل کارگزاری**

بازار سهام: بیش از نیمی از نیم قرن فعالیت بورس اوراق بهادار را شاهد افت و خیز شاخص و باز و بسته شدن نمادها، ورود و خروج شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران بوده‌ام. شاهد شکل‌گیری زیرساخت‌های بازار سرمایه و تدوین قوانین و مقررات جدید بوده‌ام و فعالیت‌ها و جد و جهد چهار دبیرکل سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار را نظاره کرده‌ام. شکل‌گیری بنیان‌های نوین بازار سرمایه و تلاش برای تطابق بورس با معیارهای جهانی را ناظر بوده‌ام.



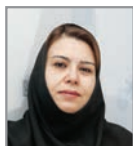
**سعید علیشاهی، نخستین مدیرعامل**

کارگزاری بهگزین: شروع کار در بورس سخت و بازار بسیار کارگزارمحور بود. تمام مسئولیت‌ها با کارگزار بود اما از آن طرف بورس می‌خواست اختیارات کارگزاران را محدود کند که این دو با هم در تضاد بودند چرا که شما وقتی مسئولیت نامحدود می‌خواهید، اختیارات نامحدود هم باید بدهید. ما در این رابطه و در کمیته فنی شروع به مذاکراتی کردیم. باید بگویم، تمام پیشرفت‌هایی که تا به امروز سازمان بورس داشته، پایه و اساس آن در کمیته فنی ریخته شده است؛ به عنوان مثال، از رایانه‌ای شدن معاملات تا تمام پیشرفت‌هایی که در مورد برگه سهم اتفاق افتاد.



**نرگس افشار، مدیرعامل کارگزاری سهام**

بارز: اگر به عقب بازگردم، کارگزار نمی‌شوم. کار بسیار پر دردسری است. چون سازمان بسیار تاثیرگذار است و یکباره بخش‌نامه‌ای صادر می‌کند که تمام روابط را متحول می‌کند. مثلاً خریدهای اعتباری سهام را که چندین سال انجام شده است، ممنوع می‌کنند و می‌گویند که شرعی نیست و بخش‌نامه از زمان انتشار، لازم‌الاجراست. چنین اتفاق‌هایی تنش‌زا هستند. از تلخ‌ترین خاطرات دوره کاری می‌توانم به یک اشتباه اشاره کنم. در یک معامله عمده ساختمان، همکار ما به اشتباه سهم را به قیمت بسیار بالایی خرید که بهای گزافی برای ما در پی داشت. البته خوشبختانه توانستیم با تلاش فراوان آن معامله را کنسل کنیم.



بنای استوار هر صنعت و نهادی که امروز می‌بینیم، بر دوش پیشکسوتان آن قرار دارد؛ کسانی که با تحمل سختی‌ها و دشواری‌ها اما امیدوار به آینده، راه را برای پا گرفتن و رشد و نمو نهاد جدید هموار کردند. صنعت کارگزاری ایران نیز از این قاعده مستثنی نیست. این صنعت یکی از کلیدی‌ترین نهادهای بازار سهام و از پایه‌های اصلی توسعه بازار سرمایه به شمار می‌رود. در این نوشتار کوتاه، یادآوری نام و خاطره تعدادی از پیشکسوتان صنعت کارگزاری در سال‌های دور و نزدیک، به انتشار دوباره دیدگاه‌های آنان می‌پردازیم.

**حمیدرضا مهرآور، مدیرعامل کارگزاری سامان:** باید به این نکته توجه

داشت که بازار سرمایه در بخش عمده‌ای از نیم قرن عمر خود فعالیت چشمگیری در حوزه معاملات نداشته است و شاید این بازار را بتوان عملاً از سال ۱۳۸۴ تاکنون منظم و مدون دانست. چرا که در سال‌های ابتدایی بازگشایی بورس در بعد از انقلاب، با توجه به روحیات انقلابی آن زمان اصولاً دغدغه اصلی متولیان بازار سرمایه، صرفاً روشن نگه داشتن "چراغ بورس" بوده است. به همین دلیل فعالیت‌های معاملاتی در آن سال‌ها به شدت پایین بوده و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیز اندک بوده است. اما از همان زمان اقدامات بسیار خوب و جدی در بورس صورت گرفته است.



**مرحوم سید محمدصادق مدنی:** اوایل دهه ۷۰ معاملات به این صورت انجام

می‌شد که ساعت ۹ که بازار شروع می‌شد، چکش داشتیم و زنگ می‌زدیم و معاملات را با نام خدا شروع می‌کردیم. کارگزاران اطراف میزها جمع می‌شدند. در ابتدا تابلو معاملات، تخته سیاه بود و ما خرید و فروش سهام را با گچ می‌نوشتیم. کارگزاران معمولاً با چند شرکت یا صنعت خاص کار می‌کردند. اگر قرار بود خرید و فروش سهمی انجام شود، توسط کارگزار عامل انجام می‌شد زیرا او از نقاط ضعف و قوت شرکت‌های آن صنعت اطلاع داشت.



**حمید آذرخش، موسس و رئیس هیئت مدیره کارگزاری مفید:** در گذشته،

کارگزاران تنها بازیگران بازار بودند و شاید کمی مورد بی‌مهری قرار گرفتند که اجازه رشد کافی به آنها داده نشد تا فعالیت‌های مالی متنوعی انجام دهند. قبول دارید که در مجموع سیستم کارگزاری در مقایسه با بخش‌های دیگر اقتصاد کشور شفاف و سالم است. ناهنجاری‌هایی که در اغلب ساختارها وجود دارد، در این سیستم دیده نمی‌شود. در صنعت کارگزاری، حتی نسبت به بانک‌ها، پاسخگویی بیشتر نمود دارد.



**محمد ابراهیم قربانی فرید، مدیرعامل کارگزاری سهام پژوهان شایان:** زمانی

که وارد بورس شدم، کارها به صورت دستی بود و کامپیوتری وجود نداشت. در آن زمان، تعداد کارگزاران بسیار محدود بود و از ۲۵ تا ۳۰ نفر تجاوز نمی‌کرد. کارگزاران دور دو میز گرد می‌نشستند و یک ناظر هم در بین آنها و بالاتر از کارگزاران می‌نشست. اگر کسی قصد ارزیابی داشت، از ناظر می‌پرسید و ناظر هم می‌گفت چه کسانی قصد فروش چه مقدار سهام دارند. کارگزاران هم تقاضای خرید می‌دادند. فروشنده هم قیمت پایه سهام را اعلام می‌کرد و مانند معامله مزایده‌ای، کارگزاران برای خرید با یکدیگر رقابت می‌کردند. تمام مراحل کار دستی انجام می‌شد.



**شهرام شهیمیری، مدیرعامل پیشین کارگزاری سهم آشنا:** در معاملات اوایل

دهه ۷۰ همه کارگزاران دور یک میز می‌نشستند و به طور شفاهی معاملات را انجام می‌دادند، سپس اوراق معاملات را که چندین برگ بود، امضا می‌کردند و بعد اصل برگ سهام و دستور فروش و وکالت‌نامه فروش و سایر مدارک را به شرکت مورد معامله می‌فرستادند که در نتیجه پروسه تغییر نام سهامدار چند





# کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

## قلب تپنده کانون

گفت‌وگو با مدیر امور اعضا کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

مجموعه‌ای از اطلاعات را که به موجب اساسنامه، کارگزاران موظف به ارائه هستند، از آنها دریافت و پردازش می‌کنیم. این اطلاعات در جای دیگری وجود ندارد. هر موضوعی که به کارگزاران مربوط می‌شود، اعم از اطلاعات پرسنلی، دفاتر تالارها، ایستگاه‌های معاملاتی، مجوزها و مانند اینها به صورت شش ماهه (سالی دو بار) از شرکت‌های کارگزاری دریافت می‌شود. این اطلاعات به صورت گزارش درمی‌آید و در آنها قرار می‌گیرد. این گزارش‌ها به شرکت‌های کارگزاری کمک می‌کند تا ارزیابی مناسبی از جایگاه خود در بازار رقابت و کل صنعت داشته باشند. بخش دیگری از فعالیت‌های تحقیقاتی واحد امور اعضا، تهیه و ارائه گزارش از صورت‌های مالی صنعت کارگزاری است. ما پس از دریافت صورت‌های مالی کارگزاران، گزارشی به صورت سالانه تهیه می‌کنیم که در مجموع، گزارش کل صنعت کارگزاری را نیز شامل می‌شود.

در این گزارش، درآمدهای عملیاتی، هزینه‌های عملیاتی، سود و زیان، تعداد شرکت‌های زیان‌ده، (تعداد شرکت‌های در معرض ریسک) و مواردی از این دست ارائه می‌شود. البته گزارشی که به صورت عمومی منتشر می‌شود، مربوط به وضعیت کل صنعت و مقایسه دوره‌ای وضعیت آن است و گزارش مقایسه

یکی از بخش‌های فعال در کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار، واحد امور اعضا و اشخاص وابسته به اعضاست. فعالیت‌های این واحد عمدتاً در حوزه جمع‌آوری اطلاعات مختلف و پردازش آنها، تهیه گزارش عملکرد و ارائه تصویری روشن از وضع صنعت کارگزاری کشور در دوره‌های زمانی معین است. برای آگاهی از کم و کیف فعالیت‌های این واحد با خانم هدی توانایی، مدیر امور اعضا کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار به گفت‌وگو نشستیم که حاصل آن را در ادامه می‌خوانید.



حبيب عليزاده  
خبرنگار

در ابتدا، لطفاً درباره وظایف واحد امور اعضا توضیح دهید.

یکی از واحدهای فعال کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار و به بیانی، قلب تپنده کانون، واحد امور اعضا و اشخاص وابسته به اعضا است و همانگونه که از نامش پیداست، امور مربوط به اعضای کانون کارگزاران و اشخاص وابسته به آنها را به عهده دارد. منظور از اشخاص وابسته، پرسنلی هستند که قرارداد همکاری با شرکت‌های عضو کانون دارند. پیش از این، شرکت‌های عضو کانون فقط کارگزاران بوده‌اند اما در حال حاضر، این وضع تغییر کرده و شرکت‌های بازارگردان و صندوق‌های سرمایه‌گذاری اختصاصی بازارگردان هم به عضویت کانون درآمده‌اند. این نهادها طی ابلاغیه سازمان بورس که آذر سال ۹۷ صادر شد، ملزم به عضویت در کانون کارگزاران شدند. این موضوع در قانون بازار اوراق بهادار نیز ذکر شده بود.

در حال حاضر ۳۳ صندوق اختصاصی بازارگردانی، ۳ شرکت سبذگردان و ۳ شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری عضو کانون کارگزاران هستند. البته الزام عضویت برای شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری و سبذگردان وجود ندارد و آنها به صورت اختیاری عضو کانون شده‌اند. هم‌اکنون ۱۰۸ کارگزاری عضو کانون هستند که ۱۰۶ کارگزاری در حوزه اوراق یا اوراق و کالا و دو کارگزاری هم فقط در حوزه کالا فعالیت می‌کنند.

بخشی از فعالیت‌های واحد امور اعضا، تحقیقات است. ما

در حال حاضر ۳۳ صندوق اختصاصی بازارگردانی، ۳ شرکت سبذگردان و ۳ شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری عضو کانون کارگزاران هستند. البته الزام عضویت برای شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری و سبذگردان وجود ندارد و آنها به صورت اختیاری عضو کانون شده‌اند



خاص را به ما گزارش می‌دهد، این موضوع در کار گروه ویژه مورد بررسی همه جانبه قرار می‌گیرد و گزارش آن به هیئت مدیره ارائه می‌شود و در صورت نیاز، برای حل مشکل با بورس مربوطه یا سازمان بورس مذاکره و نامه هیئت مدیره به نهاد مورد نظر ارسال می‌شود. کارگروه‌ها موظف هستند در هر سال ۱۲ جلسه برگزار کنند. همچنین ممکن است هیئت مدیره کانون، بررسی یک موضوع خاص را به یکی از کارگروه‌ها محول کند. مثل موضوع دستکاری در قیمت که به کارگروه تطبیقی اعلام شد تا مصادیق آن در بازارهای جهان، روش‌های شناسایی و برخورد با آن، نهاد ناظر و مسئول صدور حکم برای این تخلف را مورد بررسی قرار دهد. گاهی هم خود کارگروه‌ها موضوع خاصی را پیشنهاد می‌دهند.

### وظیفه کمیته‌های تخصصی چیست؟

کمیته‌های تخصصی به صورت موردی تشکیل می‌شوند. به عنوان مثال اگر هیئت مدیره تشخیص دهد، موضوع خاصی وجود دارد که قابل طرح و بررسی در هیچ یک از کارگروه‌ها نیست و به حضور افرادی بیرون از کارگروه‌های موجود نیاز است، یک کمیته تشکیل می‌شود. این کمیته پس از بررسی و حل موضوع، منحل می‌شود. مثل کمیته رتبه‌بندی که سال گذشته برای رسیدگی به دستورالعمل رتبه‌بندی تشکیل شد. انتشار ماهنامه الکترونیکی کانون کارگزاران نیز از دیگر فعالیت‌های واحد امور اعضا به شمار می‌رود.

### بنابراین واحد امور اعضا یکی از شلوغ‌ترین بخش‌های کانون کارگزاران است؟

بله. به دلیل تعداد زیاد اعضا، حجم کار این واحد زیاد است. به عنوان نمونه، علاوه بر فعالیت‌های فوق، برخی مشکلات در زمینه امور مالیاتی صندوق‌ها وجود دارد که به دلیل ناآشنا بودن ممیزی‌های مالیاتی با نوع فعالیت صندوق‌ها بروز می‌کند و ما برای حل این مشکلات اقدام می‌کنیم. یکی دیگر از اقدامات این واحد، جمع‌آوری آمار معاملات تک تک کارگزاری‌ها در بورس‌های مختلف اعم از بورس اوراق، فرابورس، بورس کالا و بورس انرژی است. این اطلاعات که شامل آمار معاملات الکترونیکی، عادی، آتی، اختیار معامله، فیزیکی و... است، به صورت ماهانه در وبسایت کانون منتشر می‌شوند. به این صورت، کارگزاری‌ها می‌توانند درباره میزان سهم خود از بازار اطلاعات کسب کنند.

### عمده مشکلات اعضای کانون چیست؟

اجازه دهید ابتدا به برخی مشکلاتی که در گذشته وجود داشت، اشاره کنم. یکی از این مشکلات که از جمله ریسک‌های مهم کارگزاران به شمار می‌رفت، ریسک اعتباری بود. به این صورت که کارگزاری‌ها به مشتریان خود برای خرید سهم اعتبار می‌دادند اما تضمینی نبود که مشتری این سهم را در جای دیگری به فروش نرساند و بدهی به کارگزاری را تسویه کند. البته قرارداد و دستورالعمل وجود داشت اما سازوکار مناسبی برای الزام مشتری به تسویه حساب وجود نداشت. با اصلاح دستورالعمل اعتباری توسط سازمان بورس در سال گذشته و تهیه قرارداد پیوست این دستورالعمل که از سوی کانون پیشنهاد و انجام شده بود، بخش بزرگی از این ریسک پوشش داده شد. در حال حاضر وقتی مشتریان سهمی را خریداری می‌کنند، امکان فروش آن در جای دیگری وجود ندارد. این موضوع ریسک عدم

جایگاه هر کارگزاری در صنعت، به صورت محرمانه فقط در اختیار خود کارگزاری‌ها قرار می‌گیرد. بخش دیگری از فعالیت‌های واحد امور اعضا مربوط به کمیته حل اختلاف کانون است. این کمیته ضوابطی دارد که به تازگی اصلاحاتی بر روی آن صورت گرفته و مربوط به نقل و انتقال اشخاص وابسته به اعضای کانون است. به طور کلی، پرسنلی که به دنبال جابه‌جایی در شرکت‌های کارگزاری یا دیگر شرکت‌های عضو کانون هستند، با توجه به اینکه ممکن است تعهدات مالی را در یک مجموعه ایجاد کرده باشند، نیازمند اخذ مجوز هستند. در واقع صرف اتمام قرارداد، استعفا یا اخراج به معنای اجازه انتقال آزادانه به یکی دیگر از نهاد‌های مالی عضو کانون نیست چون ممکن است به مجموعه قبلی خسارت مالی وارد شده یا برای مشتریانش مشکلی به وجود آمده باشد. بنابراین نمی‌توان این ریسک را به نهاد بعدی منتقل کرد. معمولاً شرکت‌های کارگزاری در اینگونه موارد گواهی خاتمه همکاری صادر می‌کنند که به معنای نداشتن تعهد مالی فرد به کارگزاری و همان مجوز انتقال به نهاد مالی دیگر است. در صورتی که چنین گواهی صادر نشود، فرد می‌تواند با مراجعه به کانون، علت را جویا شود. در اینجا کمیته‌ای که متشکل از دو عضو به انتخاب هیئت مدیره به همراه مدیر امور اعضاست، به موضوع رسیدگی و رای نهایی را صادر می‌کند. اگر یک کارگزاری، فرد فاقد گواهی خاتمه همکاری را استخدام کند، کانون ضمن ارسال تذکر اداری به آن کارگزار، موضوع را به کمیته رسیدگی به تخلفات هم گزارش می‌کند.

### درباره کارگروه‌های تخصصی کانون توضیح دهید.

بخش مهم دیگری از فعالیت‌های واحد امور اعضا، کارگروه‌ها هستند. به موجب اساسنامه مصوب، کانون باید دارای کارگروه‌های تخصصی برای بررسی تخصصی مسایل موجود باشد. این کارگروه‌ها به عنوان بازوی مشورتی هیئت مدیره تلقی می‌شوند. در حال حاضر ۱۲ کارگروه داریم که عناوین آنها را هیئت مدیره کانون انتخاب کرده است. این کارگروه‌ها هر سه حوزه اوراق، کالا و انرژی را پوشش می‌دهند. به طور میانگین در هر کارگروه دست کم ۷ نفر عضویت دارند. البته کارگروه‌های ۹ و ۱۱ نفره هم داریم. این کارگروه‌ها از کانال‌های مختلف اطلاعات دریافت می‌کنند.

به عنوان مثال، وقتی یک شرکت کارگزاری بروز یک مشکل

به موجب اساسنامه مصوب، کانون باید دارای کارگروه‌های تخصصی برای بررسی تخصصی مسایل موجود باشد. این کارگروه‌ها به عنوان بازوی مشورتی هیئت مدیره تلقی می‌شوند. در حال حاضر ۱۲ کارگروه داریم که عناوین آنها را هیئت مدیره کانون انتخاب کرده است



ممکن است آنها آسیب ببینند. بر اساس تازه‌ترین اطلاعاتی که از سازمان بورس دریافت کرده‌ایم، تاکنون ۲۷ شرکت کارگزاری موفق به جمع‌آوری مجوزهای خود شده‌اند. یعنی سرمایه مورد نظر سازمان بورس را تامین کرده‌اند. در حال حاضر سرمایه مورد نیاز برای معاملات اوراق تامین مالی در بورس و فرابورس معادل ۴ میلیارد تومان، برای معاملات در بورس کالا شامل محصولات فلزی، پتروشیمی، کشاورزی و سیمان همچنین بورس انرژی ۴ میلیارد تومان و برای معاملات مشتقه مبتنی بر کالا ۵ میلیارد تومان است. موارد دیگر هم مبالغ کمتری را شامل می‌شود. مجموعاً سرمایه مورد نیاز برای یک کارگزاری تا همه مجوزها را داشته باشد، معادل ۱۵ میلیارد تومان است.

### آیا مشکل دیگری وجود دارد که اشاره نکرده باشید؟

بله. مشکل دیگر مربوط به افزایش سرمایه کارگزاران بانکی است. سازمان بورس ابلاغیه‌ای ارسال کرده که در آن از کارگزاران بانکی خواسته شده برای انجام هر اقدامی اعم از افزایش سرمایه یا هر اقدامی در راستای تغییرات سهامداری، باید مجوز بانک مرکزی را اخذ کنند. از طرفی به کارگزاران مهلت محدودی برای افزایش سرمایه داده شده است. این شرایط، وضع بدی را برای کارگزاران بانکی به وجود آورده است. البته سازمان بورس در حال طراحی سازوکاری است تا این مشکل حل شود چون ممکن است اخذ مجوز از بانک مرکزی مدت زیادی به طول انجامد. به نظرم در این باره تدبیر خوبی اندیشیده شده است که در آینده نزدیک اطلاع‌رسانی خواهد شد. مشکل دیگر، موضوع مالیات بر ارزش افزوده است. طی چند سال گذشته، کانون با اقدامات و مکاتباتی که داشت، توانست بخشی از فعالیت‌های کارگزاران را از پرداخت این نوع مالیات معاف کند. موضوع بعدی مربوط به عوارض کسب و پیشه است. در جدول تعیین ضرایب عوارض کسب و پیشه، صنعت کارگزاری بیشترین رقم را به خود اختصاص داده است و این ریسک بزرگی را به کارگزاران بابت هزینه‌هایی که متحمل می‌شوند، تحمیل می‌کند. این در حالی است که کارگزاران حتی به اندازه دفاتر معاملات املاک و بیمه‌ها گسترده نیستند و مثل آنها شعبه و نمایندگی ندارند. در این راستا، کانون در حال رایزنی و مکاتبه با وزارت کشور و استانداری و در حال رایزنی با شورای شهر و شهرداری است تا این ضرایب کاهش پیدا کنند. یکی دیگر از مشکلات کارگزاران، عدم تمدید مجوز فعالیت کارگزاری‌ها در حوزه‌های دیگر مانند سیدگردانی و مشاوره سرمایه‌گذاری است. در حال حاضر سازمان بورس دیگر این مجوزها را اعطا نمی‌کند و این موضوع موجب کاهش تنوع درآمدی کارگزاران می‌شود. البته سازوکاری برای این مشکل ارائه شده که تشکیل نهادهای مالی تحت عنوان گروه خدمات مالی بازار سرمایه است.

### عده‌ای معتقدند که در حال حاضر تعداد کارگزاری‌ها بیش از حد نیاز بازار است. برخی هم می‌گویند به کارگزاری‌های بیشتری نیاز داریم. نظر شما چیست؟

اجازه دهید در این باره به نتایج یک بررسی که چند سال قبل در کارگروه مطالعات تطبیقی کانون کارگزاران انجام شد، اشاره کنم. بررسی‌ها نشان می‌داد که در آن زمان، تعداد کارگزاری‌ها بیش از حد نیاز است. البته ملاک مورد نظر برای کارگروه که تعداد کارگزاری‌ها در چند کشور را مورد مطالعه قرار داده بود،

وصول مطالبات کارگزاران را کاهش داده است. اگرچه این اقدام، محدودیت‌هایی را برای کارگزاران ایجاد کرده و سازمان بورس هم برای کارگزاران یک حد اعتباری در نظر گرفته است، اما در کل اتفاق مثبتی بوده است چون ریسک کارگزاری‌ها کاهش یافته است. این یکی از مشکلاتی بود که تا پیش از این وجود داشت و امروز تا حد زیادی رفع شده است.

یکی دیگر از مشکلاتی که به عنوان ریسک صنعت در نظر گرفته می‌شود، وظایف و اختیارات کارگزاران است که با هم تناسبی ندارد. مثلاً نهاد نظارتی از کارگزاری‌ها انتظار دارد اگر مشتری در حال انجام معامله‌ای است که مشکوک به دستکاری بازار است، بلافاصله از طریق تماس تلفنی یا مسدود کردن حساب یا هر روش دیگر، جلو آن را بگیرند. این در حالی است که به دلیل حجم بالای معاملات، کارگزاری‌ها ابزار مناسبی در اختیار ندارند تا به صورت لحظه‌ای به این موضوع پی ببرند. این اتفاق را تنها پس از پایان معاملات می‌توان رصد کرد. در این شرایط در صورت بروز تخلف، کارگزاران از دید نهاد نظارتی مقصر شناخته می‌شوند و این تخلف به کمیته رسیدگی به تخلفات ارجاع می‌شود. برای حل این مشکل، سازمان بورس اقدام به ایجاد سامانه‌ای تحت عنوان مدیریت ریسک کرده است. در فاز اول، این سامانه وجود منابع مالی در حساب مشتری اعم از اعتباری و نقدی را کنترل می‌کند. وقتی دستور خرید از سوی مشتری وارد سامانه نام می‌شود، این سامانه به سامانه مدیریت ریسک متصل می‌شود. از سویی سامانه بک‌آفیس کارگزاران نیز به سامانه مدیریت ریسک متصل است. بنابراین دستور خرید با مانده حساب مشتری چک می‌شود. اگر سامانه کفایت میزان منابع مالی را تایید کند، دستور خرید به هسته معاملات ارسال و در غیر این صورت حذف می‌شود. البته در حال حاضر فاز اول این سامانه که از پنجم فروردین ۹۸ به صورت آزمایشی راه‌اندازی شده، فقط ۲۵ دقیقه در روز از ساعت ۸ و ۳۰ تا ۸ و ۵۵ دقیقه در مرحله پیش‌گشایش بازار فعال است.

از دیگر مشکلات می‌توان به افزایش سرمایه و جمع‌آوری مجوزها اشاره کرد. همانطور که می‌دانید، تا پیش از این، سازمان بورس برای اعطای مجوز به رتبه کارگزاران توجه می‌کرد. اما الان که رتبه‌بندی به کانون تفویض شده، اتفاق خوبی رخ داده است. به بیان دیگر، در حال حاضر اعطای مجوز به رتبه‌بندی ارتباط ندارد بلکه این میزان سرمایه کارگزاری است که تعیین‌کننده است. در واقع کارگزاری‌ها برای فعالیت در هر حوزه باید مقدار معینی سرمایه داشته باشند. البته در حال حاضر تامین سرمایه مورد نظر در کوتاه مدت برای برخی از شرکت‌های کارگزاری مقدور نیست. به همین دلیل مهلت تامین رقم سرمایه تا ۳۱ مرداد امسال تمدید شده است. تا این زمان، کارگزاران موظف هستند که مجوزهای خود را از طریق افزایش سرمایه جمع‌آوری کنند. توضیح اینکه برای هر مجوز بورس اوراق و کالا و غیره مبلغی در نظر گرفته شده که کارگزار باید آن را تامین کند. به طوری که حتی اگر یک کارگزاری همه مجوزها را داشته باشد اما سرمایه مورد نظر را در اختیار نداشته باشد، مجوزهایش به مبلغی که سرمایه‌اش اجازه می‌دهد، کاهش پیدا می‌کند.

### آیا این موضوع تاثیر منفی بر صنعت کارگزاری دارد؟

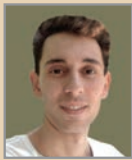
در مجموع برای صنعت مفید است هر چند در کوتاه‌مدت برای کارگزاری‌های کوچکتر یک دغدغه به شمار می‌رود و

تا پیش از این، سازمان بورس برای اعطای مجوز به رتبه کارگزاران توجه می‌کرد. اما الان که رتبه‌بندی به کانون تفویض شده، اتفاق خوبی رخ داده است. به بیان دیگر، در حال حاضر اعطای مجوز به رتبه‌بندی ارتباط ندارد بلکه این میزان سرمایه کارگزاری است که تعیین‌کننده است

نگاهی به تاریخچه کارگزاران بورس جهان

## تولد زیر درخت چنار

تا پیش از سال ۱۶۰۱ میلادی، بی ثباتی معاملات و سرمایه‌گذاری‌های تجاری جدید عامل اصلی کسب و از دست دادن ثروت بود. از آنجا که افراد اندکی حاضر بودند پس‌انداز یک عمر خود را وارد معاملات تجاری کنند، ایده‌های بزرگی که پیش‌برنده جامعه باشند، شانس کمی برای ظهور و خودنمایی پیدا می‌کردند. به همین دلیل، نبود حمایت و امنیت مالی هرگونه نوآوری را تقریباً غیرممکن کرده بود. نبود راهی برای تقسیم ریسک موجب شده بود تا معدود سرمایه‌گذاران شجاع بازار به ناچار تن به بازی "همه چیز یا هیچ چیز" بدهند. بعدها وقتی شرکت هند شرقی هلند با انتشار سهام به عنوان ابزاری برای توزیع هزینه‌ها و ریسک‌های سرمایه‌گذاری به نخستین شرکت سهامی عام جهان تبدیل شد، صنعت کارگزاری نیز به عنوان وسیله تسهیل معاملات و ترانکشن‌های مالی ظهور کرد.



رهی علیزاده  
مترجم

پس از گذشت چهار سده از آن تاریخ، سرمایه‌گذاری همچنان یکی از مهمترین راه‌های افزایش ثروت و حمایت از پیشرفت و توسعه است. البته با وجود ثابت ماندن این ویژگی، موارد بسیاری تغییر کرده‌اند و در واقع، بهتر شده‌اند که یکی از این موارد، کارگزاری‌ها هستند. تاریخ نوین صنعت کارگزاری و سرمایه‌گذاری خرد نشان‌دهنده یکی از تغییرات بزرگ و دمکراتیک جهت دستیابی و رفع موانع ورود به بازارهای سهام است. از گذشته‌های دور (و حتی امروز هم) ورود به بازارهای سرمایه با دو چالش بزرگ روبه‌رو بوده است. نخست این باور نادرست که می‌گوید سرمایه‌گذاری برای افراد معمولی کاری بسیار گیج‌کننده و پیچیده است؛ و دوم، موضوع پول است. در واقع یک باور عمومی دیگر وجود دارد که می‌گوید، یا کار سرمایه‌گذاری را به افرادی مثل وارن بافت بسپارید یا اینکه برای ورود به بازار باید مقدار زیادی پول داشته باشید. با این حال، با گذشت سال‌ها و تغییر نسل‌ها، این موانع سرمایه‌گذاری در بورس به تدریج از بین رفتند. کاهش هزینه‌ها و تسهیل حضور سرمایه‌گذاران خرد در بازار از جمله تغییرات مهمی بود که طی سال‌های بعد رخ داد. با رشد و توسعه صنعت کارگزاری و حرکت این صنعت در مسیر تسهیل حضور و مشارکت عمومی در بازار سهام، همه این امکان را پیدا کردند تا با استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری متنوع علاوه بر افزایش ثروت خود، در رشد اقتصادی کشورشان نیز سهیم شوند. در نتیجه، به برکت توسعه بازارهای سهام و صنعت کارگزاری، سرمایه‌گذاران امروز به راحتی قادرند با استفاده از پیشرفته‌ترین ابزارها به خرید و فروش سهام و اوراق بهادار بپردازند. برای بررسی تاریخچه صنعت کارگزاری باید به ۲۲۷ سال قبل سفر کرد؛ یعنی زمانی که شالوده نخستین بازار سهام جهان پی‌ریزی شد. در اینجا نگاه کوتاهی داریم به مهمترین اتفاقاتی که منجر به شکل‌گیری بازار سهام و صنعت کارگزاری شدند.

### توافق باتن‌وود، ۱۷۹۲

آمریکایی‌ها در زیر سایه یک درخت، ساختار بازار سهام راطراحی و پایه‌گذاری کردند. در محل امروز وال استریت درخت چناری وجود داشت. در ۱۷ می ۱۷۹۲ (۲۲۷)

ارزش بازار کشور در سال ۹۴ بوده است. در حال حاضر شرایط تغییر کرده و لازم است این مطالعه به روز شود. بنابراین تا انجام بررسی‌های جدید نمی‌توان با قطعیت به این پرسش پاسخ داد.

### از دید شما بهترین مرجع برای معرفی ابزارهای جدید معاملات کیست؟

به نظرم، کانون و مشخصاً کارگروه ابزارهای نوین کانون کارگزاران بورس بهترین مرجع برای انجام این کار است. کارگزاران به دلیل ارتباط نزدیک و مستمر با مشتریان و حضور کامل در روند معاملات، بهتر از هر کس دیگری به نیازهای روز بازار و مشتریان واقف هستند.

### لطفا درباره رتبه‌بندی کارگزاران که در کانون انجام می‌شود، توضیح دهید.

تفویض رتبه‌بندی کارگزاران به کانون اتفاق خوبی و مطمئنم که تاثیر مثبتی بر بازار خواهد داشت. گرچه درباره ضرورت رتبه‌بندی بین کارگزاران اختلاف وجود دارد، اما روشن است که رتبه‌بندی یکی از ابزارهای مهم ارزیابی عملکرد نهادها و تعیین جایگاه آنها در بازار رقابت است. از ثمرات تفویض رتبه‌بندی به کانون می‌توان به کاهش رقابت ناسالم بین کارگزاران، جلوگیری از گسترش بدون توجیه اقتصادی دفتر کارگزاران و کاهش هزینه‌های پرسنلی اشاره کرد. در این راستا، کانون اقدام به ایجاد کمیته رتبه‌بندی کرده که متشکل از مدیران عامل ۱۰ شرکت کارگزاری است. پیش‌زمینه تشکیل این کمیته، نتایج بررسی‌های کارگروه مطالعات تطبیقی کانون (با ۷ کارگزاری عضو) درباره روش‌ها و معیارهای رتبه‌بندی کارگزاران در کشورهای دیگر بود. سپس نتایج این مطالعات در کارگروه ریسک مورد ارزیابی مجدد قرار گرفت تا مزایا و معایب آن مشخص شوند و معیارهای معرفی شده برای رتبه‌بندی با شرایط امروز کشور مورد ارزیابی قرار گیرند. در نهایت این موارد به کمیته رتبه‌بندی اعلام شد. یکی از نتایج جالبی که در مطالعات ما به دست آمد، این بود که در رتبه‌بندی‌های قبلی یک معیار بسیار مهم یعنی رضایت مشتری، کمتر مورد توجه قرار می‌گرفت. ما گنجاندن این معیار در رتبه‌بندی جدید را پیشنهاد داده‌ایم. در حال حاضر نشست‌های کمیته رتبه‌بندی همچنان ادامه دارد و تاکنون معیارها که عمدتاً معیارهای توسعه‌ای هستند، مشخص شده‌اند. پس از نهایی شدن دستورالعمل رتبه‌بندی و قبل از تصویب نهایی آن، قصد داریم از همه شرکت‌های کارگزاری در این باره نظرسنجی کنیم. در رتبه‌بندی جدید به کارگزاری‌ها بر پایه میزان تطابق آنها با معیارهای تعیین شده، ستاره تعلق خواهد گرفت. به نظرم این روش رتبه‌بندی عادلانه‌تر خواهد بود.

### و کلام آخر؟

امروز این امکان برای کارگزاری‌ها فراهم شده است تا در صورت نیاز، اقدام به افتتاح دفاتر نمایندگی در شهرهای دیگر کنند. به بیان دیگر، محدودیتی برای گسترش حوزه فعالیت‌های کارگزاران وجود ندارد. بر اساس آمارهای منتهی به شش ماه نخست سال ۹۷ در حال حاضر حدود ۵۶۱۵ نفر در صنعت کارگزاری کشور مشغول به کار هستند که نزدیک به ۸۰ درصد آنها در بخش معاملات اوراق فعالیت می‌کنند. همچنین حدود ۷۵ درصد از این افراد دارای مدارک تحصیلی مرتبط با بازار سرمایه هستند.

ثمرات مثبت این اقدام، کاهش هزینه معاملات به ۴ سنت در آغاز سده ۲۱ میلادی بود. این رقم در دهه ۱۹۷۰ میلادی به طور میانگین بیش از ۸۰ سنت برای هر سهم بود.

### ظهور رایانه‌ها، ۱۹۸۸ تا ۲۰۰۰

در این دوره، هزینه‌ها بیش از پیش کاهش یافتند و دستیابی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری تسهیل شد. همچون تاثیر مثبت رشد و تکثیر فناوری‌های جدید در پایان سده ۱۹ میلادی، رایانه‌ها نیز با ایجاد ارتباطات موثرتر بین بازارها به موسسات مالی امکان دادند تا بر تعداد سرمایه‌گذاران بیفزایند. در اوایل دهه ۱۹۹۰، دو کارگزاری (E-Trade and Scottrade) راه را برای کارگزاران آنلاین باز کردند. آنها امکان انجام معاملات آسان‌تر و ارزان‌تر را برای کسانی که به رایانه یا تلفن داشتند، فراهم کردند. تا آغاز هزاره جدید، حساب‌های کاربری غیر کاغذی همه‌گیر شد و در معاملات مالی، انسان‌ها جای خود را به رایانه‌ها دادند. فناوری‌های نوین به تدریج موجب افزایش حضور سرمایه‌گذاران خرد در بازار شدند. در نتیجه، تا پایان سال ۲۰۰۰ حدود ۸۰ میلیون خانوار آمریکایی به طور مستقیم یا غیرمستقیم مالک سهام شدند.

### معاملات موبایلی، دهه ۲۰۱۰

دهه ۲۰۱۰ میلادی با جهش سریع و تصاعدی فناوری آغاز شد، به طوری که گفته می‌شود، کارگزار هر سهام‌دار در جیب بغل اوست. در این دوره، بر پایه پیشرفت رایانه‌ها در سال‌های گذشته، تلفن‌های هوشمند توسعه پیدا کردند. تا سال ۲۰۱۰ میزان نفوذ تلفن‌های هوشمند در بازار به ۲۷ درصد رسید. از سویی، مشاوران رباتیک که در جریان بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ ظهور کرده بودند، شروع به رشد و توسعه کردند. هزینه‌های پایین‌تر، اتوماسیون هوشمند و انعطاف‌پذیری بیشتر از جمله ویژگی‌های این نوع مشاوران بود.

### آینده صنعت کارگزاری؟

رشد و توسعه صنعت کارگزاری طی سده‌های اخیر، راه را برای حضور سرمایه‌گذاران بیشتری باز کرده است و همگام با آن، فناوری‌های مختلف نیز شکوفا شده‌اند. امروزه ابزارهای مختلف، آرامش خیال و فرصت‌های متعددی در اختیار سرمایه‌گذاران است. یک سرمایه‌گذار متوسط که از این ابزارها استفاده می‌کند و از این پیشرفت‌ها بهره می‌برد، فعالیت‌های مالی ثروتمندترین و قدرتمندترین زنان و مردان سده‌های ۱۸ و ۱۹ و حتی ۲۰ میلادی را نیز تحت‌الشعاع قرار می‌دهد.

رشد تصاعدی نوآوری‌ها از زمانی آغاز شد که افراد شروع به سرمایه‌گذاری روی ایده‌های دیگران کردند و از این طریق، هم به پیشرفت جامعه یاری رساندند و هم بر ثروت خود افزودند. در این میان، کارگزاران به عنوان واسطه‌ای برای معاملات همواره به دنبال ارائه بهترین راهکارهای سرمایه‌گذاری ممکن به مشتریان بودند. افزایش توانمندی معاملاتی و کاهش هزینه‌های مشتریان از جمله اهداف اصلی آنها بود. به همین دلیل گفته می‌شود که هر چه کارگزاران به سطح مطلوب و ایده‌آل ارائه خدمات نزدیکتر شوند، افراد بیشتری جذب بازار می‌شوند و نوآوری‌ها هم بیشتر می‌شود. طی ۲۲۷ سال گذشته صنعت کارگزاری در همین مسیر گام برداشته است اما تا زمانی که بیشتر افراد جامعه وارد بازار سهام شوند، توسعه نوآوری‌ها ادامه خواهد یافت.

منبع: m1finance.com

سال پیش) ۲۴ کارگزار مشهور در زیر سایه این درخت چنار توافق‌نامه‌ای به همین اسم امضا کردند. در واقع امضای توافق‌نامه باتن‌وود، تولد بازار مالی سازمان‌یافته و متشکل در آمریکا بود. با تعیین رقم ۰/۲۵ درصد برای حق‌الزحمه معاملات، راه برای ظهور کارگزاران مدرن هموار شد. هدف اصلی این کارگزاران، تسهیل روند معاملات ابزارهای مالی بود.

### فناوری ارتباطات، ۱۸۴۰ تا ۱۹۰۰

در این دوره، وابستگی سرمایه‌گذاران به زمان و مکان از بین رفت. دیگر به توافق‌نامه باتن‌وود نیاز نبود. با اختراع تلگراف در ۱۸۴۴، اتصال کابلی دو سوی اقیانوس اطلس در ۱۸۶۶ و اختراع تلفن در ۱۸۷۶، تحول بزرگی در زمینه ارتباطات در سراسر جهان رخ داد. این تحول، راه‌های جدیدی را برای توسعه موسسات مالی گشود. با گسترش فناوری‌های جدید، ارتباط سریع و موثر بین بازارها به وجود آمد که پیامد آن، قیمت‌گذاری مناسب به دلیل رشد حجم بازار و افزایش دسترسی به اطلاعات بود.

### قانون اوراق بهادار، ۱۹۳۴

حمایت‌های جدید، کاهش ریسک و رفع نگرانی سرمایه‌گذاران از این زمان رونق گرفت. پنج سال پس از سقوط بزرگ بازار وال استریت (بحران سال ۱۹۲۹)، دولت روزولت مجموعه‌ای از قوانین و مقررات جدید را به تصویب رساند تا از وقوع بحران‌های مالی در آینده جلوگیری شود. با این باور که بی‌پروایی و بی‌ملاحظه‌گی در صنعت مالی عامل اصلی بحران ۱۹۲۹ بوده است، قانون اوراق بهادار ۱۹۳۴ نهاد جدیدی به نام کمیسیون بورس و اوراق بهادار را ایجاد کرد تا ضمن افزایش شفافیت، درستی و عادلانه بودن معاملات از بروز تقلب و کلاهبرداری در بازار پیشگیری کند.

### اول ماه می، ۱۹۲۹

هزینه معاملات غیر ثابت و سر برآوردن کارگزاران جدید از اتفاقات مهم این دوره بود. در سال‌های منتهی به اول ماه می ۱۹۲۹، صنعت مالی با هزینه سنتی و ثابت ۲ درصد برای معاملات دست و پنجه نرم می‌کرد. بیش از یک دهه قبل از آن، دیوان عالی آمریکا اعلام کرده بود که بازار سهام از قوانین ضدانحصار مستثنی نیست. در ۱۹۶۸ کمیسیون تجارت فدرال به ریاست پاول دیکسون، کمیسیون بورس و اوراق بهادار را به دلیل ضد رقابتی بودن هزینه‌های ثابت معاملات تحت فشار گذاشت. از آنجا که هزینه‌های بالای معاملات موجب کاهش مشارکت عمومی در بازار شده بود، کمیسیون بورس و اوراق بهادار در نخستین روز از ماه می ۱۹۷۵ تغییراتی را در نرخ هزینه‌های معاملات اعمال کرد. این اقدام راه را برای ظهور کارگزاران جدید همچون چارلز شوآب و تی‌دی واترهاوس که به کارگزاران تخفیفی مشهور شدند، هموار کرد. همچنین موجب افزایش مشارکت عمومی در بازار شد به طوری که طی پنج سال بعد تعداد کسانی که مستقیم یا غیرمستقیم مالک سهام شدند، ۲۵ درصد افزایش یافت. از دیگر

تاریخ نوین صنعت کارگزاری و سرمایه‌گذاری خرد نشان‌دهنده یکی از تغییرات بزرگ و دمکراتیک جهت دستیابی و رفیع موانع ورود به بازارهای سهام است





گولهای بازار مالی آمریکا دست به کار شدند

## تولد بورس اعضا و تحول بازار سهام

کارگزاران و بانکهای مشهور آمریکا قصد دارند با راهاندازی یک بورس جدید، بازار سهام این کشور را وارد دوره تازه‌ای کنند.

در آغاز سال ۲۰۱۹ گروهی متشکل از ۹ کارگزار، بانک، شرکت خدمات مالی و بازارگردان که در میان آنها، نام‌هایی همچون فیدلتی، مورگان استنلی، یوبی‌اس، بانک آمریکا مریل لینچ و چارلز شواب به چشم می‌خورد، اعلام کردند که قصد دارند یک بازار سهام مستقل و متعلق به اعضای این گروه را تشکیل دهند. «بورس اعضا» یا MEMX نامی است که برای این بورس انتخاب شده است. مالکیت این بورس تماماً متعلق به موسسان آن خواهد بود. در وبسایت این بورس جدید آمده است: «بورس اعضا را گروهی متشکل از رهبران بازارهای مالی جهان تاسیس کرده‌اند. هدف این بورس، افزایش رقابت، ارتقاء سطح شفافیت اجرایی، کاهش هرچه بیشتر هزینه‌های ثابت معاملات و تسهیل روند معاملات سهام در آمریکا است.» بورس اعضا این شعار را برای خود انتخاب کرده است: «زمان تحول بازار سهام فرا رسیده است.»

در بیانیه این گروه آمده است: «بورس جدید به دنبال سودرسانی به سرمایه‌گذاران خرد و نهادهای از طریق ایجاد سطح بالاتری از رقابت در بازار است.» MEMX قصد دارد درخواست راهاندازی این بورس را تحت عنوان "بازار سهام ملی" به کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا ارائه کند. اعضای موسس این بورس جدید عبارتند از:

Bank of America Merrill Lynch, Charles Schwab, Citadel Securities, E\*TRADE, Fidelity Investments, Morgan Stanley, TD Ameritrade, UBS, and Virtu Financial.

بیانیه این گروه می‌افزاید: «هدف MEMX افزایش میزان رقابت، ارتقاء سطح شفافیت اجرایی و عملیاتی، کاهش هرچه بیشتر هزینه‌های ثابت معاملات و تسهیل روند معاملات سهام در آمریکا است. به علاوه، MEMX نماینده و حافظ منافع مجموعه مشتریان اعضای خود شامل سرمایه‌گذاران خرد و نهادهای در زمینه مسائل مربوط به ساختار بازار آمریکا خواهد بود. این بورس به دنبال ارائه یک مدل معاملاتی ساده و ارزان‌تر با استفاده از آخرین فناوری‌ها است.»

داگلاس سیفو مدیرعامل شرکت Virtu Financial درباره این بازار جدید گفت: «موسسان بورس MEMX معرف مجموعه متنوعی از فعالان بازار شامل کارگزاران، بانک‌ها و شرکت خدمات مالی هستند که هدف مشترکشان، بهبود و ارتقاء بازارها برای سرمایه‌گذاران خرد و نهادهای است. راهاندازی این بورس، در واقع نشان‌دهنده تقاضای گسترده بازار برای رقابت، نوآوری و شفافیت است.» استیو کوثرک معاون اجرایی شرکت TD Ameritrade نیز گفت: «به عنوان اعضای موسس، قصد داریم بخشی از ابتکار عملی باشیم که معتقدیم اجرای آن بازارها را متحول خواهد کرد. در این بازار همه سرمایه‌گذاران می‌توانند از تجربیات سرمایه‌گذاری آسان بهره ببرند.»

همچنین جمیل نظرعلی رئیس بخش جهانی توسعه تجاری شرکت Citadel Securities گفت: «از اینکه عضو یک گروه از رهبران بازار هستیم که قصد دارد بازار جدیدی راهاندازی کند، هیجان‌زده‌ایم. این بازار به افزایش رقابت و سودبری همه فعالان و معامله‌گران کمک خواهد کرد.» ولاد خاندروس مدیرعامل و رئیس بخش ساختار بازار بانک UBS گفت: «امروز فعالان

و معامله‌گران بازارهای سهام شایستگی یک بازار جایگزین را دارند؛ بازاری که منافع آنها را بهتر تامین کند. به همین دلیل است که ما از راهاندازی این پلتفرم جدید معاملاتی حمایت می‌کنیم.»

فوریه گذشته اعضای MEMX جانانان کلنر را به عنوان مدیرعامل انتخاب کردند. کلنر پیش از این مدیرعامل شرکت کارگزاری Instinet Incorporated (زیرمجموعه شرکت Nomura Group در معاملات سهام) بود که در زمان تصدی این مقام، شرکت Instinet به یکی از کارگزاری‌های موفق در بازار تبدیل شد. جمیل نظرعلی رئیس هیئت مدیره MEMX در این باره گفت: «بسیار خوشحالیم که جانانان کلنر به ما پیوسته است. او یکی از استعداد‌های بزرگ در صنعت خدمات مالی و دارای تجربیات زیادی در بازارهای سهام است. مطمئن هستیم او در ایجاد این بازار جدید بر پایه شفافیت و فناوری‌های نوین، به طوری که همه فعالان بازار از آن بهره‌مند شوند، موفق خواهد بود.»

کلنر خود در این باره گفت: «از اینکه به گروه MEMX ملحق می‌شوم، هیجان‌زده هستم. راهاندازی این بازار به پشتوانه بازیگران بزرگ بازارهای سهام، یک پیشرفت و دگرگونی بزرگ است که فضای معاملات سهام را رقابتی‌تر خواهد کرد. شخصاً به دنبال شکل‌گیری یک گروه در کلاس جهانی و ایجاد یک بازار شفاف و نوآورانه برای همه سرمایه‌گذاران هستیم.»

خبرگزاری بلومبرگ نیز در گزارشی با اشاره به شکل‌گیری یک بازار سهام جدید در آمریکا اعلام کرد: «موسسان بورس MEMX مبلغ ۷۰ میلیون دلار برای راهاندازی این بازار فراهم کرده‌اند. البته حضور و مشارکت سرمایه‌گذاران دیگر در این پروژه بلامانع است. این حرکت یادآور روزهایی است که بورس‌ها (مثل بورس نیویورک) تحت مالکیت موسسان و اعضای خود بودند. در سال‌های اخیر، شرکت‌های کارگزاری از هزینه‌های سنگین خدمات بورس‌ها (شامل اطلاعات بازار که برای معامله‌گران حیاتی است) گله‌مند بوده‌اند. حال با راهاندازی بازار جدید MEMX، شرکت‌های کارگزاری و بانک‌ها که مالک این بازار هستند، می‌توانند در هزینه‌های معاملاتی خود صرفه‌جویی کنند. این بورس جدید می‌تواند به رقیبی جدی و سرسخت برای بورس‌های نیویورک، نزدک و شیکاگو تبدیل شود. اگرچه تضمینی برای موفقیت این بازار جدید وجود ندارد، اما گروه موسس MEMX حجم عظیمی از قدرت معاملاتی را در اختیار دارد که می‌تواند به رونق آن کمک کند. بانک‌های بزرگی همچون مورگان استنلی، یوبی‌اس و... مجموعه بزرگی از اطلاعات مشتریان‌شان را به این مجموعه خواهند آورد. همچنین انتظار می‌رود شرکت‌های کارگزاری مشهوری مثل چالز شواب و TD Ameritrade نیز دست به چنین اقدامی بزنند. حضور دو شرکت Citadel و Virtu در این گروه که از بازارگردانان بزرگ به شمار می‌روند، از نقاط قوت بورس جدید است. حتی اگر بازار MEMX موفق به جذب حجم بزرگی از معاملات نشود، باز هم قادر خواهد بود بورس‌های کنونی را وادار به کاهش قیمت و هزینه خدمات‌شان کند.»

در حال حاضر ۱۳ بورس سهام در آمریکا فعالیت می‌کنند که همه آنها به جز یکی تحت مالکیت یکی از بورس‌های نزدک، ICE یا Cboe قرار دارند. انتظار می‌رود، در صورت راهاندازی بورس جدید MEMX این بورس‌ها نیز برای همگام شدن با تحولات آتی، تغییراتی در روند فعالیت‌های خود ایجاد کنند.

نگاهی به تاریخچه کارگزاران بورس جهان

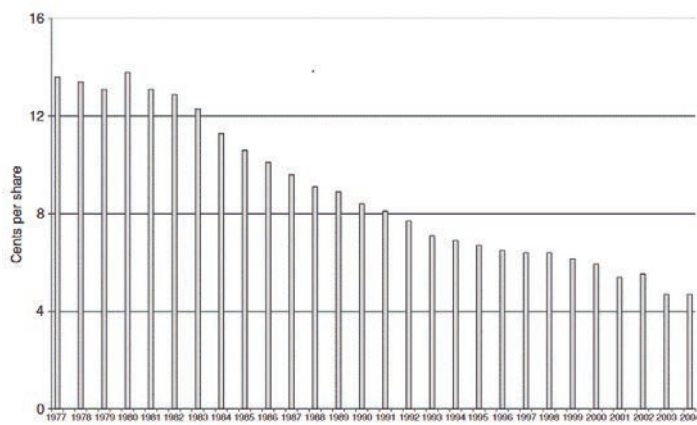
## روز تغییر بزرگ در بازار سهام

از روز اول ماه می سال ۱۹۷۵ بازار سهام آمریکا با تحولی بنیادی مواجه شد که آینده آن را تحت الشعاع قرار داد. از این روز با عنوان **May Day** (روز جهانی کارگر یا جشن بهار) یاد می‌شود و پس از آن، کارگزاران بورس اجازه یافتند تا نرخ‌های حق الزحمه معاملات سهام را تغییر دهند و متنوع‌تر کنند. پیش از آن، حق الزحمه کارگزاران برای معاملات سهام ثابت بود. برای نخستین بار طی ۱۸۰ سال، هزینه‌های معاملات سهام نه بر مبنای قیمت ثابت بلکه بر اساس رقابت در بازار تعیین شدند.

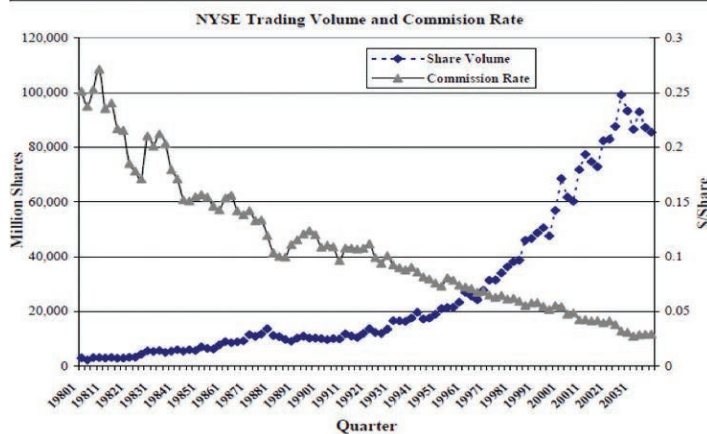
پیش از اعمال این تغییر، کارگزاران فارغ از حجم معامله انجام شده، برای همه معاملات یک نرخ تثبیت شده داشتند. بر این اساس، گاه سرمایه‌گذاران حقیقی ناچار بودند درصد بالایی از سود احتمالی خود را بابت حق الزحمه معاملات بپردازند. در آن زمان، اگر یک شرکت کارگزاری حق الزحمه کمتری از معامله‌گران دریافت می‌کرد، با مجازات روبه‌رو می‌شد.

قبل از روز اول می ۱۹۷۵ بازار سهام نیویورک عملاً یک روز در هفته تعطیل می‌شد. در چشم بزرگ بازار سهام در سال ۱۹۶۸ کارگزاران نتوانستند از عهده تقاضای سرمایه‌گذاران برآیند. این امر موجب شد تا بورس نیویورک هفته‌ای یک روز برای نفس گرفتن کارگزاران تعطیل شود. به همین دلیل در سال ۱۹۷۳ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) اعلام کرد که قصد دارد نرخ‌های تثبیت شده برای معاملات سهام را کنار بگذارد. تصویب چنین قانونی ساده نبود و در واقع اقدام کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به موضوعی بحث‌انگیز تبدیل شد. به عنوان مثال، جیمز نیدهام رئیس وقت بورس نیویورک با تغییر ساختار حق الزحمه معاملات به شدت مخالف بود و حتی تهدید کرده بود که از کمیسیون شکایت خواهد کرد. همچنین بسیاری از شرکت‌های کارگزاری نیز به دلیل کاهش درآمد، با این اقدام مخالفت کردند. با این حال، آنچه باید می‌شد، اتفاق افتاد.

منبع: اینوستویدیا



## Average Commission Per Share on NYSE



پیش از اعمال این تغییر، کارگزاران فارغ از حجم معامله انجام شده، برای همه معاملات یک نرخ تثبیت شده داشتند. بر این اساس، گاه سرمایه‌گذاران حقیقی ناچار بودند درصد بالایی از سود احتمالی خود را بابت حق الزحمه معاملات بپردازند. در آن زمان، اگر یک شرکت کارگزاری حق الزحمه کمتری از معامله‌گران دریافت می‌کرد، با مجازات روبه‌رو می‌شد.

قبل از روز اول می ۱۹۷۵ بازار سهام نیویورک عملاً یک روز در هفته تعطیل می‌شد. در چشم بزرگ بازار سهام در سال ۱۹۶۸ کارگزاران نتوانستند از عهده تقاضای سرمایه‌گذاران برآیند. این امر موجب شد تا بورس نیویورک هفته‌ای یک روز برای نفس گرفتن کارگزاران تعطیل شود. به همین دلیل در سال ۱۹۷۳ کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا (SEC) اعلام کرد که قصد دارد نرخ‌های تثبیت شده برای معاملات سهام را کنار بگذارد. تصویب چنین قانونی ساده نبود و در واقع اقدام کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا به موضوعی بحث‌انگیز تبدیل شد. به عنوان مثال، جیمز نیدهام رئیس وقت بورس نیویورک با تغییر ساختار حق الزحمه معاملات به شدت مخالف بود و حتی تهدید کرده بود که از کمیسیون شکایت خواهد کرد. همچنین بسیاری از شرکت‌های کارگزاری نیز به دلیل کاهش درآمد، با این اقدام مخالفت کردند. با این حال، آنچه باید می‌شد، اتفاق افتاد.

گفته می‌شود که این اقدام کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا راه را برای ظهور کارگزاران تخفیفی هموار کرد. با کاهش هزینه معاملات، کارگزاران خدمات معاملاتی جدیدی ارائه کردند که ارزان‌تر بود اما به سرمایه‌گذاران حقیقی مشاوره نمی‌دادند. در این زمان سرمایه‌گذارانی ظهور کردند که گرچه برای انجام معاملات سهام مجبور بودند به دانش خود متکی باشند، اما هزینه کمتری می‌پرداختند.

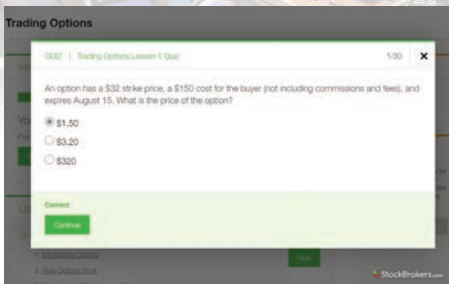
شرکت کارگزاری چارلز شوآب که در سال ۱۹۷۱ تاسیس شده بود، در زمینه ارائه تخفیف پیشگام بود. این شرکت از روز اول می سال ۱۹۷۵ شروع به ارائه تخفیف به مشتریان خود کرد. این شرکت همچنین برای مشاوره سرمایه‌گذاری محدود هم مبالغ اندکی دریافت می‌کرد. از دیگر پیامدهای این تحول باید به این نکته اشاره کرد که با افزوده شدن بر تعداد کارگزاران تخفیفی، راه برای کارگزاران تخفیفی آنلاین (برخط) امروزی هموار شد. امروزه معاملات آنلاین سهم زیادی از حجم معاملات بازار سهام آمریکا را به خود اختصاص داده‌اند.

در سال ۲۰۱۴ دیوید بیانکو از دویچه بنک آلمان با انتشار نموداری، روند تغییر میانگین حق الزحمه معاملات هر سهم و حجم معاملات در بورس نیویورک را منتشر کرد. این نمودار نشان می‌دهد که از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۳ همگام با کاهش



نگاهی به تاریخچه کارگزاران بورس جهان

# معرفی بهترین کارگزاران بر خط آمریکا در سال ۲۰۱۹



انتخاب یک کارگزار متخصص در معاملات برخط از مهمترین تصمیم‌هایی است که هر سرمایه‌گذاری می‌گیرد. هر معامله‌گر، روش سرمایه‌گذاری متفاوتی برای معامله دارد و خدمات متنوعی که کارگزاران ارائه می‌کنند، به معامله‌گران امکان می‌دهد تا بهترین و مناسب‌ترین کارگزار برخط را برای خود انتخاب کنند. برای کمک به معامله‌گران سهام، این گزارش قصد دارد بهترین کارگزاران برخط آمریکا را معرفی کند. همچنین ویژگی‌های مفید و منحصر به فرد این کارگزاری‌ها، پلتفرم‌های معاملاتی و روش کار آنها شرح داده می‌شود. به عنوان مسئول بخش تحقیقات موسسه StockBrokers از سال ۲۰۰۱ در حال انجام معاملات برخط سهام هستیم. در این مدت، در معاملات سهام، فارکس، معاملات اختیاری و رمزارزها حضور داشته‌ام. نتیجه یافته‌های این موسسه در زمینه بهترین کارگزاران برخط در آمریکا را در ادامه خواهید دید.

## بهترین برای تازه کارها

**TD Ameritrade**

آموزش‌های خوب و مناسب سرمایه‌گذاری و معامله، شرکت TD Ameritrade را به بهترین کارگزاری برای تازه کارها تبدیل کرده است. در بررسی‌های ما در زمینه آموزش، این کارگزاری بالاترین امتیاز در میان همه کارگزاران، یعنی ۱۰۰ درصد را کسب کرده است. در محتوای آموزش‌های این کارگزاری، آزمون‌هایی گنجانده شده است. در وبسایت این کارگزاری، آموزش به صورت بازی درآمده و برای یادگیری امتیاز داده می‌شود. این کارگزاری در هر ماه، دهها وبینار و جلسه آموزشی برگزار می‌کند.

امین صداقت  
مترجم

## بالاترین امتیاز

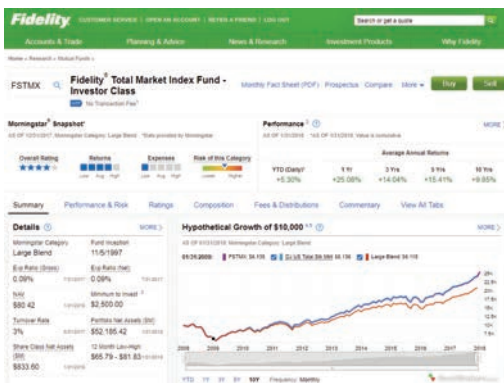
**TD Ameritrade**



هر سنت از پولی که از طریق کارگزاری TD Ameritrade سرمایه‌گذاری کنید، ارزش دارد. پلتفرم‌های معاملاتی، بخش تحقیقات، اپلیکیشن‌های موبایلی، آموزش و بخش خدمات مشتریان این کارگزاری شگفت‌انگیز و فوق‌العاده است. تجربیات چشمگیر این کارگزاری موجب شده تا بالاترین امتیاز را در بررسی‌های ما به دست آورد و به عنوان بهترین کارگزاری سال ۲۰۱۹ معرفی شود. کارگزاری TD Ameritrade شرکت فناوری محور است. مدیران این کارگزاری، ارزش مشتریان خود و تجربه کاربران با کیفیت را به خوبی درک می‌کنند و می‌دانند که چگونه باید در این بازار رقابتی پیش‌تاز بود.

## ارزان‌ترین کارگزار

**Fidelity**



این کارگزاری ۷۰ ساله مجموعه‌ای از خدمات را به مشتریان ارائه می‌کند. ارزش دارایی مشتریان این کارگزاری بیش از دو هزار میلیارد دلار برآورد می‌شود. برخلاف روند موجود، این کارگزاری هزینه موسوم به PFOF را دریافت نمی‌کند (هزینه‌ای که برای به جریان انداختن سفارش خرید یا فروش مشتری از شخص ثالث دریافت می‌شود) که در نتیجه کاهش هزینه‌های کلی مشتریان را به دنبال دارد. همچنین کارگزاری Fidelity هزینه‌ای بابت حساب‌های مختلف دریافت نمی‌کند. این کارگزاری برای خدمات اضافی هم هزینه اشتراک ماهانه به مشتریانش تحمیل نمی‌کند.



## بهترین پلتفرم وب

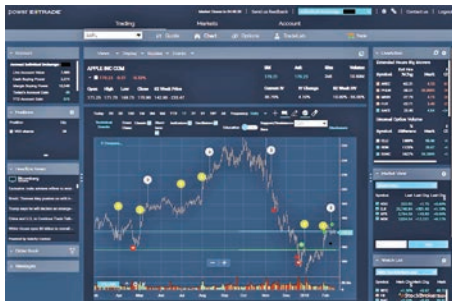
## E\*TRADE

پلتفرم معاملاتی Power E\*TRADE که در فرمت وبسایت ارائه شده، پلتفرمی نوآورانه با سرعت زیاد، سهولت استفاده و ابزارهای مورد نیاز برای معاملات اختیاری است. این پلتفرم در بررسی بهترین‌های سال ۲۰۱۹ بار دیگر عنوان بهترین پلتفرم مبتنی بر وب را به خود اختصاص داد. از مهمترین ویژگی‌های این پلتفرم می‌توان به این موارد اشاره کرد: حرکت و بزرگنمایی راحت و آسان، تحلیل تکنیکال یکپارچه، ۱۱۸ شاخص یا نشانگر تکنیکال برای معاملات اختیاری و ۳۳ ابزار طراحی و رسم نمودار.

	Gold	Platinum	Platinum Honors
Required balance	\$20K to \$50K 3-month average combined balance	\$50K to \$100K 3-month average combined balance	\$100K+ 3-month average combined balance
Online Investing	Up to 30/month If you have an E*Trade® or your Bank Edge online investment account. See fee schedule.	Up to 100/month If you have an E*Trade® or your Bank Edge online investment account. See fee schedule.	Up to 100/month If you have an E*Trade® or your Bank Edge online investment account. See fee schedule.
Research money market sweeps	5% Annual rate based on your Rewards Money Market Savings account.	10% Annual rate based on your Rewards Money Market Savings account.	20% Annual rate based on your Rewards Money Market Savings account.
Credit card rewards bonus*	25% Annual bonus on your eligible Bank of America Rewards card.	50% Annual bonus on your eligible Bank of America Rewards card.	75% Annual bonus on your eligible Bank of America Rewards card.

## ترکیب حساب‌های بانکی و کارگزاری

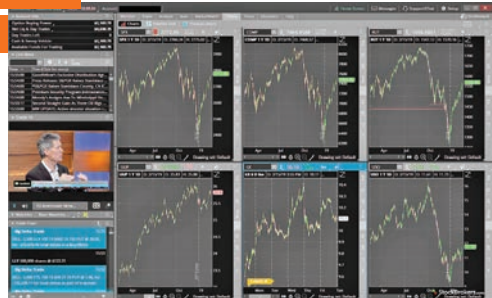
## Merrill Edge



از زمان شروع برنامه جوایز ترجیحی در سال ۲۰۱۴، من و همسر من از مشتریان آن بوده‌ایم. برای ترکیب فعالیت‌های بانکی و کارگزاری (حساب مشترک بانکی و کارگزاری)، تاکنون برنامه‌ای به این خوبی ندیده‌ام. در این برنامه، مشتریان می‌توانند شرایط انجام معاملات بدون هزینه (رایگان) را کسب کنند. در برنامه جوایز ترجیحی، مشتریانی که میانگین سه ماهه حساب مشترک (بانکی و کارگزاری) آنها دست کم ۵۰ هزار دلار باشد، می‌توانند تا ۳۰ معامله رایگان سهام در هر ماه انجام دهند. همچنین کسانی که میانگین سه ماهه حساب مشترکشان دست کم ۱۰۰ هزار دلار است، تا ۱۰۰ معامله رایگان سهام در هر ماه پاداش می‌گیرند. البته مزایای حضور در برنامه جوایز ترجیحی بسیار بیشتر از اینهاست.

## بهترین پلتفرم برای رایانه

## TD Ameritrade



بهترین پلتفرم معاملاتی برای رایانه، پلتفرم TD Ameritrade thinkorswim

است که مجموعه‌ای از ابزارهای کارآمد و چشمگیر را در اختیار ما قرار می‌دهد. این ابزارها شامل نمایه

شرکت، تحلیل پیشرفته درآمدزایی، تولید نمودار داده‌ها، بررسی و نمایش

وضع بازارها بر اساس تاریخ، مشاهده تقویم اقتصادی یا شرکتی و مانند آن است. این پلتفرم همچنین به

معامله‌گران امکان می‌دهد تا وضع سهام و نوسان قیمت را به صورت آنی بررسی کند، نمودارها را به اشتراک بگذارد و تحلیل پیشرفته معاملات اختیاری را انجام دهد. توانایی‌های این پلتفرم بیشتر از آن است که هر معامله‌گری بتواند تصور کند.

## بهترین برای معامله‌گران تخصصی

## Interactive Brokers

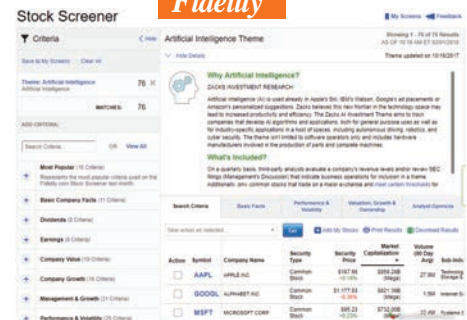


این کارگزاری با ارائه خدمات تخصصی، کمترین هزینه را برای خریدهای اعتباری دریافت می‌کند که از ۳،۶۸ درصد تا ۲،۶۸ درصد برای مشتریان دارای حساب بیش از یک میلیون دلار متغیر است.

کارگزاری Interactive Brokers که در میان صندوق‌های سرمایه‌گذاری از محبوبیت خاصی برخوردار است، هر نوع سرمایه‌گذاری را در بیش از ۱۲۰ بازار بین‌المللی در ۳۱ کشور جهان پوشش می‌دهد. گل سرسید پلتفرم‌های این کارگزاری، Trader Workstation است که امکان صدور ۶۵ نوع دستور مختلف را برای معامله‌گران فراهم می‌کند.

## بهترین برای پژوهش

## Fidelity

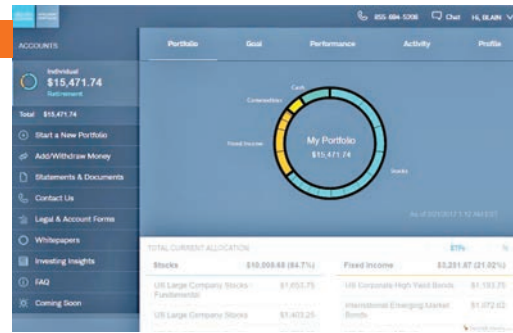


۷- بهترین و بارزترین ویژگی Fidelity پژوهش در حوزه سرمایه‌گذاری است. این وبسایت با دقت طراحی شده و دارای ابزارهای کارآمدی است. در اینجا، کارگزاری Fidelity گزارش‌های عالی از وضع بازار ارائه می‌کند. این شرکت کارگزاری، ۱۲ گزارش پژوهشی درباره بازار سهام و ۵ گزارش درباره صندوق‌های در سهام ارائه می‌کند که در نوع خود بی‌نظیر است. گرچه ممکن است این اطلاعات بسیار زیاد باشند اما جایگاه این کارگزاری در عرصه پژوهش را به خوبی نشان می‌دهند. تیم رهبری Fidelity همچنین پژوهش‌هایی درباره وضع کلی بازار هم منتشر می‌کند که در این زمینه تنها کارگزاری Schwab را می‌توان با آن مقایسه کرد.

بهترین برای حساب‌های بازنشستگی

Charles Schwab

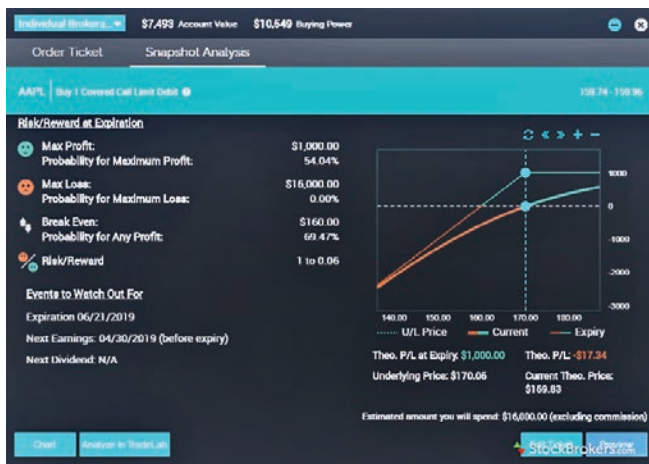
کارگزاری Charles Schwab کار را برای سرمایه‌گذارانی که مایل به مدیریت شخصی معاملات خود در بازار هستند، آسان کرده است. این کارگزار برای چنین سرمایه‌گذارانی هزینه پایین، پژوهش‌های عالی، ابزارهای معاملاتی باکیفیت و طراحی و برنامه‌ریزی تخصصی برای آینده را ارائه می‌کند. برای سرمایه‌گذارانی که نیازمند کمی کمک هستند، پورتفوی‌های هوشمندانه کارگزاری Charles Schwab ترکیب جذابی از هزینه‌های اندک، گزارش‌های بازار با کیفیت و پیگیری اهداف به شمار می‌روند.



بهترین برای معاملات اختیاری

E\*TRADE

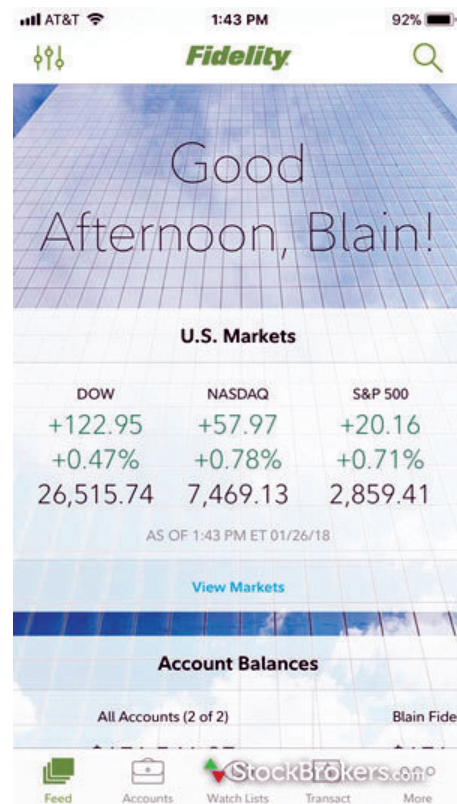
۱۱- برای انجام معاملات اختیاری (آپشن) هیچ پلتفرمی بهتر از Power E\*TRADE نمی‌توان پیدا کرد. توجه به جزئیات، سهولت درک داده‌ها و آمارهای ارائه شده و چندین ویژگی مهم دیگر، کار با پلتفرم Power E\*TRADE را به تجربه‌ای بی‌نظیر تبدیل کرده است. استفاده از این پلتفرم معاملاتی را به تازه‌کارها هم توصیه می‌کنم. استفاده از ابزار تحلیل ریسک و اشاره به رویدادهای مهم که برای معامله‌گران سومند هستند، از دیگر ویژگی‌های این پلتفرم است.



بهترین اپلیکیشن سرمایه‌گذار

Fidelity

اپلیکیشن موبایلی Fidelity با طراحی عالی و بدون باگ، تجربه دلچسب و فوق‌العاده‌ای به سرمایه‌گذاران می‌دهد. برای معامله‌گران فعال که به دنبال بهترین‌ها هستند، این کارگزاری اپلیکیشن No. ۱ در Investor App سال ۲۰۱۹ ارائه می‌کند. این اپلیکیشن دارای یک داشبورد (کارپوشه) قابل تنظیم و قابلیت شخصی‌سازی اطلاعات است. در این داشبورد، اطلاعات بازار، اخبار، پورتفوی‌ها و دیگر اطلاعات مورد نیاز برای معامله‌گران نمایش داده می‌شود. این اپلیکیشن Fidelity اپلیکیشن محبوب من است.



بهترین فناوری پلتفرم

TradeStation

کارگزاری TradeStation دو پلتفرم ارائه کرده است: نخست Web Trading پلتفرمی مبتنی بر وب که برای معامله‌گران خواهان سادگی طراحی شده است؛ و دومی هم‌گام سرسید این شرکت یعنی TradeStation desktop است. ابزارهایی که در پلتفرم دوم ارائه شده‌اند، بسیار تخصصی هستند. به عنوان مثال، آمارهای معاملات در بیش از ۴۰ سال گذشته در این پلتفرم قابل مشاهده است. به علاوه، ۲۷۴ نشانگر یا شاخص در این پلتفرم در دسترس است.



## بهترین اپلیکیشن معامله گر

## TD Ameritrade

۱۰- در میان همه شرکت‌های کارگزاری، TD Ameritrade بیشترین تمرکز را فناوری موبایلی دارد، به همین دلیل همه جای نام این کارگزاری را می‌بینیم. اپلیکیشن Mobile Trader برترین انتخاب من برای سال ۲۰۱۹ است و آن را به همه توصیه می‌کنم. این اپلیکیشن کاملا کاربردی و سودمند است. بهترین راه برای شناخت این اپلیکیشن این است که پلتفرم thinkorswim کارگزاری TD Ameritrade را در قالب اپلیکیشن در نظر بگیرید. ترکیب طراحی کارآمد و ویژگی معامله‌گری پیشرفته از جمله دلایل انتخاب این اپلیکیشن به شمار می‌رود.



## FINAL RANKING

- 1 TD Ameritrade 9.01
- 2 Charles Schwab 8.87
- 3 E\*TRADE 8.78
- 4 Fidelity 8.72
- 5 Merrill Edge 8.64
- 6 TradeStation 8.39
- 7 Ally Invest 8.19
- 8 SogoTrade 8.14
- 9 Lightspeed 7.75
- 10 Cobra Trading 7.55
- 11 Firstrate 7.42
- 12 SpeedTrader 7.24
- 13 Interactive Brokers 7.14
- 14 Just2Trade 6.97
- 15 ChoiceTrade 6.70

## ۱۴- بهترین خدمات مشتریان

## TD Ameritrade

برای امتیازدهی به سرویس خدمات مشتریان، ما با صرف ۱۰ هفته زمان و بررسی ۳۰۰ تماس تلفنی، از میان ۱۶ کارگزار، بالاترین امتیاز را به TD Ameritrade دادیم. میانگین زمان تماس با بخش خدمات مشتریان این کارگزاری کمتر از یک دقیقه بوده است. این کارگزار با کسب امتیاز کلی ۹،۰۱ از ۱۰ در بخش خدمات مشتریان، رتبه نخست را در میان ۱۶ شرکت کارگزاری آمریکایی به دست آورد.

## رتبه‌بندی بهترین شرکت‌های کارگزاری آمریکادر ۲۰۱۹

Brokers	Commissions & Fees	Platforms & Tools	Research	Mobile Trading	Customer Service	Offering of Investments	Education	Ease of Use	Banking	Overall Rating
TD Ameritrade	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★★
Fidelity	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Charles Schwab	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
E*TRADE	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Interactive Brokers	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Merrill Edge	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
TradeStation	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Firstrate	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Ally Invest	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
SogoTrade	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Lightspeed	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
SpeedTrader	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Cobra Trading	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Just2Trade	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
Robinhood	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	Not Rated	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
ChoiceTrade	★★★★☆	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★

نویسنده: بلین راینکنز مه‌یر

منبع: وبسایت StockBrokers.com

# تاثیر هزینه معاملات بر سود سرمایه‌گذار

وقتی از خرید و فروش ابزارهای مالی همچون سهام، اوراق اختیار، آتی و مانند آن سخن به میان می‌آید، باید معامله‌گران و سرمایه‌گذاران را بر حسب هزینه و حق الزحمه پرداختی به کارگزاران تفکیک کرد. به عنوان هزینه‌ای اجتناب‌ناپذیر، حق الزحمه کارگزار تأثیر زیادی بر میزان سودآوری معامله‌گر و سرمایه‌گذار دارد. امروزه نمی‌توان انجام معاملات ابزارهای مالی را بدون داشتن ارتباط با یک شرکت کارگزاری تصور کرد. شرکت‌های کارگزاری برای تداوم خدمت‌رسانی به معامله‌گران و سرمایه‌گذاران ناچارند هنگام خرید و فروش ابزارهای مالی، حق الزحمه‌ای دریافت کنند که همان هزینه معاملات است.

بدون در نظر گرفتن حجم معامله (خواه یک سهم باشد یا هزار سهم) از معامله‌گر دریافت می‌کند. در این نوع حق الزحمه، معامله‌گر و سرمایه‌گذار، هم برای خرید و هم برای فروش باید مبلغ تعیین شده برای حق الزحمه را بپردازد. به عنوان مثال، اگر حق الزحمه ثابت معادل ۳٫۶۵ دلار باشد، هنگام خرید ابزارهای مالی بدون توجه به حجم آن، شرکت کارگزاری مبلغ ۳٫۶۵ دلار از حساب معامله‌گر کسر می‌کند. این اتفاق در زمان فروش ابزارهای مالی نیز تکرار می‌شود.

## حق الزحمه شناور

در این نوع حق الزحمه که به آن هزینه درصدی هم گفته می‌شود، شرکت کارگزار درصد معینی از حجم معامله انجام شده را به عنوان حق الزحمه کسر می‌کند.

به طور عادی، شرکت‌های کارگزاری نیم درصد از ارزش معامله را دریافت می‌کنند. به عنوان مثال، اگر یک معامله‌گر ۲۰۰ سهم به بهای هر سهم ۷ دلار خریداری کند، ارزش معامله ۱۴۰۰ دلار خواهد شد. بنابراین، حق الزحمه کارگزار معادل ۷ دلار خواهد بود. در اینجا ممکن است بگویید، با توجه به مثال‌های ارائه شده، حق الزحمه‌های ثابت و شناور مشابه هم هستند اما وقتی در طول یک دوره معین محاسبه می‌کنیم، حق الزحمه ثابت برای خرید و فروش بسیار کمتر از حق الزحمه درصدی است.

گرچه ممکن است در نگاه اول این یک مزیت به شمار آید، اما اگر حجم معاملات کوچک باشند، رقم حق الزحمه ثابت بسیار بیشتر از حق الزحمه شناور یا درصدی خواهد بود.

## حق الزحمه پلکانی

معمولاً شرکت‌های کارگزاری حق الزحمه‌های پلکانی را بر مبنای تعداد معاملات کامل شده معامله‌گران دریافت می‌کنند. در این ساختار حق الزحمه معاملات، اگر معامله‌گر تعداد معاملات بیشتری را کامل کند، هزینه کمتری را متحمل می‌شود.



احسان لطفی

مترجم

باید واقعیت را بپذیریم. برای معامله‌گران و سرمایه‌گذاران دشوار است که هر روز در تالار معاملات حضور پیدا کنند.

در حال حاضر سیستم‌های رایانه‌ای که از طریق اپلیکیشن‌های پیچیده مجهز به توانمندی هوش مصنوعی کنترل می‌شوند، به سرمایه‌گذاران و معامله‌گران امکان می‌دهند تا به طور آتی به اطلاعات بازار دسترسی داشته باشند.

در نتیجه، معامله‌گران می‌توانند در حالی که در خانه نشسته‌اند، نشانه‌ها و شاخص‌های مختلف را بررسی و تحلیل کنند و به‌موقع با خرید یا فروش ابزارهای مالی، به سود مناسب دست یابند. آنچه لازم است سرمایه‌گذاران بدانند، این است که پرداخت حق الزحمه کارگزاران بخشی از روند معاملات است.

بنابراین آگاهی از کارکرد و مقدار این هزینه‌ها، همچنین هزینه‌های متفاوت کارگزاران مختلف به شما کمک خواهد کرد تا کمترین هزینه را بپردازید و سود بیشتری به دست آورید.

در اینجا، انواع مختلف حق الزحمه معاملات ابزارهای مالی را که بیشتر کارگزاران بر اساس آن فعالیت می‌کنند، معرفی می‌کنیم.

به طور کلی، حق الزحمه معاملات ابزارهای مالی به سه نوع اصلی تقسیم می‌شود:

- حق الزحمه ثابت (تثبیت شده)
- حق الزحمه شناور (متغیر)
- حق الزحمه پلکانی

بیا بیا نگاهی دقیق‌تر به این حق الزحمه‌ها بیندازیم.

## حق الزحمه ثابت

نرخ ثابت یا یکنواختی است که شرکت کارگزاری

وقتی از خرید و فروش ابزارهای مالی همچون سهام، اوراق اختیار، آتی و مانند آن سخن به میان می‌آید، باید معامله‌گران و سرمایه‌گذاران را بر حسب هزینه و حق الزحمه پرداختی به کارگزاران تفکیک کرد



بابت حق الزحمه معاملات می پردازند، باید به این نکته توجه کنند.

اگر سرمایه گذاران میزان حق الزحمه پرداختی در یک دوره زمانی طولانی را محاسبه کنند، بدون شک از حجم هزینه پرداختی خود تعجب خواهند کرد. این در حالی است که آنها بابت استفاده از دیگر خدمات شرکت های کارگزاری نیز باید مبالغی بپردازند. حال پرسش اصلی این است: چگونه می توان حق الزحمه کمتری پرداخت و سود بیشتری برد؟

یک راه این است که کمتر معامله کنید. معامله بیش از حد موجب افزایش هزینه و کاهش سود می شود. پس فقط بهترین ها را معامله کنید، به موقع بخرید و به موقع بفروشید. راه دوم این است که با مطالعه و بررسی روش معاملاتی خود، بهترین کارگزاری را که با این روش هماهنگ است انتخاب کنید.

مثلا اگر به سرعت به بازار وارد و از آن خارج می شوید، ساختار حق الزحمه بابت معامله هر سهم برای شما مناسب است. اما اگر در حجم های بالا خرید و فروش می کنید، حق الزحمه پلکانی برای شما مناسب تر خواهد بود.

منبع: وبسایت Warrior Trading

به این مثال توجه کنید؛ اگر یک معامله گر برای ۵۰ معامله کامل شده مبلغ ۳,۶۵ دلار به عنوان حق الزحمه بپردازد، برای ۵۰ معامله بعدی که کامل می شود، شرکت کارگزار مبلغ ۳,۵۰ دلار بابت هزینه معاملات کسر خواهد کرد. شاید به نظر عجیب برسد اما واقعیت این است که شرکت های کارگزاری معمولا حق الزحمه ها را بر مبنای ماهانه محاسبه و تعدیل می کنند.

به بیان دیگر، اگر قرار بود شما ۱۰۰ سهم بخرید، باید ۳,۶۵ دلار بابت حق الزحمه می پرداختید نه اینکه برای ۵۰ معامله اول ۳,۶۵ دلار و برای ۵۰ معامله بعدی ۳,۵۰ دلار بپردازید. این ساختار برای کسانی که هر روز خرید و فروش می کنند و ترجیح می دهند در کوتاه مدت تعداد زیادی معامله انجام دهند، مناسب تر است.

همانگونه که گفته شد، معامله گران و سرمایه گذاران با بررسی و مدیریت حق الزحمه های پرداختی بابت معاملات خود، درمی یابند که این هزینه ها چگونه بر میزان سود آنها تاثیر می گذارد.

به ویژه معامله گران فعال که همه روزه دست به خرید و فروش می زنند و در هر سال مبالغ زیادی

**معامله گران و سرمایه گذاران با بررسی و مدیریت حق الزحمه های پرداختی بابت معاملات خود، درمی یابند که این هزینه ها چگونه بر میزان سود آنها تاثیر می گذارد**

# کارگزاران در چهار گوشه جهان

آسیا

وبسایت **The International Investor** در زمینه معرفی بازارهای بین‌المللی به سرمایه‌گذاران فعالیت

می‌کند. این وبسایت در گزارشی به معرفی چند شرکت کارگزاری بین‌المللی پرداخته که ممکن است برای سرمایه‌گذاران در بازارهای دارای قابلیت دسترسی کمتر جالب باشد. کریس شولتو هیتون، نویسنده این گزارش می‌گوید: به طور کلی، در این مقاله به بازارهایی اشاره خواهیم کرد که من شخصاً در آنها هیچ فعالیتی نداشته و در نتیجه کمتر می‌توانم اطلاعات لازم را در اختیار سرمایه‌گذاران خارجی قرار دهم. به علاوه فرصت بررسی کامل کارگزاری‌هایی که توسط دیگران معرفی شده‌اند را نداشته و خدمات آنها را به طور دقیق مطالعه نکرده‌ام. با این حال در صورت تمایل می‌توانید به معرفی شرکت‌های کارگزاری بپردازید یا اطلاعات مفیدی را که در حوزه سرمایه‌گذاری در این کشورها را در اختیار دارید، برای ما ارسال کنید و از این طریق اطلاعات فوق را با دیگران به اشتراک بگذاریم.

بیشتر بازارهای آسیا تحت تاثیر شرکت‌های کارگزاری بین‌المللی در هنگ‌کنگ و سنگاپور هستند. بنابراین بهترین مکان برای سرمایه‌گذاران خارجی محسوب می‌شوند. سیستم دیوان سالارانه در ویتنام شما را ملزم به دریافت کارت هویت معامله‌گری شخصی و حساب بانکی محلی می‌کند. با وجودی که شخصاً باور دارم سفر کردن به این کشور و بازدید از آن امری ضروری است اما هیچگونه ضرورتی برای سفر به این کشور وجود ندارد. شما می‌توانید با مراجعه به وبسایت شرکت‌های کارگزاری از خدمات پیشنهادی این شرکت‌ها به زبان انگلیسی بهره‌مند شوید که مسیر شما را هموارتر می‌سازد. به نظر می‌رسد شرکت کارگزاری **Saigon Securities** در میان سرمایه‌گذاران خارجی بهترین و محبوب‌ترین گزینه انتخابی باشد. این امکان برای شما وجود دارد تا هر زمان که بخواهید حساب معامله‌گری جداگانه‌ای باز کنید و چنانچه قصد خرید دارید، پیش از انجام آن اقدام به باز کردن حساب مذکور نمایید. کشور مغولستان اخیراً به عنوان مکانی برای سرمایه‌گذاری بر روی مواد معدنی شناخته شده است که البته باید نسبت به این منبع سرمایه‌گذاری جدید و آنچه می‌خرد با احتیاط وارد عمل شوید. تعداد زیادی از شرکت‌های کارگزاری محلی تنها به هدف پاسخگویی و رفع نیازهای مشتریان انگلیسی زبان تاسیس شده‌اند و روند ثبت نام در آنها نسبتاً ساده می‌باشد. دو شرکت صاحب نام **BD Sec** و **Asia Pacific Securities** که سابقاً به عنوان **Altan Tan** شناخته می‌شد، از این دست هستند. در پاکستان شرکت‌های کارگزاری به ارائه خدمات آنلاین در کراچی مشغول هستند و از این نظر با هیچ کمبودی مواجه نیستند. **KASB Di- AKD Trade, Arif Habib** و **rect** سه کارگزاری معروف در این حوزه به‌شمار می‌روند. سرمایه‌گذاران خارجی به منظور تسهیل در ورود و خروج سرمایه ملزم به باز کردن حساب مخصوص قابل تغییر به رویه هستند. برای باز کردن حساب فوق باید از خدمات کارگزاری‌ها استفاده کرد. در سال‌های اخیر بنگلادش شاهد تاسیس کارگزاری‌های جدیدی بوده است که در زمان موفقیت و رونق خیره‌کننده بازار سهام داکا و متعاقباً ورشکستگی آن ایجاد شدند. در این کشور نیز همچون پاکستان، سرمایه‌گذاران خارجی نیازمند باز کردن حساب سرمایه‌گذاری قابل تبدیل به تاکا (واحد پول بنگلادش) هستند تا کار دریافت و ارسال پول به راحتی صورت گیرد. **LankaBangla Securities** بزرگترین کارگزاری بنگلادش، خدمات فوق را به مشتریان خود ارائه می‌دهد.

در کشور سریلانکا نیز ساده‌ترین راه حل ممکن برای سرمایه‌گذاران، باز کردن حساب در کارگزاری **Phil-ip Securities** است که به ارائه خدمات فوق می‌پردازد (به لیست کارگزاران بین‌المللی سهام در سنگاپور مراجعه کنید). با این حال چنانچه نیازمند یک حساب محلی هستید، می‌توانید با کارگزاری **Asha Philip Securities** شروع کنید. کارگزاری اروپا محور و البته گران قیمت **Swissquote** نیز پیشنهاد دیگری برای سرمایه‌گذاران محترم است. مرکز فروش سهام و اوراق بهادار **لائوس** نیز دو شرکت و دو کارگزار بورس را در این حوزه معرفی کرده است که یکی از آنها از شرکت‌های تابعه دو شرکت اولی می‌باشد. دو شرکت فوق با نام‌های **BCEL-KT** و **Lanexang** شناخته می‌شوند. در کشور کامبوج نیز مرکز فروش سهام و اوراق بهادار راه اندازی شده اما تاکنون هیچ شرکتی در این بازار پذیرفته نشده است. دو گروه بانکی **Aceda** و **Sonatra Securities** در دریافت مجوزهای مربوطه به عنوان دو شرکت کارگزاری خدمات موردنظر را ارائه می‌دهند. تا به امروز تنها نسل جدید هندیان که از صلاحیت لازم برای خرید و فروش سهام برخوردار بوده‌اند مجاز به فعالیت در این حوزه بوده‌اند. بیشتر گروه‌های مالی عمده در هند اغلب به ارائه خدمات کارگزاری‌ها به افراد واجد شرایط اقدام می‌کنند که می‌توان به شرکت کارگزاری **Interactive Broker** اشاره کرد. با اینکه در سال ۲۰۱۲ قوانین موجود نسبتاً آسان‌تر شدند، اما به نظر می‌رسد کارگزاران هندی هنوز هم نتوانسته‌اند سطح خدمات خود به سرمایه‌گذاران خارجی را ارتقاء دهند.



گلاره صلحی  
مترجم

نکته بسیار کلیدی: برخی از شرکت‌های معرفی شده، تحت نظارت مراکز مالی دیگر فعالیت می‌کنند یا از شرکت‌های تابعه موسسات مالی دیگر هستند. برخی دیگر از پتانسیل کمتری برای حمایت از سرمایه‌گذاران برخوردار بوده و تنها به این دلیل به اسم آنها اشاره شده است که از عهده ارائه بهترین راه حل‌های ممکن به منظور دستیابی به بازارهای غیرقابل نفوذ برمی‌آیند. با این حال در این مقاله به شرکت‌های بی‌نام و نشان، مشکوک یا آنهایی که تحت نظارت هیچ ارگانی نبوده یا از نظارت چندانی برخوردار نیستند، اشاره نشده است. چنانچه قصد سرمایه‌گذاری در اینگونه بازارها را دارید باید ابتدا از صلاحیت آنها اطمینان یافته و آنها را ارزیابی کنید سپس به سرمایه‌گذاری در آنها اقدام نمایید.

اروپای  
شرقی

به طور شگفت آوری اروپای شرقی در این زمینه چندان از رشد و پیشرفت بهره‌مند نبوده است. این موضوع نشان می‌دهد بسیاری از این بازارها تعداد بسیاری کمی از شرکت‌های کارگزاری را معرفی کرده‌اند و در نتیجه تنها توجه تعداد اندکی از سرمایه‌گذاران خرد خارجی را به خود جلب می‌کنند. تعداد کمی از شرکت‌های کارگزاری بین‌المللی در غرب اروپا به ارائه خدمات ارزان قیمت اما آنلاین می‌پردازند که محدوده جغرافیایی آن کشور اتریش می‌باشد. برخی از شرکت‌های کارگزاری خصوصی بریتانیایی نیز قادر به ارائه خدمات به تعدادی از کشورهای اروپای غربی و شرقی به طور همزمان هستند اما حداقل درصد کمیسیون در این شرکت‌ها نسبتاً بالاست. اخیراً **Charles Stanley** و **Daniel Stewart** دو نمونه از این کارگزاری‌ها هستند. اخیراً بانک **Saxo** کشور لهستان را نیز به لیست خود اضافه کرده است. بنابراین بزرگترین بازار اروپای شرقی نیز در حال حاضر از طریق یک شرکت کارگزاری صاحب نام بین‌المللی ارزان قیمت اما آنلاین در دسترس سرمایه‌گذاران قرار دارد. این بانک همچنین کشور جمهوری چک را برای سرمایه‌گذاری در حوزه سهام توصیه می‌کند. یکی دیگر از گزینه‌ها که نقطه خوبی برای شروع به نظر می‌رسد، شرکت کارگزاری **Brokerjet** است که توسط بانک اتریشی **Erste** راه‌اندازی شده است. این کارگزاری علاوه بر صرافی‌های عمده اروپایی به ارائه خدمات آنلاین به منظور خرید و فروش سهام در کشورهای کرواسی، چک، اسلونی، مجارستان و لهستان می‌پردازد که شامل بازارهای محلی آلمان و ایالات متحده نیز می‌شود.

به این نکته توجه داشته باشید که کشور چک برای انجام معاملات سهامی خود از **Prague Exchange** و **RM-SYSTEM Czech Stock Exchange** استفاده می‌کند که به نظر نمی‌رسد دومی از طریق هیچیک از شرکت‌های کارگزاری خارجی قابلیت دسترسی داشته باشد. سرمایه‌گذاران در صورت تمایل به خرید و فروش سهام می‌توانند با باز کردن حساب در بانک **Fio** که صاحب **RM-SYSTEM** است دست به سرمایه‌گذاری بزنند. **RM-SYSTEM** خدمات خود را تنها به زبان انگلیسی ارائه می‌دهد و حتی سهام آن در **Prague Exchange**، لهستان و مجارستان نیز قابل معامله است. سرمایه‌گذاران خارجی ممکن است به سرمایه‌گذاری در سه شرکت لیتوانیایی نیز علاقه نشان دهند. **Orion Securities** خدمات معامله‌گری آنلاین را برای سه کشور استونی، لتویا و لیتوانی فراهم می‌کند. بنا به گفته آنها این کشور حتی می‌تواند با کمک شرکت‌های کارگزاری خدمات معامله‌گری خود را به طیف وسیعی از کشورهای دیگر نیز ارائه دهد. بلغارستان، کرواسی، چک، یونان، مجارستان، لهستان، رومانی، روسیه، صربستان، اسلواکی، آفریقای جنوبی، ترکیه و اوکراین از این دست می‌باشند. این کار از طریق نمایندگان آنها صورت می‌گیرد، بنابراین بهای آنها چندان ارزان نخواهد بود.

با این حال این بازارها برای سرمایه‌گذاری مناسب است که به دنبال راهی برای سرمایه‌گذاری با توجه به فرصت‌های موجود هستند بدون اینکه نیازی به باز کردن حساب در آنها باشد. **Finasta** نیز از امکان ارائه خدمات معاملات آنلاین به طیف وسیعی از کشورها برخوردار است که این کار توسط نمایندگان آنها صورت گرفته و حتی برخی از معاملات نیز به صورت دستی توسط کارگزاران بورس انجام می‌گیرد. بازارهای قابل دسترس که به سختی می‌توان به آنها راه پیدا کرد شامل بوسنی، بلغارستان، کرواسی، چک، استونی، گرجستان، یونان، مجارستان، لتویا، لیتوانی، لهستان، رومانی، روسیه، صربستان، اسلواکی، اسلونی، ترکیه و اوکراین هستند. **Finasta** اطلاعات کمی را در خصوص خدمات خود در اختیار علاقه‌مندان قرار می‌دهد و این احتمال وجود دارد که تنها توجه آنها به مشتریان و نهادهای دیگر با توان مالی بیشتر معطوف باشد. با این حال آنها به صورت تخصصی در کشورهای بلاروس، استونی، قزاقستان، لتویا، لیتوانی، روسیه و اوکراین فعالیت دارند و به همین دلیل **Finasta** برای سرمایه‌گذارانی که به شدت در جستجوی پیدا کردن کارگزاران سهام انگلیسی زبان و خیره هستند، از ارزش زیادی برخوردار است.

**Swissquote** نیز از امکان ارائه خدمات به برخی از بازارهای اروپای شرقی - غربی برخوردار است با این تفاوت که درصد کمیسیون آن در مقایسه با دیگر موسسات نسبتاً بیشتر است. یکی از گزینه‌های انتخابی برای حساب‌های محلی در کشورهای اروپایی خاص اما نوظهور در عرصه خرید و فروش سهام **CDM Pekao** در لهستان است که کارمندان آن قادر به صحبت به زبان انگلیسی هستند. این کارگزاری می‌تواند خدمات معامله‌گری آنلاین خود را به ورشو و دیگر بازارهای اصلی منتخب در اروپا و شمال آمریکا ارائه دهد. **Dom Maklerski BZ WBK** یکی دیگر از شرکت‌های لهستانی با خدمات مشابه **CDM Pekao** است. در مجارستان بانک **CIB** مجهز به سیستم خرید و فروش آنلاین بوده و خدمات بانکداری ویژه‌ای را به مهاجرین انگلیسی زبان در این کشور اختصاص داده است.

در پهنه جنوب صحرای آفریقا یا در مراکز مالی خارجی هیچ کارگزاری بورسی که بتواند طیفی از بازارهای آفریقایی را معرفی و نیاز مشتریان خرد را برطرف سازد، دیده نمی‌شود. چنانچه به دنبال سرمایه‌گذاری مستقیم در بیشتر کشورهای این منطقه هستید باید از طریق یک کارگزار بورس کد بورسی دریافت کنید که فرآیند آن متناسب با قوانین کشورهای مورد نظر تعریف شده است. برای دسترسی به بازارهای آفریقای جنوبی به طور غیرقابل باوری تعداد کمی از کارگزاران بین‌المللی بورس در دسترس خواهند بود. بانک Saxo بهترین انتخاب برای بیشتر سرمایه‌گذاران است اما باید بدانید که امکان پذیرش مهاجران آمریکایی توسط این بانک وجود ندارد. EverTrade یا Fidelity دیگر گزینه‌های پیشنهادی ممکن هستند. شرکت‌های محلی بدون شک کمیسیون‌های بالاتری را مطالبه می‌کنند اما دست‌کم خدمات مشابه در بانک Saxo برای سرمایه‌گذاران خارجی ارزان‌تر تمام می‌شود. سه موسسه Absa Share Trading, Standard Securities و Investec Securities Online سه گزینه ممکن برای آن دسته از سرمایه‌گذارانی هستند که به دنبال باز کردن حساب در این کشور می‌باشند. صنعت کارگزاری بورس در کنیا در حال حاضر دستخوش تغییرات زیادی است و بسیاری از شرکت‌های کارگزاری مستقل در این کشور توسط شرکت‌های بزرگتر مانند بانک‌ها خریداری شده‌اند. سرمایه‌گذارانی که علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در آفریقا هستند، ممکن است تمایل به ارزیابی رشد و توسعه کشورهای این منطقه داشته باشند. به توصیه مرکز مالی نایروبی و با توجه به موفقیت‌های نسبی آن، این منطقه محتمل‌ترین مکان برای سرمایه‌گذاری است و کارگزاران بورس محلی که این امکان را به شما می‌دهند تا به بسیاری از کشورهای آفریقای شرقی دسترسی پیدا کنید، نیز در عرض چند سال آینده تاسیس خواهند شد. در حال حاضر تعداد قابل قبولی از کارگزاری‌های محلی تاسیس شده‌اند. CFC Stanbic به تازگی اولین ساختار معامله‌گری در فضای آنلاین به صورت واقعی را راه‌اندازی کرده است. بانک NIC اعلام کرده است که علاقه‌مند به پذیرش مشتریان خارجی نه تنها در امور مربوط به باز کردن حساب بانکی بلکه تهیه کد بورسی نیز می‌باشد. تعداد بیشتری از کارگزاران بورسی نیز در نیجریه فعالیت دارند که متأسفانه بیشتر خدماتی که ارائه

در این منطقه بازارهای کشور ترکیه بیشتر توجه سرمایه‌گذاران خارجی را به خود معطوف کرده است. شرکت‌های کارگزاری بین‌المللی چندبازاری در این کشور شامل Charles Schwab, Daniel Stewart, Orion Securities و Swissquote هستند. در بیشتر بانک‌های ترکیه به عنوان بخشی از خدمات بانکداری اینترنتی می‌توان به خرید و فروش سهام مبادرت کرد. توصیه می‌شود برای خرید و فروش سهام از خدمات بانک Garanti به عنوان تنها بانکی در این کشور که صافانه در جهت رفع نیازهای مهاجرین انگلیسی زبان تلاش می‌کند، استفاده کنید. مهاجرین در این کشور این نکته را تایید می‌کنند که تنها با مراجعه به یکی از شعبات این بانک و صحبت به زبان انگلیسی قادر به باز کردن حساب بانکی بوده‌اند. با این حال میزان موفقیت آنها به نوع خدمات شعب و تحویلدار بانک بستگی دارد. برای دسترسی به بازارهای کشور مصر می‌توانید از شرکت کارگزاری خصوصی بریتانیایی Daniel Stewart استفاده کنید. هر چند بانک صاحب نام مصری EFG Hermes نیز می‌تواند گزینه مشخصی برای سرمایه‌گذاران باشد. این بانک از قابلیت ارائه خدمات معامله‌گری آنلاین برخوردار بوده و سه کشور مصر، امارات متحده عربی و عربستان سعودی را پوشش می‌دهد اما تنها سرمایه‌گذارانی که شهروندان کشورهای عرب عضو شورای همکاری خلیج فارس (GCC) محسوب می‌شوند از حق سرمایه‌گذاری در آنها برخوردارند.

خرید و فروش سهام در کشورهای اردن، کویت، لبنان، عمان، قطر و سوریه از طریق شرکت EFG Hermes و دیگر شرکای آن در بحرین، مراکش و فلسطین امکان‌پذیر است. هنگامی که برای تحقیق در خصوص اینکه آیا امکان معامله تلفنی نیز در این بازارها وجود دارد و آیا هیچ محدودیتی در باز کردن حساب و حجم معاملات مشخص شده است، وارد عمل شدم، نتوانستم پاسخ صریحی برای سوالات فوق پیدا کنم. یکی دیگر از گزینه‌های موجود، شرکت Mubasher Financial Services در بحرین است که توسط گروه فناوری ملی به صورت خوشه‌ای و توسط عربستان سعودی تاسیس شده است. این شرکت از ساختاری آنلاین به نام DUTrade بهره می‌گیرد و خدمات خود را به کشورهای لبنان، بحرین، مصر، کویت، عمان، فلسطین، قطر، عربستان سعودی، سریلانکا، ترکیه، امارات متحده عربی، بریتانیای کبیر و آمریکا عرضه می‌کند و همچنین از قابلیت معامله تلفنی در کشورهای اردن، مراکش و تانزانیا نیز برخوردار است. سرمایه‌گذارانی که به زبان فرانسوی صحبت می‌کنند و به دنبال باز کردن حساب در شمال آفریقا هستند، می‌توانند از امکانات ویژه این منطقه به طور کامل استفاده کنند. شرکت‌هایی که قادر به ارائه خدمات به زبان انگلیسی هستند شامل MAC و Tunisie Valeurs در تانزانیا هستند. شرکت Tunisie Valeurs همچنین شعبه‌ای به نام Integra Bourse در مراکش دارد.

سرمایه‌گذاران خارجی همچنین می‌توانند در بازار ایران به خرید و فروش سهام اقدام کنند. (البته خرید و فروش سهام در ایران برای شهروندان و افراد مقیم در ایالات متحده غیرقانونی است). پیش از باز کردن حساب بانکی و تهیه کد بورسی باید ابتدا از سازمان بورس و اوراق بهادار در ایران مجوز فعالیت را دریافت کنید. من آگاهی کاملی از حداقل اندازه حساب برای سرمایه‌گذاران خارجی ندارم اما با در نظر گرفتن سلسله مراتب اداری در این کشور تصور می‌کنم این اندازه نسبتاً زیاد باشد. به نظر می‌رسد کارگزاری خبرگان سهام بیشترین حجم محتوای انگلیسی را در وبسایت خود داشته باشد و احتمالاً می‌توان برای کسب اطلاعات بیشتر در این خصوص از آن استفاده کرد.

خاورمیانه  
و شمال آفریقا

آفریقا



چنانچه قادر به صحبت به زبان اسپانیایی هستید، سرمایه‌گذاری در آمریکای جنوبی انتخاب مناسبی برای شماست. همچنین اگر می‌توانید به زبان پرتغالی صحبت کنید کشور برزیل نیز می‌تواند با تحمل شرایط کمی دشوار از سوی شما انتخاب خوبی برای سرمایه‌گذاری باشد. برخلاف سایر نقاط جهان، در برزیل شرکت‌های کارگزاری و دیگر شرکت‌های فعال در بخش سهام معمولاً خدمات خود را به زبان انگلیسی تبلیغ نمی‌کنند حتی اگر کارمندان آنها قادر باشند این زبان را به راحتی صحبت کنند. یادگیری زبان مربوطه اگر به اندازه کافی خوب باشد، می‌تواند سرمایه‌گذار را با نحوه استفاده از وسایط شرکت‌های کارگزاری آشنا کند. همچنین استفاده از ساختار معامله‌گری آنلاین حس رضایت بیشتری را برای سرمایه‌گذاران به همراه دارد. در این منطقه سرمایه‌گذاران به شدت تحت تاثیر منفی رعایت سلسله مراتب اداری و محدودیت‌های شرکت‌های کارگزاری قرار می‌گیرند. در برزیل نیز وضعیت مشابهی حاکم است و هویت آخرین فرد ذینفع در هر یک از معاملات باید مشخص باشد. در بیشتر کشورها به منظور حفاظت از دارایی‌های مشتریان، بدون اینکه هویت آنها مشخص باشد کارگزاری با نام خود و بدون نشان دادن هویت آنها اقدام به خرید و فروش می‌کند. به نظر می‌رسد این امر بیانگر این نکته باشد که شرکت‌های کارگزاری محلی علاقه خاصی به پذیرش مشتریان خارجی ندارند. با این حال چنانچه در نظر دارید به منظور کاهش هزینه‌ها یا بنا بر هر دلیل دیگری مستقیماً به آنها مراجعه کنید، به کارگزاری **Alpes** بروید. با اینکه برای استفاده از خدمات این کارگزاری باید بتوانید به زبان پرتغالی صحبت کنید اما این کارگزاری توجه ویژه‌ای را به مشتریان خارجی نشان می‌دهد. این کارگزاری حتی برخی از اطلاعات خود را به زبان انگلیسی تهیه می‌کند.

به گفته یکی از نمایندگان در **HSBC Brasil** این شرکت برای خارجیانی که به زبان انگلیسی صحبت می‌کنند افتتاح حساب کرده و به آنها اجازه می‌دهد تا به صورت تلفنی به خرید و فروش سهام بپردازند. با اینکه امکان خرید و فروش آنلاین تنها به زبان پرتغالی امکان‌پذیر است، اما این کارگزاری این امکان را نیز برای مشتریان خارجی خود فراهم می‌کند. بوروکراسی حاکم بر این کارگزاری از چنان کیفیت بی‌خوردار است که هیچ سرمایه‌گذار خارجی را از حوصله خارج نمی‌کند. با وجود علاقه روزافزون سرمایه‌گذاران خارجی اما واژه بوروکراسی نشان می‌دهد که عملاً هیچ شرکت کارگزاری بین‌المللی این بازار را پیشنهاد نمی‌دهد. **Daniel Stewart** به عنوان کارگزاری خصوصی مشتریان بریتانیایی از امکان معامله سهام محلی برخوردار است با این حال به منظور سودآور بودن معاملات، حجم معاملات باید بین پنج تا ده هزار پوند باشد. **Swissquote** یکی دیگر از گزینه‌های پیش‌روی سرمایه‌گذاران است. **Daniel Stewart** با حجم معاملات مشابه بین پنج تا ده هزار پوند همچنان خدمات مشابهی را برای سرمایه‌گذاران در شیلی فراهم می‌کند. با در نظر گرفتن کارگزاری‌های محلی می‌توان به خدمات کارگزاری **EuroAmerica** اشاره کرد. این کارگزاری امکان افتتاح حساب و دریافت کد بورسی را برای مهاجران انگلیسی‌زبان فراهم می‌کند.

در پرو شرایط نسبتاً آسان تری حاکم است. کارگزاری **Kallpa Securities** نه تنها امکان خرید و فروش آنلاین را برای سرمایه‌گذاران خارجی فراهم می‌کند بلکه حتی بیشترین حجم اطلاعات در مورد نحوه ارائه خدمات خود را به زبان انگلیسی در اختیار آنها قرار می‌دهد. این شرکت می‌تواند گزینه خوبی برای شروع باشد. گفته می‌شود در کشور کلمبیا افتتاح حساب برای مهاجرین به سختی انجام می‌گیرد. شرکت **Interbosla** در گذشته دارای چندین شرکت کارگزاری انگلیسی‌زبان بود اما در نوامبر ۲۰۱۲ به دلیل مشکلات مالی منحل شد و تا به امروز هیچ گزینه دیگری به جای آن پیشنهاد نشده است. با وجود بزرگی اقتصاد آرژانتین، بازار سهام این کشور به دلیل سوءمدیریت اقتصادی رنجور و ضعیف به نظر می‌رسد و کمتر می‌تواند نظر سرمایه‌گذاران خارجی را به خود جلب کند. چنانچه با وجود معایب فوق هنوز مایل به سرمایه‌گذاری در این کشور هستید، می‌توانید به تعدادی از شرکت‌های آرژانتینی دارای رسید سپرده آمریکایی (**ADR**) مراجعه کنید که به نظر می‌رسد ساده‌ترین شیوه دسترسی به بازارهای این کشور باشد. دسترسی به بازارهای محلی در این کشور به سختی صورت می‌گیرد که دلیل عمده آن کنترل سرمایه بر واحد پول این کشور است. **Charles Schwab** در گذشته شیوه موثر اما گران قیمتی را به سرمایه‌گذاران خارجی معرفی کرده بود اما متأسفانه به دلیل مشکلات مبادلات ارزی شیوه فوق‌الذکر در این شرکت به حالت تعلیق درآمده است. این شرکت تنها کارگزاری بین‌المللی بورس است که آرژانتین را به عنوان یکی از گزینه‌های ممکن معرفی می‌کند. **Rava** و **Bull Market Brokers** دو شرکت محلی هستند که ممکن است سرمایه‌گذاران علاقه‌مند به سرمایه‌گذاری در آنها باشند. باید به این نکته توجه کنید که اگر دولت بخواهد نظارت بیشتری بر سرمایه‌ای اعمال کند، سرمایه‌گذاری و تزریق پول به این کشور آسان‌تر از خارج کردن آن است.

می‌دهند از کیفیت نامطلوبی برخوردار است. یکی از مشکلات این کارگزاری‌ها فرآیند معامله‌گری است که چندان پرسرعت نیست. شرکت‌های کارگزاری که تحت نظارت شرکت‌های بزرگتر هستند معمولاً داری حداقل حجم حساب ۱۵ تا ۳۰ هزار دلار آمریکا هستند که برای یک بازار مرزی مبلغ بسیار بالایی محسوب می‌شود. با این حال این رقم در برخی موارد قابل مذاکره است. سرمایه‌گذاری در شرکت **Vetiva** بازخورد خوبی برای سرمایه‌گذاران خواهد داشت در حالی که سرمایه‌گذاری در شرکت‌های **Zenith Securities**, **Stanbic IBTC Stockbrokers**, **FSDH Securities**, **BGL Group** و **Afrinvest** چندان اثرگذار نیست. اگرچه یک سرمایه‌گذار خصوصی فعال در آفریقا به دیگران توصیه می‌کند تا به سرمایه‌گذاری در کارگزاری‌های فعال در بوتسوانا (**Stockbrokers Botswana**) و زامبیا (**Stockbrokers Zambia**) اقدام کنند اما برای سرمایه‌گذاری در دیگر کشورهای آفریقا توصیه‌های چندانی دیده نمی‌شود. در کشور زامبیا به دو کارگزاری **Lynton-Edwards** و **EFE Securities** اشاره شده است در حالی که کارگزاری‌های فعال در کشور غنا شامل **CAL Brokers** (به عنوان اولین شرکت ارائه‌دهنده خدمات آنلاین در کشور) و کارگزاری **i-Broker Ghana** هستند.

آمریکای  
جنوبی

بر اساس معیارهای رتبه‌بندی بین‌المللی معرفی شدند

# برترین کارگزاران بورس هند در سال ۲۰۱۸

می‌توان سودآوری و بقای شرکت‌های کارگزاری و رشد مداوم آنها را در بلندمدت تضمین نمود. از سوی دیگر با توجه به این که محصولات اصلی ارائه شده به مشتریان در بیشتر کارگزاری‌ها یکسان است، نیاز به متمایزسازی از رقبا اجتناب‌ناپذیر است. از جمله روش‌هایی که کارگزاری‌ها را به این هدف می‌رساند، تدوین معیارهای رتبه‌بندی واقعی (که در راستای اهداف سازمانی شرکت‌های کارگزاری می‌باشد) و گسترش فعالیت‌های شرکت‌های کارگزاری است تا با کسب امتیازات بالا به سطح استانداردهای لازم برسند.

در بازارهای مالی چرخش نقدینگی از سوی فضای مازاد سرمایه به سوی فضاهای کمبود نقدینگی است و حلقه اتصال این چرخش از طریق واسطه‌های مالی یعنی شرکت‌های کارگزاری صورت می‌گیرد. با توجه به این نقش

کلیدی کارگزاری‌ها در جذب و انتقال سرمایه، یکی از مسائل مهم برای سهامداران و سرمایه‌گذاران خرد حقیقی، انتخاب برترین یا بهترین کارگزاری برای محول کردن عملیات خرید و فروش است. آنها همواره به دنبال گزینش برترین کارگزاری هستند. در این راستا بسیاری از مشتریان و سهامداران از طریق معیارهای رتبه‌بندی و امتیازات کسب شده، کارگزاری خود

امروز زمان آن فرارسیده که سازمان‌های خدماتی و تولیدی در استراتژی‌های تجاری خود تجدیدنظر کنند، چرا که تنها سازمان‌هایی در عرصه رقابت از موقعیت مناسبی برخوردار خواهند بود که محور اصلی فعالیت خود را تامین خواسته‌های مشتریان و نیازهای آنها در بلندمدت قرار داده باشند. سازمان‌های خدماتی با کسب و کار مدرن، در واکنش به افزایش فشار رقبا، دائم به دنبال یافتن راه‌های جدید خلق ارزش برای مشتریان و ایجاد رابطه بلندمدت با آنها هستند، تا کمی از فشارها رهایی یابند. در واقع در عرصه خدمات لازم نیست به طور مداوم کانال‌هایی برای توسعه یک رابطه جدید ایجاد شود، بلکه مدیریت روابط به شکل اثربخش، کارگشایتر است.

صادق درستی

کارشناس امور اعضا کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار

در دنیای کنونی، محیط فعالیت کارگزاری‌ها به عنوان نهادهای مالی در صنعت خدمات مالی بسیار گسترده، پیچیده و حیاتی است.

ماهیت شرکت‌های کارگزاری به عنوان یک نهاد ارائه‌کننده خدمات مالی، ایجاب می‌کند که در راستای مشتری‌مداری و حفظ مشتریان کنونی حرکت نمایند. بقا و رشد این دسته از شرکت‌ها بستگی به مشتریان آنها دارد پس هر قدر بتوانند مشتریان فعلی خود را حفظ کنند، موفق‌تر خواهند بود. با توجه به توسعه اطلاعات و ارتباطات که شرایط مقایسه خدمات شرکت‌های مختلف کارگزاری را در اختیار مردم قرار می‌دهد، جذب و حفظ مشتری به مراتب مشکل‌تر شده است. بنابراین، باید اذعان کرد، با تکیه بر اصول و مفاهیم نوین بازاریابی رابطه‌مند و به‌کارگیری و ابداع استراتژی‌ها و راهکارهای مناسب جهت جذب و حفظ مشتری است که

با تکیه بر اصول و مفاهیم نوین بازاریابی رابطه‌مند و به‌کارگیری و ابداع استراتژی‌ها و راهکارهای مناسب جهت جذب و حفظ مشتری است که می‌توان سودآوری و بقای شرکت‌های کارگزاری و رشد مداوم آنها را در بلندمدت تضمین نمود



خرد خدمات معاملات بر خط با تخفیف را ارائه می‌دهند. این کار باعث کاهش هزینه‌های سربار کارگزاری‌ها شده و به کارگزاری‌ها در کاهش کارمزد کمک می‌کند. اولویت خدمات و محصولات در کارگزاری‌های مورد بررسی به صورت زیر است:

- الف) خدمات تحلیلی؛
- ب) کارگزاری با موبایل؛
- ج) کارگزاری با تخفیف بر خط؛
- د) خدمات مدیریت دارایی؛
- ه) خدمات مشاوره.

با توجه به بازار در حال تغییر، شرکت‌های کارگزاری در هند تمرکز اصلی خود را معطوف به حفظ و جذب مشتریان کرده و توسعه محصولات و خدمات موجود و همچنین ارتقا تکنولوژی را در وهله بعد قرار داده‌اند.

در بورس هند شرکت‌های کارگزاری از دولت انتظار انجام اصلاحاتی را دارند که به نفع سرمایه‌گذاران و در راستای ایجاد خدمات و محصولات جدید بوده و همراه با افزایش سود مشارکت‌کنندگان در بازار باشد. در هند برخی اقدامات دولتی به منظور افزایش مشارکت سرمایه‌گذاران خرد در بازار سهام انجام شده است. از جمله این طرح‌ها می‌توان به طرح حفظ سهام راجیو گاندی که باعث افزایش حضور سرمایه‌گذاران خرد شد، اشاره کرد.

افزایش مشوق‌های مالیاتی برای سرمایه‌گذاران خرد از سایر اقدامات دولتی موثر بر صنعت کارگزاری است. در کل خلاصه اقدامات دولتی موثر بر صنعت کارگزاری به شرح ذیل است:

- افزایش مشوق‌های مالیاتی به سرمایه‌گذاران خرد؛
- حذف یا کاهش بیشتر مالیات بر ارزش معاملات؛
- برنامه اطلاع‌رسانی به سرمایه‌گذاران؛
- افزایش سقف محدودیت سرمایه‌گذاری خارجی.

### معیارهای رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری در بورس اوراق بهادار هند

الف) کیفیت خدمات تحقیقاتی-تحلیلی و پیشنهاد سهام یکی از اولویت‌های انتخاب مشتریان و معیارهای رتبه‌بندی، داشتن تیم تحلیلی قوی شرکت‌های کارگزاری است. این تیم‌ها می‌توانند تمام عملکرد سهام را پیش‌بینی کنند. مشاوره سهام مانند قمار است و تنها تعداد کمی کارگزاری قادر به پیش‌بینی با دقت ۳۰-۴۰ درصد هستند. طبق این معیار کارگزاری «کتاک» بالاترین امتیاز را کسب کرده است.

شرکت کارگزاری کتاک یکی از شرکت‌های کارگزاری پیشرو در هند است که زیرمجموعه یکی از بانک‌های خصوصی این کشور با نام بانک «ماهیندرا کتاک» است.

این شرکت کارگزاری دارای سابقه ۳۰ ساله است و برخی از افتخارات این شرکت به شرح زیر است:

- برنده جایزه بهترین کارگزاری هند در سال ۲۰۱۴
- دارنده جایزه بهترین محقق در سال ۲۰۱۴
- برنده برترین مجله با نام نبض بازار در سال ۲۰۱۴
- عضو برتر سپرده‌گذاری در سال ۲۰۱۳
- برترین کارگزار هند در سال ۲۰۱۳

کارگزاری‌های با خدمات کامل، کارگزاری‌هایی هستند که تقریباً تمام گزینه‌های سرمایه‌گذاری و مشاوره‌های را به مشتریان خود ارائه می‌کنند. این خدمات شامل معامله در سهام، آتی و اختیار معامله، کالا و مشتقه‌های ارزی، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، عرضه اولیه، اوراق قرضه و غیره است

را انتخاب می‌کنند. در مطالعه حاضر به بررسی معیارهای رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری فعال در بورس کشور هند پرداخته شده است. در مقایسه با معیارهای سازمان بورس و اوراق بهادار ایران که عمدتاً بر روی شاخص‌های کمی جهت رتبه‌بندی تمرکز دارند، در کشور هند معیارهای رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری ترکیبی از شاخص‌های کمی و کیفی است. به همین دلیل، در حال حاضر تدوین شاخص‌ها و معیارهایی به صورت کمی و کیفی که قابلیت اجرایی در بورس اوراق بهادار ایران داشته باشد، جهت رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری بسیار مفید و ضروری است.

### شرکت‌های کارگزاری در هند

در هند علاوه بر مجوز کارگزاری، مجوز نمایندگی کارگزاری نیز ارائه می‌شود. کارگزاری‌ها در هند را می‌توان بر اساس نوع خدماتی که ارائه می‌کنند، به دو دسته کارگزاری با خدمات کامل و کارگزاری با تخفیف دسته‌بندی کرد.

### کارگزاری‌های با خدمات کامل

کارگزاری‌های با خدمات کامل، کارگزاری‌هایی هستند که تقریباً تمام گزینه‌های سرمایه‌گذاری و مشاوره‌های را به مشتریان خود ارائه می‌کنند. این خدمات شامل معامله در سهام، آتی و اختیار معامله، کالا و مشتقه‌های ارزی، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، عرضه اولیه، اوراق قرضه و غیره است. این کارگزاری‌ها همچنین به ارائه خدمات مدیریت ثروت و خدمات طرح‌های سرمایه‌گذاری برای اشخاص و شرکت‌ها می‌پردازند. کارگزاری‌های با خدمات کامل، تیم‌های تحقیقاتی متعلق به خود را دارند که به مشتریان در طرح‌های مالی کمک می‌کنند. این کارگزاری‌ها به طور منظم خبرنامه‌هایی مانند نگاهی به بازار و غیره را منتشر می‌کنند. کارمزدها و هزینه خدمات این کارگزاری‌ها بیشتر از کارگزاری‌های با تخفیف است.

### کارگزاری‌های با تخفیف

کارگزاری‌های با تخفیف در هند خدمات کمتری را با قیمت پایین‌تری نسبت به کارگزاری با خدمات کامل ارائه می‌کنند و بیشتر مناسب سرمایه‌گذارانی هستند که می‌خواهند سرمایه‌گذاری را خودشان انجام دهند. این کارگزاری‌ها عموماً تیم‌های تحقیقاتی متعلق به خود ندارند و بنابراین قادر به ارائه خدمات مرتبط با مدیریت ثروت نیستند.

### اولویت خدمات و محصولات در کارگزاری‌ها

به واسطه شرایط رقابتی، شرکت‌های کارگزاری در هند برای جذب سرمایه‌گذاران

## رتبه‌بندی شرکت‌های کارگزاری طبق این معیار به شرح جدول زیر است:

Rank	Broking House	Rating
1	Kotak Securities	8.9/10
2	ICICI Direct	8.9/10
3	Angel Broking	8.1/10
4	Edelweiss	8.0/10
5	Sharekhan	7.8/10
6	India Infoline	6.5/10
7	HDFC Securities	6.2/10
8	Motilal Oswal	6.5/10
9	Zerodha	6.0/10
10	SPaisa	5.0/10

(ب) سطح کارمزد کارگزاری و سایر خدمات

یک ویژگی بسیار مهم، سطح کارمزد خدمات شرکت‌های کارگزاری است. بسیاری از مشتریان آن دسته از شرکت‌های کارگزاری را انتخاب می‌کنند که کارمزدشان پایین باشد زیرا آنها نمی‌خواهند مبلغ زیادی را به عنوان کارمزد پرداخت کنند. نگرانی‌هایی از این دست موجب شده تا «کارگزاران تخفیف» ایجاد شوند که برای جامعه معامله‌گران بسیار مفید است زیرا قبلاً مجبور بودند مبالغ هنگفتی به عنوان کارمزد بپردازند، اما در حال حاضر رقم کارمزد به ۱/۵ درصد مبلغ معامله کاهش یافته است. طبق این معیار رتبه‌بندی، امتیازات کسب شده توسط شرکت‌های کارگزاری هندی به شرح جدول زیر است:

Rank	Broking House	Rating
1	Zerodha	9.5/10
2	SPaisa	9.0/10
3	Angel Broking	7.5/10
4	Sharekhan	6.9/10
5	Kotak Securities	6.5/10
6	Edelweiss	6.5/10
7	Motilal Oswal	6.4/10
8	ICICI Direct	6.3/10
9	India Infoline	6.3/10
10	HDFC Securities	5.0/10

## (ج) سطح خدمات و خدمات بین‌المللی

این دو ویژگی برای فعالیت و کسب‌وکار شرکت‌های کارگزاری در هند اهمیت زیادی دارد. تمام کارگزاری‌های با خدمات کامل، محصولات و خدمات بسیاری را به مشتریان خود ارائه می‌دهند که به آنها کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاری‌های خود را مدیریت کنند و همچنین همه کارگزاران با تخفیف بیشتر محصولات و خدمات موجود در این صنعت را ارائه می‌دهند، اما آنها هیچ خدماتی در زمینه مدیریت ثروت ارائه نمی‌دهند و به همین دلیل است که هزینه کارمزدی که از مشتریان دریافت می‌کنند، پایین می‌باشد. مقایسه شرکت‌های کارگزاری در هند طبق معیار سطح خدمات و خدمات بین‌المللی به شرح زیر است:

Rank	Broking House	Rating
1	ICICI Direct	9.0/10
2	Zerodha	8.9/10
3	Kotak Securities	8.5/10
4	Sharekhan	8.1/10
5	Angel Broking	8.0/10
6	India Infoline	8.0/10
7	HDFC Securities	8.0/10
8	Edelweiss	7.5/10
9	SPaisa	7.0/10
10	Motilal Oswal	6.7/10

## (د) کیفیت و سرعت پلتفرم‌های معاملاتی

یکی دیگر از خدمات بسیار مهمی که باید در زمان انتخاب یک کارگزار در بورس اوراق بهادار هند مورد توجه مشتریان و جزو معیارهای رتبه‌بندی باشد، Platform Trading است.

انتخاب یک پلتفرم معاملاتی خوب، بسیار مفید است. یک پلتفرم معاملاتی ضعیف می‌تواند به دلیل خطا و یا سرعت پایین منجر به از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری شود.

همچنین، بسیار مهم است که شرکت‌های کارگزاری از تمام ابزارهای معاملاتی که به تحلیل دقیق سهام کمک می‌کنند، در پلتفرم‌های معاملاتی خود استفاده کرده باشند. بررسی‌های انجام شده در مورد کارگزاری‌های فعال در کشور هند، بیانگر آن است که رقابت در ارائه پلتفرم‌های معاملاتی با قابلیت‌های پیشرفته مانند قابلیت اجرای معاملات الگوریتمی، در بین کارگزاری‌ها بسیار پررنگ است. مقایسه شرکت‌های کارگزاری در هند طبق معیار کیفیت و سرعت پلتفرم‌های معاملاتی به شرح زیر است:

Rank	Broking House	Rating
1	Zerodha	9.3/10
2	Kotak Securities	8.7/10
3	ICICI Direct	8.7/10
4	Sharekhan	8.2/10
5	Angel Broking	7.8/10
6	Edelweiss	7.5/10
7	India Infoline	7.0/10
8	HDFC Securities	7.0/10
9	SPaisa	7.0/10
10	Motilal Oswal	6.7/10

## تجربه اجرایی در صنعت کارگزاری

هر سرمایه‌گذار بازار سهام باید در نظر داشته باشد، کارگزاری که انتخاب می‌کنند، باید تجربه بسیار خوبی داشته باشد.

این یکی از مهمترین عوامل است زیرا اطمینان زیادی به سرمایه‌گذاران می‌دهد. بنابراین کارگزار با تجربه در بورس قادر خواهد بود به خوبی بازار را پیش‌بینی کند. همچنین مهارت‌های مدیریت ریسک بسیار قوی خواهد داشت.

اسامی ۱۰ کارگزار سهام در هند از منظر تجربه به شرح جدول زیر است:

Rank	Broking House	Rating
1	Motilal Oswal	9.0/10
2	Angel Broking	8.5/10
3	ICICI Direct	8.0/10
4	India Infoline	8.0/10
5	Sharekhan	8.0/10
6	HDFC Securities	8.0/10
7	Zerodha	7.7/10
8	Kotak Securities	7.0/10
9	Edelweiss	7.0/10
10	SPaisa	5.5/10

منابع:

<https://www.adigitalblogger.com/category/sub-broker/>

<https://www.investallign.in/top-10-stock-brokers-india/>

چرا صنعت کارگزاری در ارائه خدمات به سرمایه‌گذاران با مشکل مواجه است. در توسعه افقی شبکه، کارگزاران به دلیل کمی سرمایه نتوانسته‌اند در سطح کشور توسعه پیدا کنند و همین امر دسترسی فیزیکی سرمایه‌گذاران به شبکه کارگزاری را در سطح کشور کم کرده است. اگر به این شرایط مشکلات کارگزاران بانکی در توسعه ناشی از محدودیت‌های شرکت‌داری بانک مرکزی و تبعیت عجیب بازار سرمایه در ایجاد محدودیت برای شرکت‌های کارگزاری بانکی را اضافه کنیم، درمی‌یابیم که چرا در حال حاضر توسعه نیافتگی شبکه کارگزاری تا این حد به محدودسازی بازار سرمایه منجر شده است. در همین حال مشکلات صنعت کارگزاری به وضعیت درآمدی صرف باز نمی‌گردد. صنعت کارگزاری به دلیل کسرت محصولات قابل معامله در آن (انواع سهام و اوراق و برگه‌های بهادار) به صورت دائمی در معرض ریسک‌های عملیاتی از جمله بروز فساد و کلاهبرداری و زیان‌های ناشی از آن است. کمبود قوانین به روز در جهت جلوگیری از این ریسک‌ها یکی مهمترین مشکلات است. تعدد مراجع رسیدگی به شکایت و عدم انحصار آن به درون بازار موجب شده است به کرات کارگزاران در معرض اتهام در دستگاه قضایی قرار گیرند که در اکثر موارد به دلیل ناآشنایی محاکم به ماهیت بازار سرمایه و عدم تطابق قوانین درون بازار سرمایه و بیرون از آن به زیان کارگزاران تمام شده است.

یک نکته دیگر که در شرایط کنونی به مشکلات دامن زده است، هزینه‌های تحمیلی به صنعت کارگزاری از ناحیه دستگاه‌های بیرونی از جمله شهرداری‌ها، سازمان مالیاتی و تامین اجتماعی است. به جرات می‌توان گفت، در حال حاضر شرکت کارگزاری نیست که در یکی از این سه مرجع فاقد مشکل مالی باشد و از این نظر فشار روانی سنگینی بر بازار سرمایه وارد می‌شود. در نهایت موضوعی که به مشکلات در صنعت کارگزاری منجر می‌شود، بحث عدم تحقق و اجرایی شدن بندهایی از قانون بازار سرمایه است. به‌خصوص در زمینه مفاهیمی نظیر "کارگزار - معامله‌گر" که در همه بازارهای بین‌المللی پذیرفته شده و در قانون بازار سرمایه نیز ذکر شده است اما اینک بعد از نزدیک به دو دهه اجرایی شدن این قانون هنوز مغفول مانده و قوانین مربوط به آن اعلام نشده است.

در این شرایط امید صنعت کارگزاری و فعالان آن به افزایش فعالیت کانون کارگزاران و قبول نظرات آن در قالب پیشنهادات سازنده به سازمان بورس و اوراق بهادار است. کانون کارگزاران هر چند با فراز و فرودهایی در دوره‌های مختلف فعالیت خود مواجه بوده است اما می‌تواند در صورت تقویت و مورد مشورت قرار گرفتن، زمینه‌ساز حل برخی از مشکلات صنعت کارگزاری در درون بازار سرمایه باشد.

## کارگزار

### امین و مشاور سرمایه‌گذار

صنعت کارگزاری مهمترین و اساسی‌ترین پل پیونددهنده سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه است. کارگزار تنها یک شرکت و یک فرد در قالب تعاریف متداول قوانین و بخشنامه‌ها نیست بلکه در اکثر مواقع یک امین همراه و یک مشاور دلسوز نیز برای سرمایه‌گذاران می‌باشد.

تمامی فعالان بازار سرمایه در سطوح مختلف روزانه با کارگزاران در تماس و ارتباط هستند. یک کارگزار در قالب نقش قانونی خود به عنوان رابط انجام معاملات سعی می‌کند زمینه انجام معاملات را فراهم کند امری که البته با سختی‌ها و دشواری‌هایی نیز مواجه است. پیش از پرداختن به این سختی‌ها و دشواری‌ها البته لازم است به این نکته اشاره کرد که صنعت کارگزاری در طول دو سال اخیر همزمان با رشد بازار و افزایش شاخص شرایط بهتری نسبت به سال‌های قبل را تجربه می‌کند و اگرچه در شرایط آرمانی نیست اما نسبت به گذشته وضعیت بهتری دارد اما همچنان دست به گریبان مواردی است. نخستین مساله پیش‌روی کارگزاران عدم توسعه بازار سرمایه و حجم پایین معاملات باوجود بهبود قیمت‌ها و شاخص‌هاست.

هنوز بورس تهران به لحاظ سهام شناور، نقدینگی آزاد و سیال و چرخش میزان سهام در سال در رتبه‌های پایین دنیاست. همین امر موجب شده است تاکید و تمرکز درآمد کارگزاران بر کارمزد معاملات پاشنه آشیلی را برای این صنعت فراهم کند. کوچکی بازار در دو سطح عمودی و افقی قابل بررسی است. در سطح عمودی همچنان میزان شرکت‌های بازار در مقابل کل شرکت‌های کشور عدد ناچیزی است. کمتر از هزار شرکت با سهام شناور محدود در بازار سرمایه در حال داد و ستد هستند که این رقم برابر آمار تقریبی بیش از ۱,۳ میلیون شرکت ثبت شده و ۴۵۰ هزار شرکتی که سالانه اظهارنامه مالیاتی می‌دهند و یا ۲۷ هزار شرکتی که مورد حسابرسی قرار می‌گیرند، رقم بسیار ناچیزی است. همچنان در میان ۵۰۰ شرکت برتر کشور نام‌های بزرگی حضور دارند که در بازار پذیرفته نشده و حضور آنها می‌تواند به بزرگ شدن بازار کمک کند.

در این میان تفاوت وزن گروه‌های شرکت‌های پذیرفته در بورس و سهم صنایع از تولید ناخالص ملی نیز نشان می‌دهد بازار سرمایه هنوز فاصله زیادی تا کسب جایگاه لازم خود دارد و اگر به این وضعیت بیرون ماندن هزاران استارت آپ و شرکت‌های نسل جدید را اضافه کنیم، می‌بینم



احمد اشتیاقی  
مدیرعامل کارگزاری بانک آینده

## پنج چالش اصلی کارگزاران

کارگزاری منجر می‌شود؛

۳- سازماندهی مناسب و تجهیز منابع خرد در فاند‌ها که به نوعی مشتریان نهادی شرکت‌های کارگزاری محسوب می‌شوند؛  
۴- تنوع در بازارهای سهام و بدهی و عمق بخشیدن به آن؛  
۵- افزایش سهم بازار سرمایه در تامین مالی از شکل و درصد فاجعه بار فعلی به سهمی معقول.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، چالش‌های صنعت کارگزاری با وجود تعدد عناوین یک مسئله کلیدی را در مرکز آن به نمایش می‌گذارد که شامل افزایش سهم بازار سرمایه در کل اقتصاد بوده و مسائلی نظیر بهبود زیرساخت فنی بازار، تحقیقات، کیفیت نیروی انسانی، حجم سرمایه مورد نیاز و... به تبع آن اهمیت می‌یابد.

در حوزه فعالیت‌های کارگزاری مسئله مهم دیگر که مشخصاً به نهادسازی حقوقی و محیط قانونی آن باز می‌گردد، باید به نقش انجمن‌های حرفه‌ای مرتبط با کارگزاران اشاره کرد. هم‌زمان با بلوغ فعالان این حرفه باید سرعت انتقال وظایفی که در حوزه خود انتظامی و بر اساس قانون بازار سرمایه به رسمیت شناخته شده به نهادهای صنفی کارگزاران افزایش یابد. مقاومت‌های موجود در این زمینه به هر دلیل ممکن، مانع از بلوغ بیشتر می‌شود؛ از جمله نقش قانون کارگزاران که به نظر می‌رسد برای دریافت مجوز در هر بخش از فعالیت‌هایش که اصالتاً جنبه درون حرفه‌ای دارد، از سازمان بورس با مشکلاتی مواجه باشد.

چالش حقوقی حرفه کارگزاری تاکنون اداره این نوع نهادهای مالی را بر اساس یک استراتژی درون‌زا در سطح اعضا هیئت مدیره و ارکان شرکت مانع شده و استانداردهای شرکتی چندانی در این زمینه توسعه نیافته است. این مسئله باعث می‌شود تا استراتژی این بخش از صنعت مالی بیش از آنچه تابع مزیت‌های رقابتی خلق شده در سطح بنگاه و معیارهای رقابتی باشد، از یک نهاد بالادستی دیکته شود که ماشین تدوین استراتژی را تا حدودی از کار می‌اندازد.

حرفه کارگزاری در سال‌های اخیر روند تکاملی نسبتاً مناسبی را پشت سر گذاشته است، اما تا طلی کردن مسیر مناسب بر اساس استانداردهای بین‌المللی به لحاظ سایز، توسعه پایه مشتری و تنوع فعالیت‌ها راهی دراز در پیش دارد. برخی از شرکت‌های کارگزاری موجود با تمرکز بر core business خود یعنی درآمد‌های کارمزدی و تعمیم آن به بازارهای مختلف در این زمینه و مرتبط کردن اندازه بازار کارمزدی با زیرساخت‌های فنی، توانسته‌اند حداقل مبانی توسعه بعدی را فراهم کنند که از این نظر شایسته ذکر و قدردانی است. واقعیت این است که با تکامل حرفه کارگزاری و ممانعت از تالیس صندوق توسط آنها و تمرکز این فعالیت‌ها در شرکت‌های سبدگردان سازمان، آخرین گام را در تمرکز شرکت‌های کارگزاری بر درآمد‌های اصلی آنها یعنی کارمزد برداشته است.

برخی از چالش‌های این صنعت و متاسفانه بخش قابل توجهی از این چالش‌ها مستقیماً مربوط به شرکت‌های کارگزاری نبوده و به محیط عملیاتی آنها باز می‌گردد که می‌تواند با تغییرات بنیادی در آن، به بزرگتر شدن بازار شرکت‌های کارگزاری یاری رساند که از جمله می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱- تعیین تکلیف سهم عدالت از نظر مالکیتی و قابل معامله کردن این اوراق؛  
۲- کاهش تصدی‌گری دولت که معنای بازاری آن افزایش سهم خانوارها و بخش خصوصی در مشارکت‌های عمومی از طریق سهام و اوراق بدهی بوده و به بزرگتر شدن بازار شرکت‌های



داریوش روزبیهانه  
رئیس هیات‌مدیره کارگزاری بانک خاورمیانه

## مشکلات و چالش‌های کارگزاران

از جمله مشکلات و چالش‌های اساسی کارگزاران می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

- با تصویب دستورالعمل‌های اعطای اعتبار به مشتریان توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، قوانین و مقررات وضع شده در این دستورالعمل نه تنها کمکی به بهبود شرایط نمی‌نماید بلکه گاه کارگزاران را با ریسک‌های جدید مواجه می‌کند؛
- عدم تمدید مجوزهای سبدگردانی و مشاور سرمایه‌گذاری؛
- عدم معافیت از مالیات بر ارزش افزوده تسهیلات اعطایی به مشتریان؛
- تحمیل تبعیض آمیز عوارض کسب و پیشه؛
- بحران درآمدزایی و ایرادات مندرج در فرمت نمونه صورت‌های مالی؛
- مسائل مالیاتی حل نشده در خصوص روش به‌کارگیری استاندارد جدید شماره ۱۵ سرمایه‌گذاری‌ها؛
- مشکلاتی که از طریق شرکت‌های نرم‌افزاری پشتیبان به‌واسطه بروز اختلال در سامانه‌های آنان رخ می‌دهد؛

● اختلال‌های پی در پی و بامعنی در هسته معاملات شرکت مدیریت فناوری.

کانون کارگزاران، حلقه ارتباطی بین نهاد ناظر و نهاد اجرایی است. با توجه به ایجاد کارگروه‌های مختلف توسط کانون جهت رفع موانع و مشکلات کارگزاران به نظر می‌رسد درخواست‌ها از کانون بیش از تلاش فعلی است و گاه مشاهده شده سازمان بدون تعامل با کانون و کارگزاران به عنوان نهاد ناظر دستورالعمل را مصوب و در حین اجرا مشکلات و معضلات ایجاد و ریسک آن برای کارگزاران مشخص می‌شود. درباره شفافیت اطلاعاتی کارگزاران باید گفت، عدم تقارن اطلاعاتی موجب انتخاب نامساعد و خطر اخلاقی می‌شود. شرکت‌ها می‌توانند از طریق گزارش‌گیری مالی شفاف و افشا اطلاعات صحیح، تضادهای نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش دهند. از این رو کیفیت افشا، کیفیت تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

در رفع این چالش‌ها می‌توان به مقررات زدایی، ارائه تسهیلات مستقیم شبکه بانکی به مشتریان، رفع معضلات مالیاتی و آشنا کردن میزان مالیاتی با مسائل کارگزاری‌ها، سیستمی کردن بسیاری از مکانیزم‌ها در کنار حذف فرآیندهای غیر ضروری اشاره کرد. همچنین تعامل بیشتر سازمان بورس و کانون کارگزاران و تعامل بیشتر کانون کارگزاران با اعضا می‌تواند در این خصوص کمک شایانی نماید.



مجید سوری  
مدیرعامل شرکت کارگزاری پارسبان

محسوب می‌شود و اگر به درستی کنترل نشود نه تنها موجبات عدم توسعه بازار اوراق بهادار را فراهم می‌کند، بلکه با بی‌اطمینانی سرمایه‌گذاران، در نهایت لطمه‌های جبران‌ناپذیری به اقتصاد کشور خواهد زد.

منظر دوم از ریسک موجود در صنعت کارگزاری زمانی است که شرکت‌های کارگزاری به دنبال ایفای وظیفه اصلی خود یعنی رونق معاملات بازار اوراق بهادار و ارائه خدمات به نحوی هستند که هم راستا با توسعه بازار تامین مالی کشور، منافع مادی خود را نیز تامین می‌کنند، ولی در این مسیر با افراد سودجو، به قصد سوء استفاده از این نهاد مالی خدمات دهنده مواجه می‌شوند.

واضح است که در این راه هدف شرکت‌های کارگزاری و نظارت سازمان بورس کاملا در یک راستا قرار دارد و لازم است مقررات به گونه‌ای تدوین شود که تعادل منطقی بین توسعه و کاهش ریسک برقرار باشد. اگر مدیران سازمان بورس نگاه کارشناسانه به موضوع نداشته باشند (در عمل و نه در حرف) بعد از مدتی ناخواسته تیشه به ریشه توسعه بازار می‌زنند که قطعا در کوتاه‌مدت خود، توان تشخیص آن را ندارند.

در بیشتر مواقع در بازار سرمایه کشور، مقررات حاکم بر بازار اوراق بهادار معمولا مقررات تنبیهی است و نه تشویقی. این طرز نگاه و البته شاید در مواردی، ناتوانی ناظران در ایجاد موانع سخت برای متخلفین باعث می‌شود، هر روز موانع جدیدی برای فعالان توسعه طلب و کم ریسک بازار سرمایه ایجاد شود. رویکرد مذکور باعث می‌شود که شاید هدف به ظاهر نظارتی، بیشتر به سمت رفع تکلیف برای صرفا مستندسازی‌های غیرکارا در پاسخ به سایر مراجع نظارتی بالاتر سوق پیدا کند.

قاعدتا محدود بودن منابع مالی و کارشناسی سازمان بورس باید به گونه‌ای مدیریت شود تا بتواند از عهده وظیفه اصلی خود که همانا توسعه همراه با مدیریت ریسک است، برآید. چیزی که مشخص است، انجام تخلف به نیت افراد برمی‌گردد، نه شغلشان.

واضح‌تر بگوییم یک شخص متخلف اگر مدیر یک کارگزاری باشد یا مدیر سازمان بورس و اوراق بهادار، متخلف است. بنابراین ساده‌ترین راه برای آن که سازمان بورس بتواند انرژی نظارتی خود را افزایش دهد، بالا بردن قدرت تشخیص خود در نقش کلیدی فعالان بازاری است که اولویت فعالیت سالم و توسعه‌ای دارند. به هر حال نباید فراموش کرد، بسیاری از مشکلاتی که ممکن است در راه انجام خدمات در بازار سرمایه وجود داشته باشد، محدود به صنعت و یا بازار سرمایه نیست، بلکه مربوط به حوزه‌های دیگری از بخش اجرا یا قضا است که گریبان بازار اوراق بهادار را نیز به نوعی می‌گیرد.

با وجود تمام مشکلات و نگرانی‌ها، شاید نهادهای مالی فعال در بازار اوراق بهادار را بتوان جزء شفاف‌ترین فعالان اقتصادی دانست که به عنوان مثال، درآمدهای مالیاتی وصول شده از این بازار قابل مقایسه با کمتر صنعتی در کشور است.

## بازار سرمایه شفاف‌ترین بخش اقتصاد

فعالیت کارگزاری جزء جدایی‌ناپذیر بخش بزرگی از اقتصاد کشور تحت عنوان بازار سرمایه (اوراق بهادار) است. بازار سرمایه به عنوان قسمتی از اقتصاد که در آن دارایی‌ها به صورت غیرفیزیکی و با ساختار معاملاتی منظم و سریع مبادله می‌شوند، محوریت بخش بزرگی از تامین مالی شرکت‌ها را به عهده دارد.

بزرگترین و شاخص‌ترین ویژگی در بازار سرمایه نحوه انجام معاملات در آن است که افراد را تشویق می‌کند، سرمایه خود را از آن طریق به چرخه اقتصاد وارد کنند. امتیازی که مدعی حل کردن مهم‌ترین دغدغه سرمایه‌گذاری، یعنی نقدشوندگی سریع و توان خروج از سرمایه‌گذاری برای سرمایه‌گذاران است.

با این توضیحات نقش کلیدی شرکت‌های کارگزاری که اجرای مهم‌ترین رسالت بازار سرمایه را به عهده دارند، نمایان است. نقش شرکت‌های کارگزاری نقشی محوری برای چرخاندن چرخ بازار اوراق بهادار است و این محدود به بازار مالی کشور ما نیست؛ بلکه ماهیت بازار سرمایه چنین است. هر چند در کشور نهادهای مالی مختلف فعال در بازار اوراق بهادار در دهه اخیر (پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار) به مرور شروع به نقش‌آفرینی کرده‌اند، ولی همچنان فشار اصلی حفظ ساختار بازار سرمایه به دوش فعالان اصلی در صنعت کارگزاری است.

باتوجه به نقش واسطه‌ای که شرکت‌های کارگزاری به عهده دارند، باید در عین حال که مدیریت ریسک سرمایه خود را در نظر می‌گیرند، موانع اجرایی معاملات را نیز مرتفع کنند تا در عین حال جذابیت لازم را برای حضور سرمایه‌گذاران حفظ کنند.

فعالان سرمایه‌گذاری در بازار اوراق بهادار با فراز و نشیب‌های مختلفی در این بازار مواجه هستند و در شرایطی که ممکن است به هر دلیل دچار زیان‌های سرمایه‌گذاری شوند، بعضا اولین مخاطبی که می‌تواند هدف سوء استفاده برای سپیم کردن در زیان محقق شده آنها قرار گیرد، شرکت کارگزاری است.

ریسک در صنعت کارگزاری را می‌توان از دو منظر بررسی کرد و سازمان بورس در تدوین مقررات باید نگاه دقیقی به این تفکیک داشته باشد. منظر اول ریسکی است که از ابزار شرکت‌های کارگزاری به نوعی سوء استفاده می‌شود.

این سوء استفاده می‌تواند مربوط به کارکنان، مدیران یا سهامداران شرکت‌های کارگزاری باشد. ریسک مذکور قطعا تهدید بزرگی برای بازار سرمایه و صنعت کارگزاری



◀ بهنام چاوشی  
مدیرعامل شرکت کارگزاری فیروزه آسیا

## کانون کارگزاران بازوی فکری کارگزاری و سازمان بورس



حسن قاسمی  
مدیرعامل کارگزاری آینده نگر خوارزمی

مهم‌ترین چالش‌هایی که صنعت کارگزاری با آن مواجه است در قالب دو موضوع اصلی و چندین مورد فرعی که ناشی از چالش‌های اصلی است، قابل تقسیم‌بندی و بیان است. اولین چالش، تغییرات مداوم قوانین و مقررات است که پیامدهای سنگینی نه تنها برای کارگزاری‌ها، بلکه برای کلیه نهادهای مالی فعال در بورس و عموم سرمایه‌گذاران دارد. در این خصوص موارد بسیار زیادی قابل طرح است و تقریباً هر ماه چنین مسائلی در سطح بازار مطرح می‌شود.

مثلاً در اوج رونق بازار در مهرماه، نهاد ناظر تصمیم به پیاده‌سازی سامانه مدیریت ریسک و محدودسازی معاملات می‌گیرد که در نتیجه مسیر حرکت بازار کاملاً تغییر می‌کند. در بورس کالا معاملات آتی سکه متوقف می‌شود، در نتیجه سرمایه‌گذاری که کارگزاری‌ها در این زمینه انجام داده‌اند، مانند جذب پرسنل، تجهیز دفتر، بسترهای سخت‌افزاری و نرم‌افزاری عملاً معطل می‌شوند؛ به طوری که حتی امکان پیش‌بینی این که فعالیت مجدد وجود خواهد داشت یا نه، میسر نیست یا موضوع تغییر روش انجام معاملات در بازار پایه نیز یکی از مواردی است که چندین‌ماه است مطرح شده و باوجود این که تاکنون چندین بار روش معاملات این بازار دستخوش تغییر شده، مجدداً این بازار با تغییرات بنیادین مواجه می‌شود.

چالش اصلی دیگر، تغییرات محیط اقتصادی کشور و تاثیر آن بر روی حجم معاملات در بازار سرمایه است. در واقع حیات و ممت کارگزاری‌ها به حجم معاملات وابسته است و با توجه به برنامه‌های توسعه‌ای که در چند سال اخیر توسط آنها اجرا شده، هزینه‌های ثابت کارگزاران در مقایسه با ۱۰ سال قبل به میزان قابل توجهی افزایش پیدا کرده است.

هرگونه تغییرات در محیط اقتصاد کلان و فضای سیاسی کشور که منجر به کاهش حجم معاملات شود به سرعت باعث زیان‌ده شدن شرکت‌های کارگزاری می‌شود. به‌طور کلی آثار مشکلات اقتصادی موجود خیلی سریع‌تر نسبت به سایر نهادهای مالی، در کارگزاری‌ها آثار خود را نشان می‌دهد و علت آن روزانه بودن درآمد آنهاست.

معضلات و چالش‌های فرعی که این صنعت با آن مواجه است، تقریباً ناشی از دو چالش اصلی است که در بالا ذکر شد یا به علت تاثیر جانبی آنها و در اثر رقابت‌های بین اعضای صنعت به وجود آمده است.

از جمله این موارد اعطای تخفیف غیراصولی توسط کارگزاری‌هاست که مثلاً در بخش کالایی گاهی تا ۸۰-۹۰ درصد کارمزد تخفیف داده می‌شود. قطعاً تخفیف دادن به این

شکل موجب تضعیف صنعت و کاهش سطح کیفیت خدمات ارائه شده به مشتری می‌شود. چالش بعدی معاملات اعتباری است که پاشنه آشیل صنعت کارگزاری و حتی بازار سرمایه است. به علت ماهیت پرنوسان محیط اقتصاد کشور، اعطای اعتبار به مشتریان برای خرید سهام خیلی پرریسک است و ممکن است باعث به وجود آمدن زیان‌های هنگفتی شود که گاهی چند برابر سرمایه یک کارگزاری است.

برای بعضی از کارگزاری‌ها، مشتریان اعتباری به مرحله بحران رسیده و تبعات آنها در عدم اجرای تعهدات نسبت به اتاق پایاپای یا درگیری‌های حقوقی با مشتری خود را نشان می‌دهد. خوشبختانه در این خصوص سازمان بورس با اقدام به موقع اعطای اعتبار به مشتریان را کاملاً ضابطه‌مند کرده و گام به گام در حال تکمیل این فرآیند است تا تاثیر منفی این چالش را کاهش دهد.

موضوع دیگر که ناشی از تغییرات قوانین است، کاهش سرفصل‌های درآمدی کارگزاری‌هاست. از سال گذشته اعطای مجوز سب‌گردانی و همچنین مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری به شرکت‌های کارگزاری توسط سازمان بورس متوقف شد و عملاً بخش قابل توجهی از درآمد آنها که ناشی از مدیریت سب و صندوق‌ها بود، به سایر نهادهای مالی منتقل شده است.

ارتباط صنعت کارگزاری با نهاد نظارتی (سازمان بورس) از طریق کانون کارگزاران به صورت رسمی تعریف شده است. پشتوانه این ارتباط هم قانون بورس اوراق بهادار مصوب ۱۳۸۴ است که جایگاه کانون‌های صنفی به ویژه کانون کارگزاران به خوبی دیده شده است.

خوشبختانه سازمان بورس هم در اکثر تصمیماتی که برای صنعت اتخاذ می‌کند، معمولاً نظر مشورتی کانون را اخذ می‌کند. بر این اساس، ساختار این کانون نیز به شکل مناسبی براساس تشکیل و راه‌اندازی کارگروه‌هایی متشکل از فعالان صنعت شکل گرفته که به عنوان بازوی فکری برای صنعت و سازمان بورس عمل می‌کنند و با گذشت زمان نقش آنها تثبیت و به رسمیت شناخته شده است.

به نظر نمی‌رسد که کارگزاری‌ها مشکلی با موضوع شفافیت اطلاعاتی داشته باشند و صورت‌های مالی تعداد قابل توجهی از آنها به مانند دیگر ناشران بر روی سایت کدال افشا می‌شود. علاوه بر این یکی از محدود نهادهای مالی هستند که علاوه بر وجود نظارت‌های داخلی معمول در همه شرکت‌ها (حسابرس مستقل، حسابرس داخل)، سازمان و شرکت بورس نظارت دوره‌ای منظم و دقیقی بر فعالیت‌های آنها دارند. ضمناً در کنار تمام این موارد در ساختار هر کارگزاری یک واحد کنترل داخلی تعریف شده که به طور مستقیم زیر نظر هیئت‌مدیره فعالیت می‌کند و امکان ارسال گزارشات برای سازمان بورس را هم دارد.

بنابراین موضوعی برای عدم افشا و عدم گزارشگری وجود ندارد و در اکثر کارگزاری‌ها این آمادگی برای افشای اطلاعات مطابق درخواست نهاد نظارتی وجود دارد.



می‌شود. در روزهای پر معامله، ضعف سامانه معاملات در پردازش سفارش‌ها از یک طرف سبب اشکال در انجام معاملات و سیالیت بازار می‌شود و از سوی دیگر کارایی سامانه‌های پشتیبان و کنترل کننده نیز کاهش می‌یابد و ساز و کار کنترلی کارگزاران را با اشکال مواجه می‌کند.

با وجود تلاش‌های انجام گرفته از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار و شرکت‌های بورس اوراق بهادار، فرابورس، شرکت مدیریت فناوری و شرکت‌های خدمات‌دهنده نرم‌افزاری برای رفع مشکلات زیرساختی، اما همچنان بازار از برخی کاستی‌ها رنج می‌برد و این کاستی‌ها در مواجهه مشتریان با کارگزاران که پیشانی بازار سرمایه به عنوان دریاچه ارتباطی با بدنه بازار و مشتریان هستند، نمود پیدا می‌کند.

راهکارهایی از قبیل سامانه هیبریدی یا کنترل‌هایی بر روی هر ایستگاه معاملاتی می‌تواند ایجاد شود و از ایجاد تعهدات خارج از برنامه برای کارگزاری جلوگیری کند و یا ریسک معاملات مشتریان و همچنین ریسک نکول ایشان را کاهش دهد.

البته سیاستگذاران این حوزه و سازمان بورس به دنبال اجرایی کردن این سامانه‌ها و ایجاد بستری اطمینان بخش برای کنترل ریسک‌های اعتباری هستند، اما هنوز به نظر می‌رسد تا اجرایی شدن آنها زمان کوتاهی را نمی‌توان متصور بود.

رشد بازار سرمایه نیاز به فراهم شدن زیرساخت‌های اصلی و اساسی آن دارد. با توجه به این که اقبال عمومی به دلیل جذابیت این بازار به سرعت در حال افزایش است و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار همچنان به قوت خود باقی است، بنابراین سبب جذب طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران در چند سال گذشته به بورس شده و در سال گذشته و سال جاری بر شدت ورود افراد و سرمایه‌های جدید افزوده شده است.

از این رو به منظور تداوم این رشد و جلب رضایت فعالان این بازار نیاز به افزایش و بهبود سامانه‌های کنترلی برای پیشگیری از بروز مشکلات زیرساختی به طور کلی و اعتباری به طور خاص برای کارگزاران امری حیاتی به نظر می‌رسد.

عدم توسعه زیرساخت متناسب با رشد حجم بازار می‌تواند مانعی بر توسعه بازار اوراق بهادار شود، اما امید است با تلاش‌های صورت گرفته متولیان بازار سرمایه در امر زیرساخت‌های معاملات و پس از معاملات، رشد و توسعه روز افزون بازار و کاهش ریسک صنعت کارگزاری را شاهد باشیم.

## صنعت کارگزاری و موانع زیرساختی

در سال گذشته بورس اوراق بهادار از نظر بازدهی، پس از بازار طلا و ارز و بازار مسکن سومین بازار پر بازده در کشور بود که به طور متوسط بیش از ۵۰ درصد بازدهی را نصیب سهامداران کرد.

با وجود بازدهی نسبتاً مناسب سال گذشته، اما به نظر می‌رسد هنوز بازار سرمایه متناسب با دو بازار یاد شده رشد نکرده و امسال ممکن است به دلیل تخلیه اثرات تورمی بر روی بازار مسکن و ارز، بازار سهام بالاترین بازده را بین بازارها داشته باشد.

از این رو اقبال عمومی به بورس بیشتر شده و حجم و ارزش معاملات افزایش قابل توجهی داشته است. همین امر سبب شده مشتریان به استفاده از اهرم‌های اعتباری برای کسب سود بالاتر در مواقع رشد بازار ترغیب شوند.

تا زمانی که بازار رو به رشد باشد، استفاده از اعتبار نه برای مشتری و نه کارگزار ریسک چندانی ندارد و مشتری می‌تواند به راحتی و سر وقت اعتبارات خود را تسویه نماید اما مشکل از جایی شروع می‌شود که به هر دلیل با وجود افق مثبت از بازار در روند بلندمدت، بازار با افت کوتاه مدت قابل توجهی روبه‌رو شود.

در اینجا اهرمی که در زمان‌های صعودی بازار به کمک مشتری می‌آید در زمان افت، مشتری را به صورت مضاعف دچار زیان می‌کند.

در این شرایط علاوه بر مشتری، کارگزار اعتباردهنده نیز در معرض ریسک قرار می‌گیرد.

با وجود این که روش‌های زیاد و نسبتاً کارآمدی برای حفظ سطح اعتباری و پوشش ریسک کارگزاری دیده شده است، اما متأسفانه در شرایطی که بازار با حجم بسیار زیادی معامله می‌شود عملاً سامانه‌های کنترلی بعضاً خاصیت خود را از دست می‌دهند و اطلاعات را در زمان لازم به کارگزار ارائه نمی‌کنند.

کندی یا قطعی مکرر سیستم معاملات می‌تواند ریسک عدم انجام معامله را برای مشتریان بیشتر کند و در نتیجه عاملی برای در ریسک رفتن و مارجین کال شدن مشتری شود. همچنین تاخیر در به روز رسانی حساب‌های مشتریان نیز قدرت کنترلی کارگزاران را به شدت کاهش می‌دهد و مانع از واکنش به هنگام کارگزاری در چنین مواقعی



محمدعلی شریفی‌نیا  
مدیرعامل کارگزاری مبین سرمایه

# کارگزاران شفاف سازی کردند

انتشار گزارش آماری اطلاعات ۱۰۸ شرکت کارگزاری فعال در این صنعت تا تاریخ ۱۳۹۷/۰۶/۳۱

## اطلاعات کلی

در حال حاضر ۱۰۸ شرکت کارگزاری در بورس های کشور براساس مجوزهایی که از سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ نمودند، فعال می باشند. پراکندگی شرکت های کارگزاری در بورس ها و فرابورس بصورت زیر می باشد:

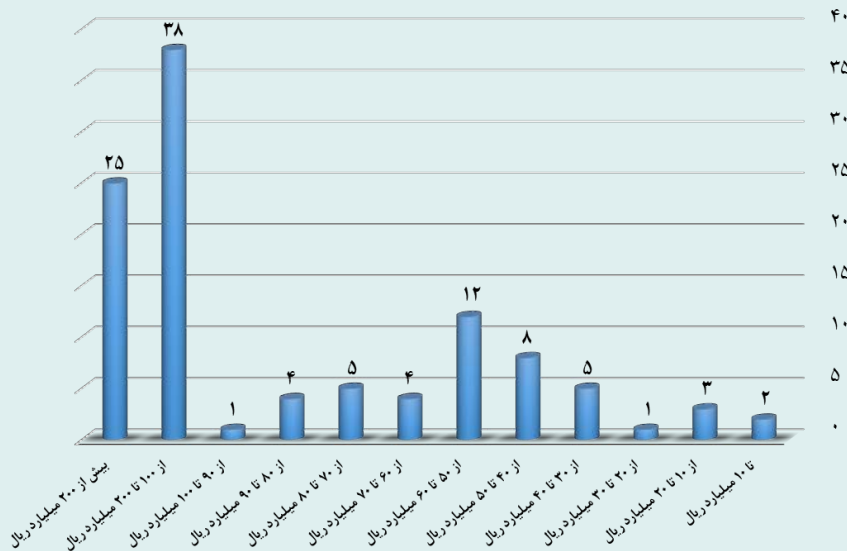
کارگزاران فعال در بورس اوراق بهادار	۱۰۶	کارگزاران صرفاً فعال در بازار اوراق بهادار	۲۰
کارگزاران فعال در بورس کالا	۸۸	کارگزاران صرفاً فعال در بازار کالایی	۲
کارگزاران فعال در فرابورس	۱۰۵	کارگزاران فعال در هر دو بازار	۸۶
کارگزاران فعال در بورس انرژی	۶۲	مجموع کارگزاران	۱۰۸

## رتبه بندی

شرکت های کارگزاری سالانه براساس معیارهای مصوب سازمان بورس و اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار و بورس کالا بصورت جداگانه رتبه بندی شده و براساس این رتبه می توانند مجوزهای فعالیت مختلف را از سازمان بورس و اوراق بهادار اخذ نمایند. رتبه بندی براساس معیارهایی نظیر سرمایه، توسعه خدمات، حجم و ارزش معاملات، نیروی انسانی، فعالیت های توسعه ای، امتیازات کانون کارگزاران و ... می باشد که این شرکت ها در مجموع در پنج رتبه تقسیم بندی می شوند. پراکندگی تعدادی کارگزاران برای نیمه اول سال ۱۳۹۷، در هر رتبه بصورت زیر می باشد:

تفکیک تعداد کارگزاران در بورس اوراق بهادار بر اساس رتبه	تفکیک تعداد کارگزاران در بورس کالای ایران بر اساس رتبه		
کارگزاران دارای رتبه "الف"	۲۷	کارگزاران دارای رتبه "الف"	۲۷
کارگزاران دارای رتبه "ب"	۲۳	کارگزاران دارای رتبه "ب"	۳۳
کارگزاران دارای رتبه "ج"	۶	کارگزاران دارای رتبه "ج"	۱۴
کارگزاران دارای رتبه "د"	۰	کارگزاران دارای رتبه "د"	۳
کارگزاران دارای رتبه "ه"	۰	کارگزاران دارای رتبه "ه"	۱
رتبه بندی نشده	۵	رتبه بندی نشده	۱۰
جمع	۱۰۵	جمع	۸۸

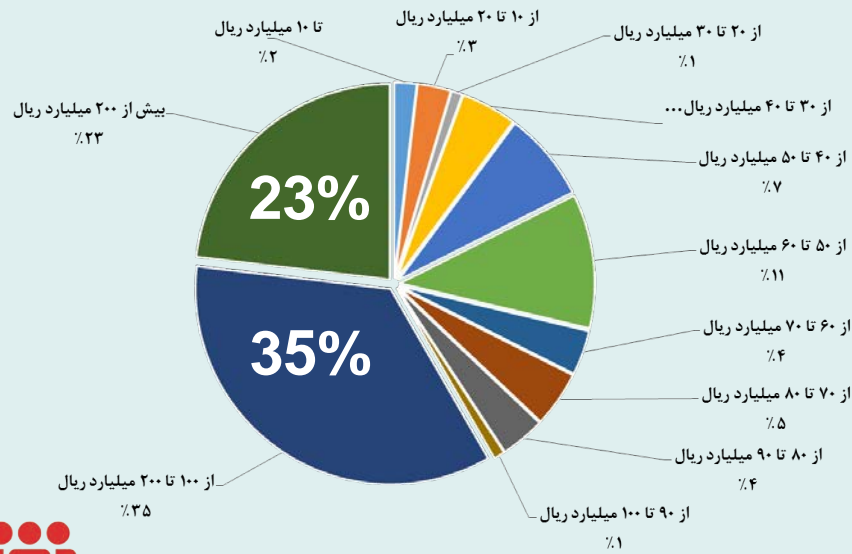
## پراکندگی میزان سرمایه ثبتی شرکت های کارگزاری



## سرمایه ثبتی و پرداختی

در نمودارهای زیر پراکندگی سرمایه کارگزاران بصورت تعداد و درصد از کل آورده شده است. مجموع سرمایه شرکت های کارگزاری ۱۳,۷۵۴,۹۲۰,۰۰۰,۰۰۰ ریال و میانگین سرمایه کارگزاران ۱۲۷,۳۶۰,۳۷۰,۳۷۰ ریال می باشد.

پراکندگی درصدی میزان سرمایه ثبتی شرکت‌های کارگزاری



۵,۶۱۵ نفر



۱۱ نفر  
زیر ۲۰ سال سن

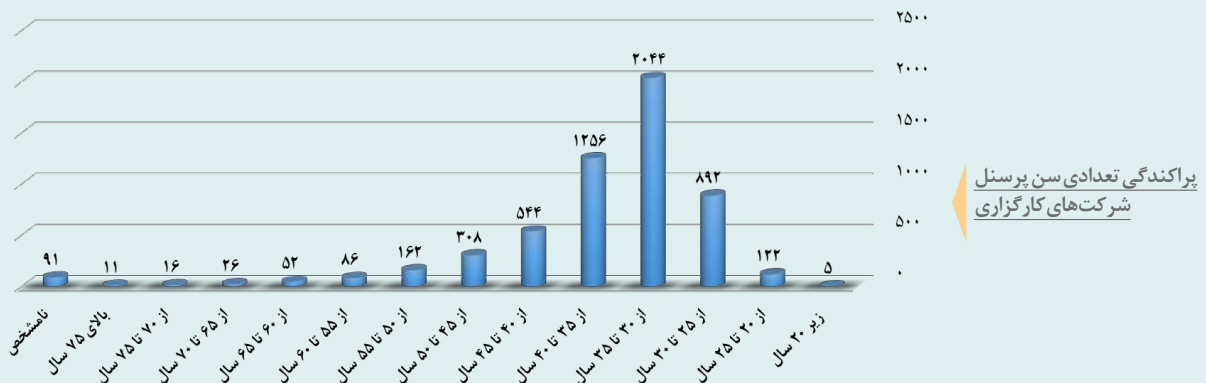
۵ نفر  
زیر ۲۰ سال سن

میانگین سن کل پرسنل نیز ۳۶ سال

پرسنل

تعداد کل پرسنل شرکت‌های کارگزاری ۵,۶۱۵ نفر می‌باشد. در انتهای این گزارش تعداد پرسنل شرکت‌های کارگزاری به صورت مقایسه‌ای در ۴ سال گذشته مورد بررسی قرار گرفته است. همان‌گونه که در نمودار زیر مشخص است ۵ نفر از پرسنل شرکت‌های کارگزاری زیر ۲۰ سال سن داشته و ۱۱ نفر بالای ۷۵ سال در صنعت مشغول به فعالیت می‌باشند. میانگین سن کل پرسنل نیز ۳۶ سال می‌باشد.

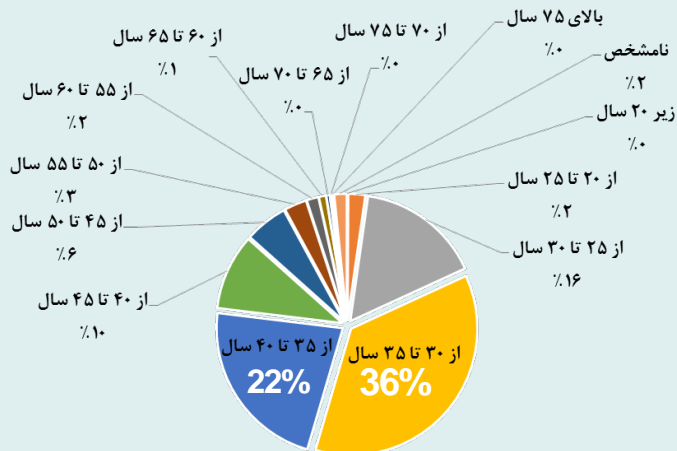
پراکندگی سنی



پراکندگی تعدادی سن پرسنل شرکت‌های کارگزاری



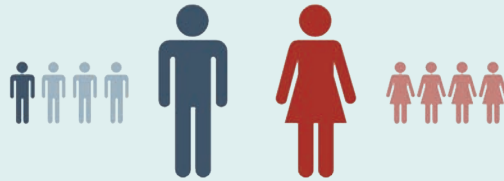
پراکندگی درصدی سن پرسنل شرکت‌های کارگزاری



پراکندگی جنسیتی

جنسیت	تعداد	درصد
زن	۲۲۵۸	۴۰٪
مرد	۳۳۵۷	۶۰٪

در جداول زیر فراوانی و درصد پرسنل شرکت‌های کارگزاری به تفکیک جنسیت قابل مشاهده می‌باشد. همان‌گونه که مشخص است حدوداً ۶۰٪ پرسنل شرکت‌های کارگزاری را مرد و ۴۰٪ آن را زن تشکیل می‌دهد.

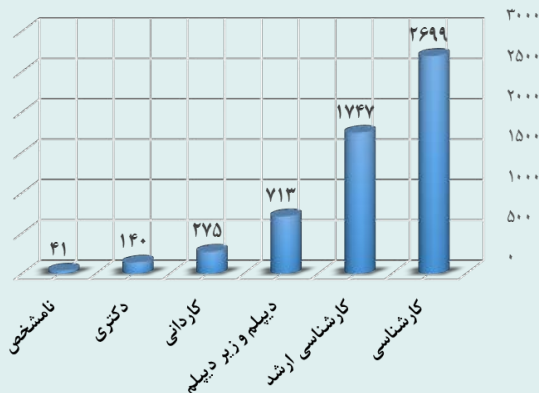


پراکندگی درصدی جنسیت پرسنل شرکت‌های کارگزاری

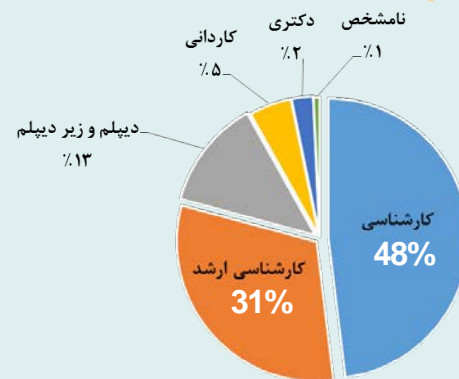
مدرک تحصیلی

نمودارهای زیر مربوط به پراکندگی تعدادی و درصدی مدارک تحصیلی پرسنل شرکت‌های کارگزاری می‌باشد. همان‌گونه که مشخص است بیش از ۸۱٪ پرسنل صنعت کارگزاری مدرک کارشناسی و بالاتر دارند.

پراکندگی تعدادی مدرک تحصیلی پرسنل شرکت‌های کارگزاری



پراکندگی درصدی مدرک تحصیلی پرسنل شرکت‌های کارگزاری

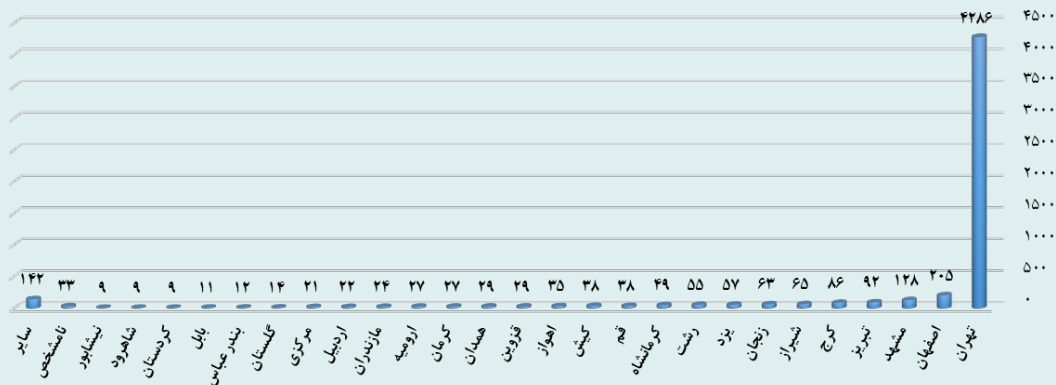


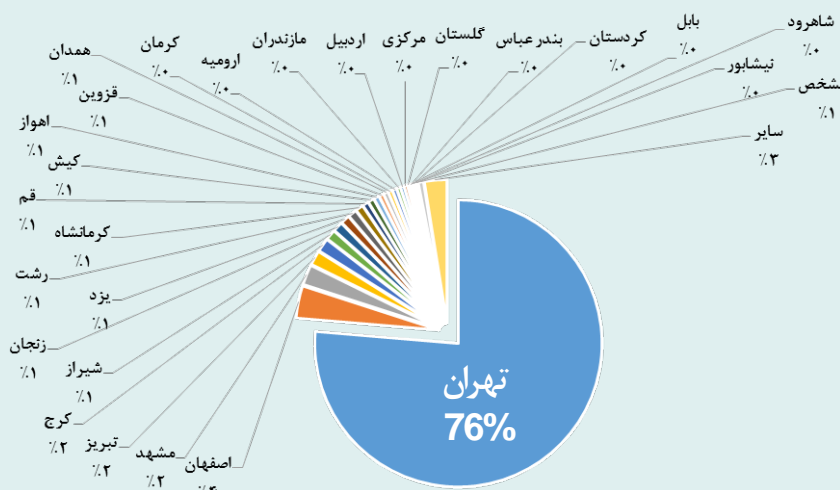
شهر محل فعالیت

در نمودار زیر پراکندگی تعدادی و درصدی پرسنل شرکت‌های کارگزاری بر اساس شهر محل فعالیت، قرار گرفته است. پراکندگی "سایر شهرها" در جدول صفحه ۱۱ به تفصیل درج شده است.



پراکندگی پرسنل شرکت‌های کارگزاری بر اساس شهر محل فعالیت



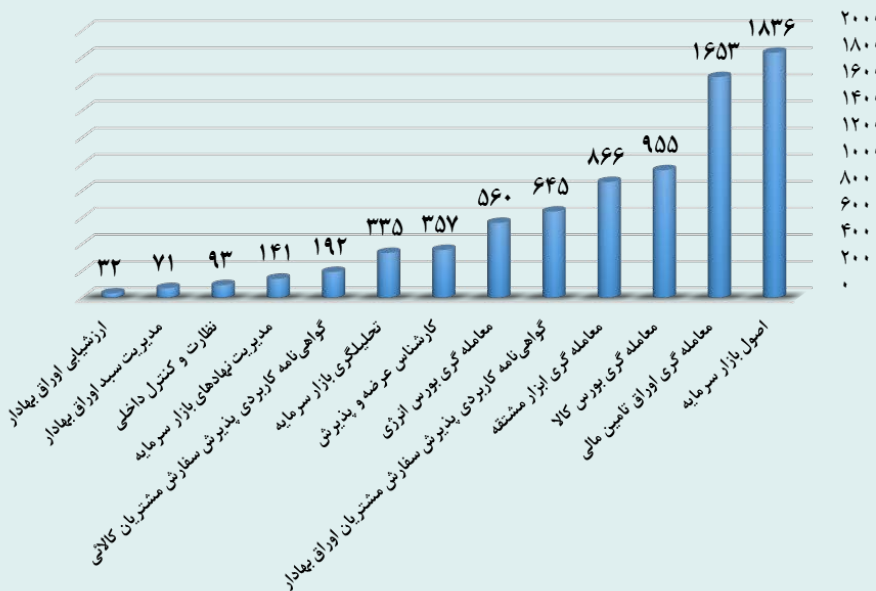


پراکندگی درصدی پرسنل شرکت‌های کارگزاری بر اساس شهر محل فعالیت

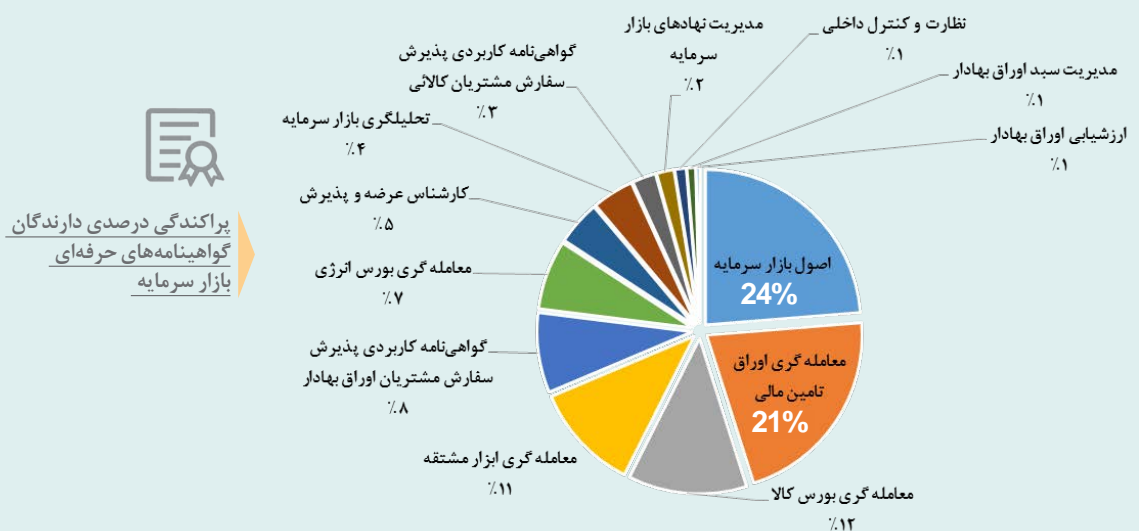


مدارک حرفه‌ای

داده‌های جداول ذیل براساس اطلاعات ۴,۹۰۲ نفر از پرسنل دارای مدرک فوق دیپلم و بالاتر شرکت‌های کارگزاری می‌باشد. لازم به ذکر است مجموع تعداد مدارک صادر شده برای پرسنل فعلی شرکت‌های کارگزاری تا لحظه جمع‌آوری گزارش ۷,۷۳۶ عدد می‌باشد.



پراکندگی تعدادی گواهینامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه

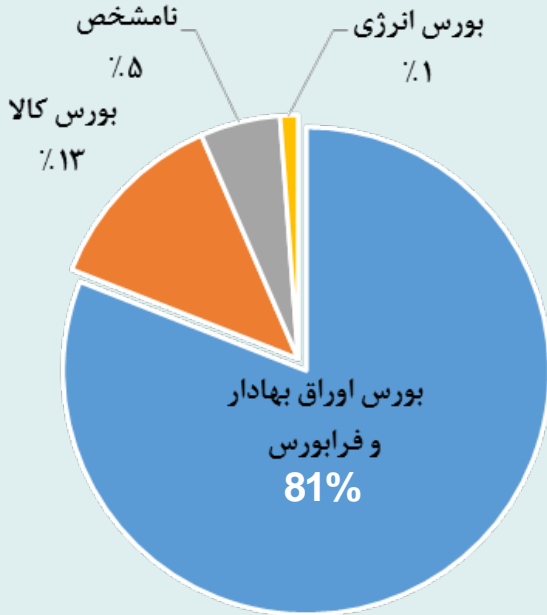


پراکندگی درصدی دارندگان گواهینامه‌های حرفه‌ای بازار سرمایه

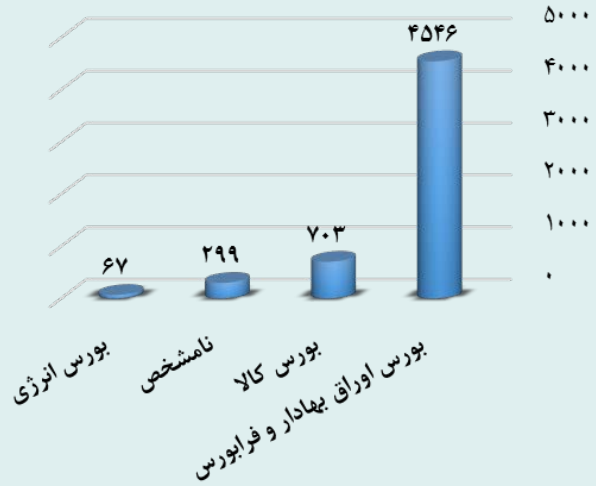
بورس محل فعالیت

در جداول ذیل اطلاعات پرسنل شرکت‌های کارگزاری به تفکیک « بورس اوراق بهادار و فرابورس»، « بورس کالا» و « بورس انرژی» مشخص شده است.

پراکندگی درصدی پرسنل شرکت‌های کارگزاری بر اساس بورس محل فعالیت



پراکندگی تعدادی پرسنل شرکت‌های کارگزاری بر اساس بورس محل فعالیت



(\* « نامشخص» افراد دارای مدرک دانشگاهی فوق‌دیپلم به بالا می‌باشند که اطلاعات رشته تحصیلی آن‌ها مشخص نبوده است.



۱,۴۶۵ عدد

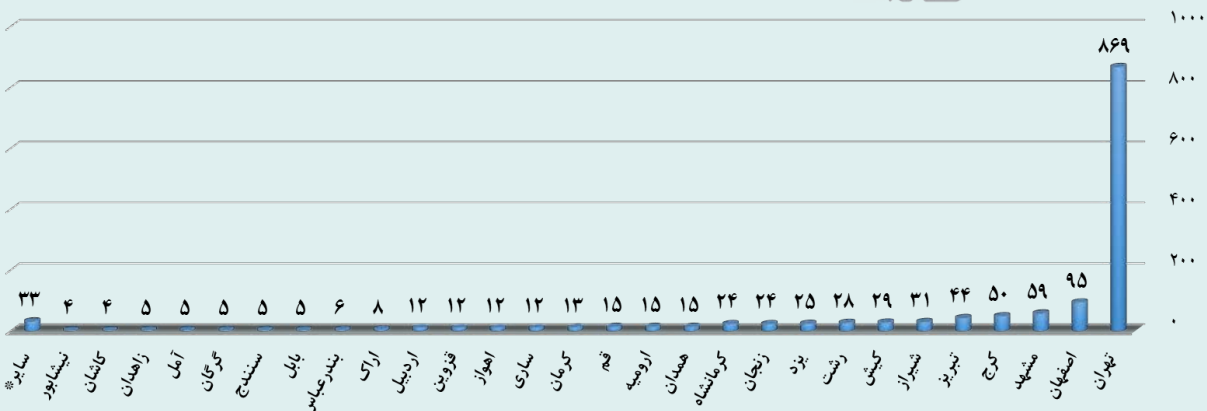
تعداد کل ایستگاه‌های معاملاتی فعال در شرکت‌های کارگزاری

ایستگاه‌های معاملاتی

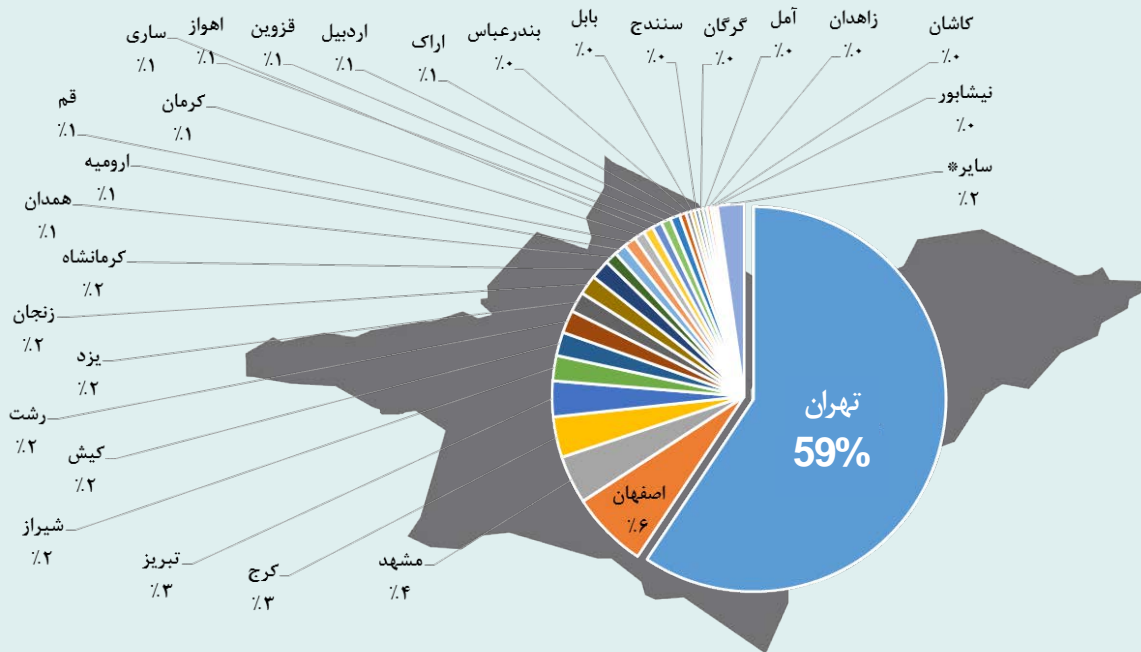
تعداد کل ایستگاه‌های معاملاتی فعال در شرکت‌های کارگزاری می‌باشد که در ۲ نمودار ذیل به صورت تعدادی و درصدی تفکیک شده است.

محل ایستگاه‌های معاملاتی

پراکندگی تعداد ایستگاه‌های معاملاتی شرکت‌های کارگزاری به تفکیک شهر

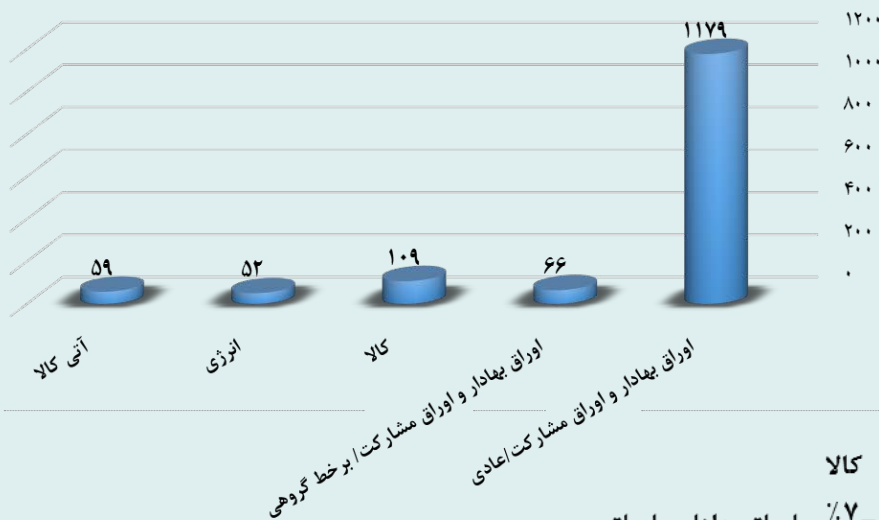


پراکندگی درصدی ایستگاه‌های معاملاتی شرکت‌های کارگزاری به تفکیک شهر

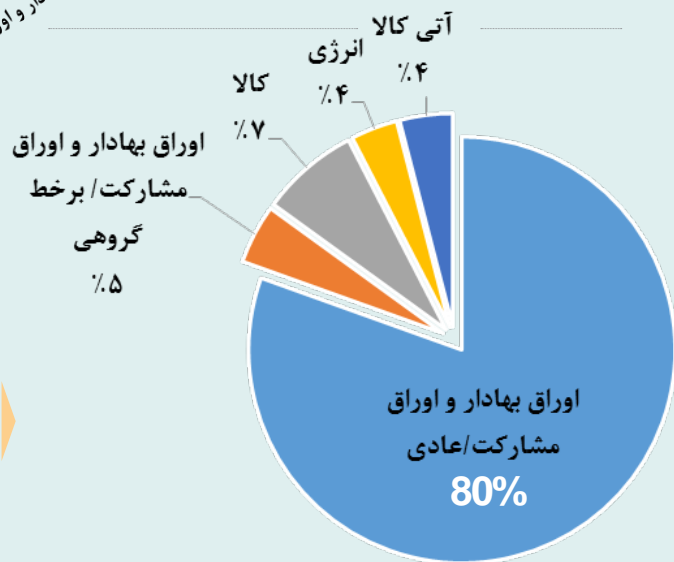


ایستگاه‌های معاملاتی بر اساس نوع بورس فعالیت

تعداد کل ایستگاه‌های معاملاتی فعال بر اساس نوع فعالیت ۱,۴۶۵ عدد می‌باشد.



پراکندگی تعدادی ایستگاه‌های معاملاتی شرکت‌های کارگزاری براساس بورس محل فعالیت



پراکندگی درصدی ایستگاه‌های معاملاتی شرکت‌های کارگزاری براساس بورس محل فعالیت

## ■ نرم افزارها

آمار نرم افزارهای مورد استفاده شرکت‌های کارگزاری به تفکیک شرکت ارائه دهنده خدمات

نام شرکت نرم افزاری	Back Office		Back Office		سیستم برخط		سیستم حسابداری		سید گردانی	
	تعداد	درصد از کل	تعداد	درصد از کل	تعداد	درصد از کل	تعداد	درصد از کل	تعداد	درصد از کل
صحرا	۴	۴٪	۱	۱٪	۴	۴٪	۴	۴٪	۶	۱۱٪
رایان هم افزا	۵۷	۵۴٪	۵۲	۶۰٪	۵۲	۵۱٪	۵۹	۵۶٪	۲۷	۵۱٪
تدبیرپرداز	۳۸	۳۶٪	۳۱	۳۶٪	۴۰	۳۹٪	۳۸	۳۶٪	۱۶	۳۰٪
سایر	۶	۶٪	۲	۲٪	۶	۶٪	۵	۵٪	۴	۸٪
جمع	۱۰۵	۱۰۰٪	۸۶	۱۰۰٪	۱۰۲	۱۰۰٪	۱۰۶	۱۰۰٪	۵۳	۱۰۰٪

«سایر» شامل شرکت‌های نرم‌افزاری داتکس، آسا، ره‌آورد نوین، سورن سیستم شریف و ... می‌باشد.

## ■ اطلاعات مقایسه‌ای شرکت‌های کارگزاری بر اساس رتبه آنان

## ▼ سرمایه ثابتی

رتبه	فراوانی بر اساس بالاترین رتبه در اوراق و یا کالا	مجموع کل سرمایه (میلیارد ریال)	میانگین سرمایه (میلیارد ریال)	میان (میلیارد ریال)	انحراف معیار (میلیارد ریال)	بیشترین (میلیارد ریال)	کمترین (میلیارد ریال)	بیشتر از میانگین	کمتر از میانگین
الف	۷۶	۱۱,۲۹۹	۱۴۹	۱۲۶	۹۴	۵۰۰	۳۰	۳۱	۴۵
ب	۲۸	۶۵	۸۵	۵۵	۷۴	۳۰۰	۱۵	۸	۱۹
ج	۴	۲,۳۹۱	۱۶	۱۰	۱۴	۴۰	۶	۲	۳
د	۰	۰	۰	۰	۰	۵۰۰	۰	۰	۰
جمع	۱۰۸	۱۳,۷۵۵	۱۲۷	۱۰۰	۹۴	۵۰۰	۶	۴۰	۶۸

## ▼ تعداد دفاتر، شعب، نمایندگی‌ها و تالارها

رتبه	فراوانی بر اساس بالاترین رتبه در اوراق و یا کالا	فراوانی تالارها دفاتر شعب و نمایندگی	درصد فراوانی	میانگین تعداد برای هر کارگزاری	میان	انحراف معیار	بیشترین	کمترین	بیشتر از میانگین	کمتر از میانگین
الف	۷۶	۹۵۱	۸۲٪	۱۲,۵۱	۱۱	۹,۰۸	۴۸	۱	۳۰	۴۶
ب	۲۸	۲۰۰	۱۷٪	۷,۱۴	۶	۳,۳۰	۱۶	۲	۱۰	۱۸
ج	۴	۱۳	۱٪	۳,۲۵	۳,۵	۰,۸۲	۴	۲	۲	۲
د	۰	۰	۰٪	۰,۰۰	۰	۰,۰۰	۰	۰	۰	۰
جمع	۱۰۸	۱,۱۶۴	۱۰۰٪	۱۰,۷۸	۹	۸,۲۸	۴۸	۱	۴۶	۶۲

## ▼ اطلاعات ایستگاه‌های معاملاتی شرکت‌های کارگزاری به تفکیک رتبه

رتبه	فراوانی بر اساس بالاترین رتبه در اوراق و یا کالا	تعداد ایستگاه‌های معاملاتی	میانگین	میان	انحراف معیار	بیشتر از میانگین	کمتر از میانگین
الف	۷۶	۱,۲۲۸	۱۶,۱۶	۱۵,۰۰	۹,۰۷	۴۸	۲۸
ب	۲۸	۲۱۹	۷,۸۲	۷,۵۰	۳,۱۷	۱۴	۱۴
ج	۴	۱۸	۴,۵۰	۳,۵۰	۲,۰۶	۳	۱
د	۰	۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰	۰
جمع	۱۰۸	۱,۴۶۵	۱۳,۵۶	۱۲,۰۰	۸,۷۷	۶۵	۴۳



## مدارک تحصیلی

رتبه	مدارک تحصیلی	تعداد	درصد دارندگان مدرک در کارگزاری های رتبه مورد نظر	درصد فراوانی هر مدرک تحصیلی در هر رتبه
الف	دکتری	۱۱۷	۸۳.۶٪**	۱.۵٪*
	کارشناسی ارشد	۱,۴۵۴	۸۳.۲٪	۱۹.۱٪
	کارشناسی	۲,۲۷۳	۸۴.۲٪	۲۹.۹٪
	کارדانی	۲۲۹	۸۳.۳٪	۳.۰٪
	دیپلم و زیر دیپلم	۶۰۱	۸۴.۳٪	۷.۹٪
	نامشخص	۳۷	۹۰.۳٪	۰.۵٪
ب	دکتری	۲۳	۱۶.۴٪	۰.۹٪
	کارشناسی ارشد	۲۷۴	۱۵.۷٪	۱۰.۱٪
	کارشناسی	۳۹۶	۱۴.۷٪	۱۴.۷٪
	کاردانی	۴۴	۱۶.۰٪	۱.۶٪
	دیپلم و زیر دیپلم	۱۰۸	۱۵.۱٪	۴.۰٪
	نامشخص	۴	۹.۸٪	۰.۱٪
ج	دکتری	۰	۰.۰٪	۰.۰٪
	کارشناسی ارشد	۱۹	۱.۱٪	۳.۸٪
	کارشناسی	۳۰	۱.۱٪	۶.۰٪
	کاردانی	۲	۰.۷٪	۰.۴٪
	دیپلم و زیر دیپلم	۴	۰.۶٪	۰.۸٪
	نامشخص	۰	۰.۰٪	۰.۰٪
کل	دکتری	۱۴۰	-	۱.۳٪
	کارشناسی ارشد	۱,۷۴۷	-	۱۶.۳٪
	کارشناسی	۲,۶۹۹	-	۲۵.۰٪
	کاردانی	۲۷۵	-	۲.۵٪
	دیپلم و زیر دیپلم	۷۱۳	-	۶.۶٪
	نامشخص	۴۱	-	۰.۴٪

\*\*۸۳.۶٪ درصد از دارندگان مدارک دانشگاهی در شرکت های کارگزاری با رتبه بندی "الف" دارای مدرک "دکتری" می باشند.

\*۱.۵٪ درصد از مجموع افراد داری مدرک "دکتری" در صنعت کارگزاری، در شرکت های کارگزاری بارتبه بندی "الف" شاغل می باشند.

## اطلاعات مقایسه ای صنعت کارگزاری

نمودار رشد تعداد پرسنل صنعت کارگزاری در دوره ۴ ساله

از نیمسال اول ۹۴ الی نیمسال اول ۹۷

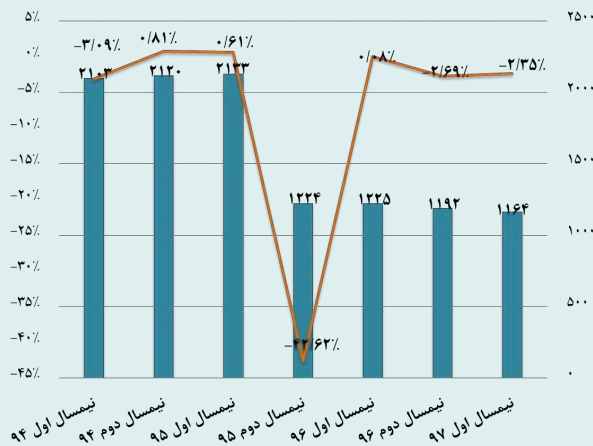
با بررسی آماری نیروی انسانی فعال در صنعت کارگزاری طی ۴ سال گذشته می توان بیان نمود تعداد نیروی انسانی تقریباً ثابت بوده است و تغییر چشم گیری در تعداد پرسنل ایجاد نشده است. بیشترین تعداد نیروی انسانی فعال در این صنعت مربوط به نیمسال دوم ۹۵ و کمترین مربوط به نیمسال دوم ۹۴ می باشد. همانطور که در نمودار مشخص می باشد در نیمسال اول ۹۷ تعداد پرسنل فعال در صنعت بیش از ۴٪ کاهش یافته است.

مقایسه تعداد دفاتر و تالارهای معاملات در کشور در دوره ۴ ساله

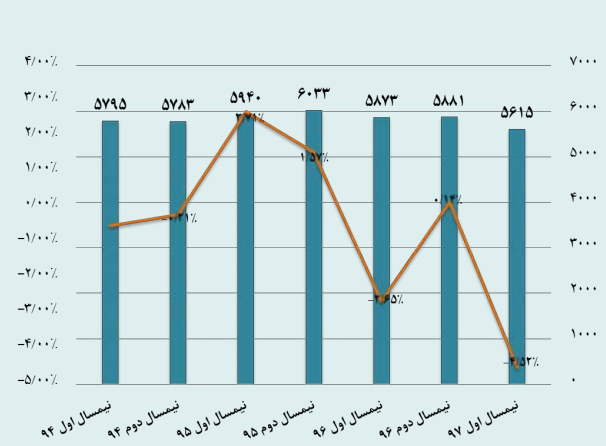
از نیمسال اول ۹۴ الی نیمسال اول ۹۷

تعداد دفاتر و تالارهای شرکت های کارگزاری طی ۴ سال گذشته روند کاهشی داشته و این روند کاهشی در نیمسال اول ۹۷ نیز ادامه داشته است.

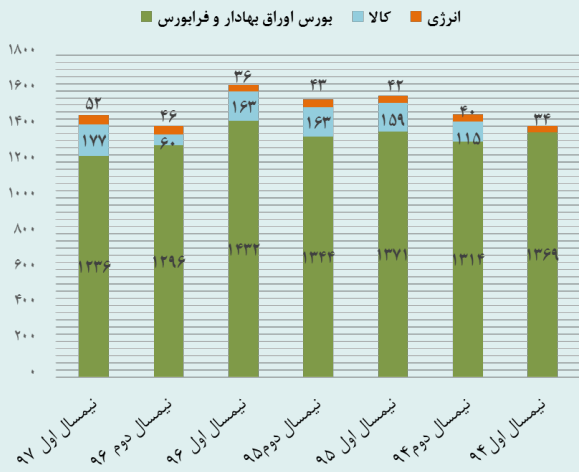
گزارش مقایسه ای تعداد دفاتر و تالارها در صنعت کارگزاری از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷



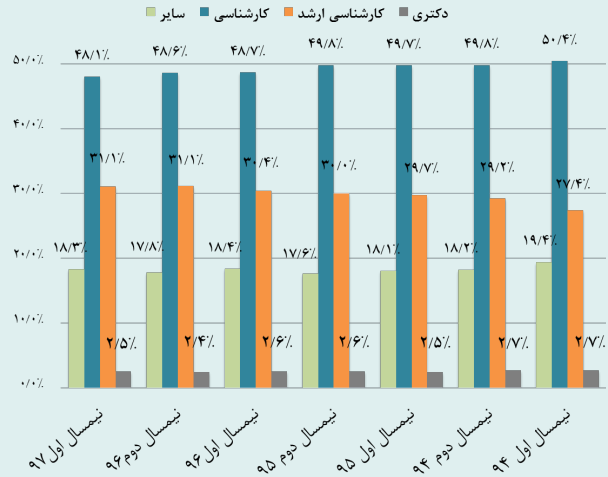
گزارش مقایسه ای تعداد پرسنل فعال در صنعت کارگزاری از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷



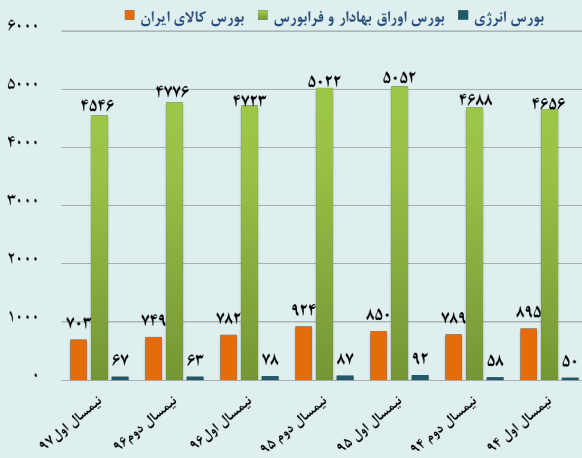
مقایسه تعداد ایستگاه‌های معاملاتی به تفکیک بورس محل فعالیت در دوره ۴ ساله از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷



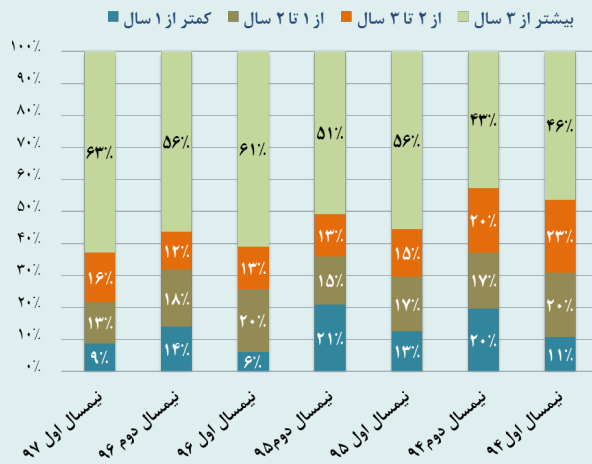
مقایسه سطح تحصیلات پرسنل صنعت کارگزاران از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷



بورس محل فعالیت پرسنل صنعت کارگزاری در دوره ۴ ساله از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷



مقایسه سابقه کاری در آخرین شرکت کارگزاری در دوره ۴ ساله از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷

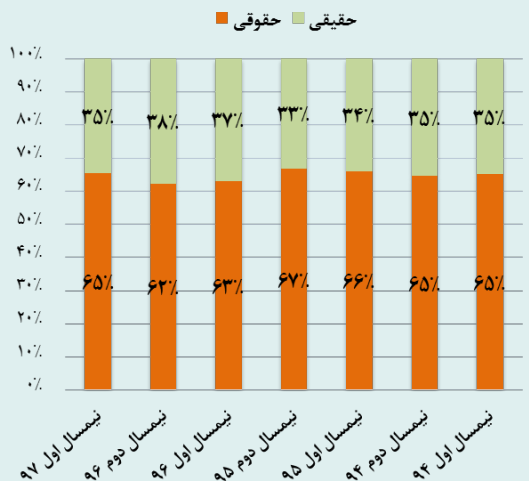


مقایسه تعداد مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری در دوره ۴ ساله از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷



مقایسه ترکیب سهامداران شرکت‌های کارگزاری به تفکیک نوع سهامداری در دوره ۴ ساله از نیم‌سال اول ۹۴ الی نیم‌سال اول ۹۷

همان‌گونه که در نمودار زیر مشخص است تعداد سهامداران حقیقی در صنعت کارگزاری به نسبت دوره قبل افزایش یافته است.



یاور صالحی

کارشناس واحد امور اعضا و اشخاص وابسته به اعضا / ۱۳۹۷

# بررسی وضعیت صورت‌های مالی صنعت کارگزاری

(داده‌ها از مجموع صورت‌های مالی ۱۰۵ شرکت کارگزاری گردآوری شده است، اطلاعات سه شرکت کارگزاری با توجه به عدم تصویب صورت مالی تا تاریخ گردآوری گزارش، لحاظ نشده است.)

مقایسه سال مالی شرکت‌های کارگزاری

سال مالی شرکت‌های کارگزاری		
درصد شرکت‌های کارگزاری	تعداد شرکت‌های کارگزاری	سال مالی منتهی به
۱٪	۱	۳/۳۱
۴۹٪	۵۱	۶/۳۱
۱٪	۱	۷/۳۰
۸٪	۸	۹/۳۰
۲٪	۲	۱۰/۳۰
۱٪	۱	۱۱/۳۰
۳۹٪	۴۱	۱۲/۲۹
۱۰۰٪	۱۰۵	مجموع

ترازنامه صنعت کارگزاری در سال‌های ۹۲ الی ۹۶ (ارقام به ریال)

سال ۹۲	سال ۹۳	سال ۹۴	سال ۹۵	سال ۹۶
۳,۶۴۱,۱۳۹,۳۹۴,۲۹۳	۳,۲۱۵,۴۹۵,۲۶۵,۷۱۰	۴,۸۹۲,۷۴۳,۶۱۶,۵۹۳	۶,۷۳۳,۱۲۰,۴۹۰,۰۲۱	۱۰,۲۸۷,۱۱۸,۸۵۷,۵۰۷
۱,۸۸۷,۴۴۴,۰۹۹,۵۸۴	۱,۹۳۱,۲۵۸,۰۳۳,۵۷۱	۲,۲۸۳,۲۹۳,۲۵۱,۷۰۲	۳,۵۶۶,۵۳۷,۱۷۷,۰۹۸	۴,۵۰۸,۶۰۲,۱۹۲,۹۶۰
۹,۵۳۵,۱۸۹,۳۴۹,۰۴۶	۱۲,۴۰۱,۸۶۵,۹۹۹,۶۷۷	۲۰,۷۳۴,۰۲۶,۴۶۹,۹۸۱	۶۳,۱۹۸,۰۳۸,۳۳۶,۹۴۱	۴۴,۱۹۸,۳۰۰,۱۷۱,۰۸۰
۱,۰۰۷,۳۷۲,۳۶۰,۲۵۲	۱,۱۸۶,۷۰۸,۲۸۷,۰۸۹	۱,۹۸۱,۹۱۱,۶۱۳,۶۱۳	۴,۶۵۹,۶۴۳,۳۰۳,۲۲۲	۸,۰۲۱,۶۴۹,۳۶۶,۷۳۸
۱۳۳,۸۲۰,۷۲۷,۳۲۲	۱۴۸,۲۸۹,۶۵۵,۹۷۴	۱۵۴,۱۵۷,۸۱۴,۴۷۳	۱۶۶,۹۶۴,۱۳۷,۰۱۰	۴۰۱,۹۱۴,۶۰۵,۰۵۳
۱۹۲,۳۴۴,۹۶۰,۱۶۴	۲۰۵,۸۵۱,۸۰۷,۳۰۰	۱۲۱,۳۱۸,۲۶۶,۳۳۵	۱۰۴,۷۹۹,۹۳۲,۳۲۲	۲۷۵,۳۹۴,۱۷۰,۲۳۴
۱۶,۳۸۷,۹۱۰,۷۹۰,۶۶۱	۱۹,۰۰۹,۴۶۹,۰۳۹,۳۲۱	۳۰,۱۵۷,۴۵۱,۰۳۲,۵۹۷	۷۸,۴۱۹,۰۹۳,۹۹۶,۶۱۴	۶۸,۳۹۲,۹۷۹,۳۶۳,۵۶۲
۲,۷۱۶,۶۰۲,۴۸۶,۰۱۳	۴,۴۵۹,۵۳۹,۶۷۵,۹۱۱	۵,۹۹۱,۶۹۴,۳۸۱,۴۹۴	۷,۱۴۱,۴۲۰,۷۱۷,۲۲۲	۸,۲۱۶,۸۱۵,۱۳۲,۴۴۱
۹۳,۹۶۰,۹۲۷,۱۵۴	۱۶۸,۲۶۶,۵۳۸,۶۹۹	۹۹,۱۹۸,۰۴۰,۷۶۹	۱۱۸,۵۲۰,۵۹۷,۵۸۰	۱۳۹,۳۳۱,۷۷۹,۱۹۴
۱,۲۰۹,۶۳۶,۶۶۴,۸۴۲	۱,۴۶۵,۹۶۹,۹۰۱,۴۰۷	۲,۱۳۸,۲۰۰,۶۶۷,۲۵۳	۲,۵۳۵,۹۳۳,۴۵۲,۲۴۱	۲,۵۵۱,۳۹۶,۸۳۲,۶۳۴
۱۴۲,۹۲۰,۷۷۹,۹۱۴	۱۵۲,۰۰۲,۶۲۲,۱۰۶	۳۷۰,۸۲۴,۷۸۸,۸۶۴	۴۶۱,۳۹۶,۰۸۵,۵۳۵	۷۴۹,۳۹۰,۹۵۳,۸۰۰
۴,۱۶۳,۱۲۰,۸۵۷,۹۳۳	۶,۲۴۵,۷۸۸,۷۳۸,۱۳۳	۸,۵۹۹,۹۱۷,۸۶۸,۴۸۰	۱۰,۲۵۷,۶۱۴,۲۷۵,۵۷۸	۱۱,۶۵۷,۱۳۴,۶۹۸,۰۵۹
۲۰,۵۵۱,۰۳۱,۶۴۸,۵۸۴	۲۵,۳۳۵,۲۴۷,۷۷۷,۴۴۴	۳۸,۷۵۷,۳۶۸,۹۰۱,۰۷۷	۸۸,۶۷۶,۷۰۸,۳۷۲,۱۹۲	۸۰,۰۵۰,۱۱۴,۰۶۱,۶۲۱

دارایی‌ها  
دارایی جاری:  
موجودی نقد  
سرمایه‌گذاری کوتاه مدت  
حساب‌های دریافتی تجاری  
سایر حساب‌های دریافتی تجاری  
سپرده‌ها و پیش پرداخت‌ها  
سایر دارایی‌های جاری  
جمع دارایی‌های جاری  
دارایی‌های غیر جاری:  
دارایی‌های مشهود  
دارایی‌های نامشهود  
سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت  
سایر دارایی‌های غیر جاری  
جمع دارایی‌های غیر جاری  
جمع کل دارایی‌ها

ترازنامه صنعت کارگزاری در سال‌های ۹۲ الی ۹۶ (ارقام به ریال)

سال ۹۲	سال ۹۳	سال ۹۴	سال ۹۵	سال ۹۶
۵,۲۶۳,۷۹۱,۷۷۵,۰۶۹	۵,۳۳۲,۶۱۴,۹۰۱,۶۳۹	۸,۶۱۳,۷۵۲,۱۴۳,۶۹۹	۱۹,۹۵۱,۳۷۵,۶۹۷,۵۹۹	۱۶,۳۴۰,۷۰۳,۰۷۴,۵۷۱
۴,۱,۲۱۲,۶۷۹,۵۶۵	۴۰,۸۷۷,۶۲۹,۴۸۸	۷۵,۸۳۹,۸۸۴,۹۹۷	۷۴,۶۱۱,۴۱۳,۳۷۸	۴۰,۱۱۴,۹۳۹,۳۷۴
۸۳۶,۳۷۵,۳۷۸,۳۴۵	۱,۰۵۴,۹۷۹,۴۰۷,۳۱۹	۱,۸۶۷,۰۸۷,۱۸۴,۵۴۵	۲۶,۳۷۷,۴۶۰,۰۸۷,۰۹۴	۹,۹۹۱,۹۵۶,۲۸۱,۱۳۳
۶۱۵,۲۵۷,۸۱۸,۱۷۷	۵۱۷,۴۸۶,۱۱۲,۶۲۱	۲۱۵,۵۳۹,۷۰۲,۴۴۳	۵۸۳,۰۶۸,۶۹۹,۳۰۲	۴۹۲,۲۹۱,۳۳۳,۸۸۴
۴,۳۰۶,۱۰۹,۹۵۴,۷۰۹	۸,۳۷۴,۲۶۸,۴۹۴,۶۸۷	۱۶,۳۳۷,۰۳۱,۹۱۸,۶۶۸	۳۷,۷۷۰,۰۸۷,۳۷۷,۰۶۰	۲۵,۳۳۳,۶۲۲,۸۱۷,۲۴۱
۳۰۰,۸۶۵,۱۱۳,۳۹۹	۴۷۱,۳۹۳,۸۰۶,۱۳۳	۶۶۵,۵۵۵,۷۴۶,۰۴۴	۱۰,۹۷۸,۸۴۵,۲۳۳	۴۵۷,۵۳۵,۲۳۴,۱۲۶
۱۲,۲۸۳,۴۹۲,۸۱۹,۱۱۴	۱۵,۷۴۱,۴۳۰,۳۵۱,۸۹۶	۲۸,۱۷۴,۷۹۶,۸۴۴,۵۳۵	۷۶,۷۴۶,۳۰۱,۷۷۹,۸۵۶	۶۳,۰۷۷,۲۳۳,۷۸۰,۹۷۸
۱۳۶,۶۸۷,۷۱۲,۷۹۴	۲۱۰,۶۳۹,۴۶۹,۵۰۲	۷۵۵,۰۲۱,۷۳۳,۳۷۳	۴۰۱,۲۹۴,۴۶۶,۴۱۸	۴۵۷,۴۰۷,۹۷۳,۸۶۳
۱۳۱,۰۵۱,۸۴۱,۹۷۰	۲۷۱,۹۵۵,۶۰۰,۳۰۸	۷۸۲,۴۸۲,۱۰۱,۰۳۸	۱۵۳,۱۳۱,۳۷۸,۶۷۳	۲۵۰,۲۲۴,۵۴۲,۴۸۵
۲۶۵,۷۴۰,۵۵۴,۷۶۴	۴۸۲,۶۳۳,۳۶۹,۸۱۰	۵۶۷,۵۰۳,۸۴۴,۴۲۱	۵۵۴,۴۲۵,۸۷۴,۶۹۱	۷۰۷,۶۳۲,۵۱۵,۳۴۸
۱۲,۵۴۹,۲۳۳,۳۷۸,۹۳۸	۱۶,۳۲۴,۰۵۴,۷۷۱,۷۰۶	۲۸,۷۴۲,۳۰۰,۵۸۷,۹۵۶	۷۵,۳۳۰,۸۱۷,۵۹۴,۵۳۷	۶۳,۷۸۴,۸۶۶,۳۶۶,۱۲۶
۴,۵۴۹,۰۸۸,۸۰۳,۰۰۰	۶,۳۳۳,۰۰۸,۱۲۹,۶۴۱	۷,۷۹۴,۱۱۲,۸۰۵,۴۳۶	۱۰,۲۵۹,۴۴۹,۵۸۳,۰۰۰	۱۲,۵۴۶,۳۳۱,۰۲,۶۶۷
۲۵۷,۴۳۵,۶۸۴,۷۹۰	۳۳۹,۷۵۵,۹۲۷,۲۳۰	۴۷۸,۰۱۲,۶۱۹,۸۳۴	۴۹۸,۵۱۶,۹۴۱,۰۰۳	۵۸۴,۰۹۸,۲۵۹,۹۷۸
۳,۱۹۱,۰۲۹,۷۳۹,۹۱۶	۱,۳۴۶,۹۷۷,۶۳۳,۹۳۷	۱,۸۰۸,۵۸۰,۰۶۰,۴۰۵	۲,۵۸۷,۰۶۳,۴۹۸,۷۰۱	۳,۱۲۹,۳۷۷,۶۷۷,۴۶۰
۱,۷۷۳,۱۲۶,۹۴۰	۵۵۰,۷۵۴,۹۴۰	۵۵۰,۷۵۴,۹۴۰	۵۵۰,۷۵۴,۹۴۱	۵۳۰,۳۵۰,۷۵۴,۹۴۰
۲,۴۷۰,۹۰۰,۰۰۰	.	۳۴,۴۷۵,۸۶۶,۸۶۶	.	.
۸۰۰,۱۷۹,۱۲۴,۶۴۶	۹,۱۱۱,۱۹۳,۰۵۵,۷۳۸	۱۰,۰۰۱,۵۰۶,۵۵۳,۳۷۳,۱۲۱	۱۳,۳۴۵,۸۸۰,۷۷۷,۶۴۵	۱۶,۳۶۵,۳۳۷,۷۶۵,۳۴۵
۲۰,۵۵۱,۰۳۱,۴۸۸,۵۸۴	۲۵,۲۳۵,۲۴۷,۷۷۷,۴۴۴	۳۸,۷۵۷,۳۶۵,۹۰۱,۰۷۷	۸۸,۶۷۶,۷۰۸,۳۷۳,۱۹۲	۸۰۰,۰۰۰,۱۱۴,۰۶۱,۶۳۱

بدهی‌ها

بدهی‌های جاری:

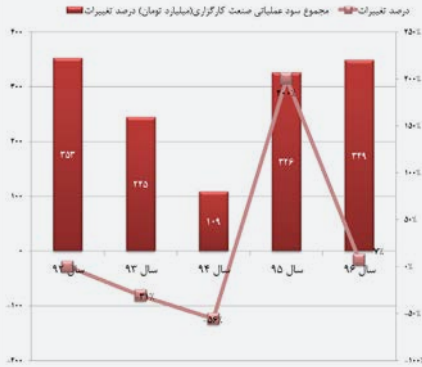
- حساب‌های پرداختی تجاری
- پیش دریافت
- سایر حساب‌های پرداختی تجاری
- ذخیره مالیات بر درآمد
- تسهیلات دریافتی کوتاه مدت
- سایر بدهی‌های جاری
- جمع بدهی‌های جاری
- بدهی‌های غیرجاری
- ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان
- سایر بدهی‌های غیرجاری
- جمع بدهی‌های غیرجاری
- جمع کل بدهی‌ها
- حقوق صاحبان سهام
- سرمایه
- اندوخته قانونی
- سود(زیان) انباشته
- اندوخته احتیاطی
- سود(زیان) ناشی از تجدید ارزیابی
- جمع کل حقوق صاحبان سهام
- جمع کل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام

صورت سود و زیان صنعت کارگزاری در سال‌های ۹۲ الی ۹۶ (ارقام به ریال)

	سال ۹۲	سال ۹۳	سال ۹۴	سال ۹۵	سال ۹۶
درصد نسبت به درآمد	۱۰۰٪	۱۰۰٪	۱۰۰٪	۱۰۰٪	۱۰۰٪
درآمد عملیاتی	۶,۳۷۰,۳۴۴,۴۸۸,۹۱۶	۶,۵۴۷,۴۹۵,۶۱۷,۶۵۴	۵,۴۴۳,۳۳۰,۸۱۳,۹۱۱	۸,۴۳۸,۴۹۹,۷۷۵,۴۸۸	۹,۲۶۸,۴۵۷,۱۳۲,۱۷۴
کسر می‌گردد:					
هزینه‌های عملیاتی	۲,۸۲۰,۱۷۲,۳۷۵,۱۰۰	۲,۱۰۰,۳۲۹,۰۶۷,۸۲	۴,۳۰۶,۲۶۰,۲۳۰,۸۱۵	۵,۳۷۶,۵۷۰,۸۵۳,۲۳۴	۵,۱۷۶,۳۸۲,۶۱۴,۹۱۳
سود عملیاتی	۳,۵۴۹,۵۷۲,۱۱۳,۸۱۶	۲,۴۴۷,۱۶۶,۵۴۹,۸۳۲	۱,۱۳۷,۰۷۰,۵۸۳,۰۹۶	۳,۰۶۱,۹۲۸,۹۲۲,۲۵۴	۴,۰۹۲,۰۷۴,۵۱۷,۲۶۱
کسر می‌گردد:					
هزینه‌های مالی	۳۳۷,۴۳۸,۴۶۱,۵۷۵	۶۴۰,۸۵۲,۴۰۰,۴۵۹	۸۳۰,۳۶۰,۴۹۳,۶۸۹	۱,۷۶۹,۳۳۰,۳۳۵,۲۶۱	۳,۶۰۹,۵۷۲,۱۰۰,۵۰۷
افزایش (کسر) می‌گردد:					
خالص سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی	۵,۲۱۹,۵۴۶,۰۵۸	۶۷۶,۷۸۵,۷۳۲,۸۷۷	۹۷۹,۴۴۷,۷۳۰,۱۸۰	۱,۵۳۲,۳۹۰,۳۰۰,۱۸۶	۲,۷۴۹,۷۳۷,۴۴۹,۵۷۹
سود قبل از کسر مالیات	۳,۵۹۲,۳۳۰,۳۴۸,۳۶۹	۲,۴۴۹,۰۳۹,۸۲۸,۷۰۰	۱,۲۳۸,۷۳۴,۴۰۰,۶۱۷	۳,۲۱۱,۶۶۴,۰۹۱,۸۵۰	۳,۹۱۲,۸۵۵,۰۵۸,۳۵۲
مالیات بر درآمد	۵۸۱,۳۷۵,۵۵۰,۴۳۳	۴۴۷,۵۰۰,۳۰۰,۷۸۴	۳۳۰,۶۶۶,۱۳۰,۵۴۴	۹۴۰,۱۷۷,۶۳۲,۴۳۳	۹۶۰,۹۷۱,۹۱۰,۲۸۷
سود خالص	۳,۰۱۰,۹۵۴,۷۹۳,۸۳۶	۲,۰۰۱,۵۳۸,۵۲۸,۹۱۶	۹۰۸,۰۶۸,۲۶۹,۰۷۳	۲,۲۷۱,۴۸۶,۴۵۸,۴۱۷	۲,۹۵۱,۸۸۳,۱۴۷,۰۶۵
درصد تغییرات نسبت به سال گذشته	۳٪	۱۷٪	۶٪	۵۹٪	۱۰٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۴۴٪	۱۸٪	۱۸٪	۲۳٪	۶۳٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۳۷٪	۳۳٪	۲۰٪	۳۸٪	۳۷٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۵۴٪	۲۴٪	۱۱٪	۱۱۱٪	۸۷٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۳۵٪	۴۵٪	۱۸٪	۱۸٪	۲۹٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۳۳٪	۳۳٪	۳۳٪	۱۴۶٪	۴٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۲۸٪	۶۵٪	۳٪	۲۱۸٪	۵٪
درصد تغییرات نسبت به درآمد گذشته	۳۳٪	۴۷٪	۲۰٪	۱۳۶٪	۲۶٪

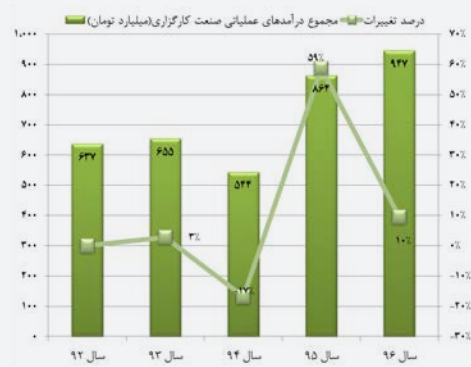
مقایسه مجموع سود عملیاتی صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	مجموع سود عملیاتی صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۲۴۹	۷٪
سال ۹۵	۲۳۶	۳۰۰٪
سال ۹۴	۱۰۹	-۵۶٪
سال ۹۳	۲۴۵	-۳۱٪
سال ۹۲	۲۵۲	-



مقایسه مجموع درآمدهای عملیاتی صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	مجموع درآمدهای عملیاتی صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۹۴۷	۱۰٪
سال ۹۵	۸۶۴	۵۹٪
سال ۹۴	۵۴۴	-۱۷٪
سال ۹۳	۶۵۵	۳٪
سال ۹۲	۶۲۷	-



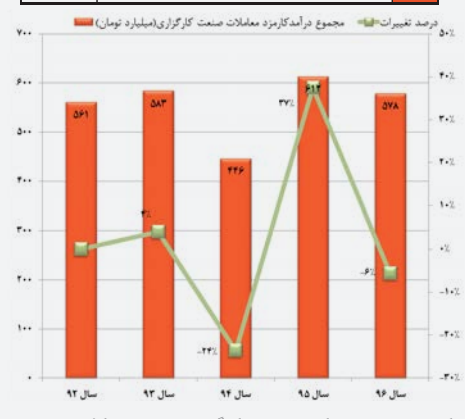
مقایسه مجموع هزینه‌های مالی صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	هزینه‌های مالی صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۳۳۱	۸۷٪
سال ۹۵	۱۷۷	۱۱۱٪
سال ۹۴	۸۴	۲۴٪
سال ۹۳	۶۷	۵۴٪
سال ۹۲	۴۴	-



مقایسه مجموع درآمد معاملات صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	مجموع درآمد معاملات صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۵۷۸	-۶٪
سال ۹۵	۶۱۲	۳۷٪
سال ۹۴	۴۴۶	-۲۴٪
سال ۹۳	۵۸۳	۴٪
سال ۹۲	۵۶۱	-



درآمد کارمزد معاملات شامل کارمزد معاملات کارگزاران از بورس‌های کشور می‌باشد.

مقایسه مجموع سود خالص صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	مجموع سود خالص صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۲۴۵	-۴٪
سال ۹۵	۲۵۵	۱۳۶٪
سال ۹۴	۱۰۸	-۴۷٪
سال ۹۳	۲۰۲	-۲۳٪
سال ۹۲	۳۰۰	-



مقایسه مجموع هزینه‌های عملیاتی صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	هزینه‌های عملیاتی صنعت کارگزاری (میلیارد تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۵۹۸	۱۱٪
سال ۹۵	۵۳۸	۲۳٪
سال ۹۴	۴۳۶	۶٪
سال ۹۳	۴۱۰	۴۴٪
سال ۹۲	۲۸۴	-



مقایسه بازده حقوق صاحبان سهام صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	بازده حقوق صاحبان سهام صنعت کارگزاری
سال ۹۶	۱۵٪
سال ۹۵	۱۹٪
سال ۹۴	۱۱٪
سال ۹۳	۲۲٪
سال ۹۲	۳۸٪



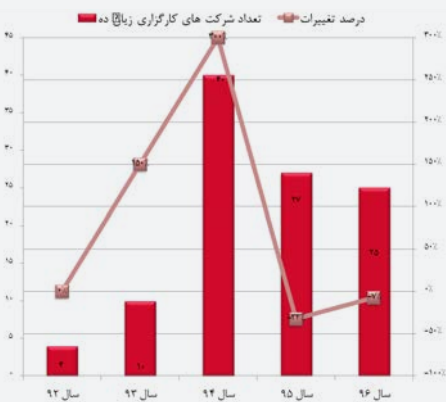
مقایسه حاشیه سود عملیاتی صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	حاشیه سود عملیاتی صنعت کارگزاری (درصد)
سال ۹۶	۳۷٪
سال ۹۵	۳۸٪
سال ۹۴	۲۰٪
سال ۹۳	۳۷٪
سال ۹۲	۵۵٪



مقایسه تعداد شرکت‌های کارگزاری زاینده از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	تعداد شرکت‌های کارگزاری زاینده	درصد تغییرات
سال ۹۶	۲۵	-۷٪
سال ۹۵	۲۷	-۳۳٪
سال ۹۴	۴۰	۳۰۰٪
سال ۹۳	۱۰	۱۵۰٪
سال ۹۲	۴	-



مقایسه حاشیه سود کارمزدهای صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	حاشیه سود کارمزدها
سال ۹۶	۴۲٪
سال ۹۵	۴۲٪
سال ۹۴	۲۴٪
سال ۹۳	۳۵٪
سال ۹۲	۵۴٪



مقایسه سود عملیاتی به ازای هر پرسنل صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	سود عملیاتی به ازای هر پرسنل (میلیون تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۶۱	۱۲٪
سال ۹۵	۵۴	۱۸۹٪
سال ۹۴	۱۹	-۵۷٪
سال ۹۳	۴۴	-۴۳٪
سال ۹۲	۷۸	-



مقایسه حاشیه سود خالص صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	حاشیه سود خالص صنعت کارگزاری (درصد)
سال ۹۶	۲۶٪
سال ۹۵	۳۰٪
سال ۹۴	۲۰٪
سال ۹۳	۳۱٪
سال ۹۲	۴۷٪



۱۸. مقایسه بهره‌وری نیروی کار بر حسب تعداد صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

ارزش افزوده (سود پس از کسر مالیات + مالیات + هزینه استهلاک + هزینه پرسنل) بهره‌وری نیروی کار بر حسب تعداد = تعداد پرسنل

سال	بهره‌وری نیروی کار بر حسب تعداد (میلیون تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۱۱۰	۹٪
سال ۹۵	۱۰۱	۶۱٪
سال ۹۴	۶۳	-۱۷٪
سال ۹۳	۷۶	-۲۴٪
سال ۹۲	۱۰۳	-



۱۹. مقایسه بهره‌وری سرمایه بر حسب کل دارایی‌های صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

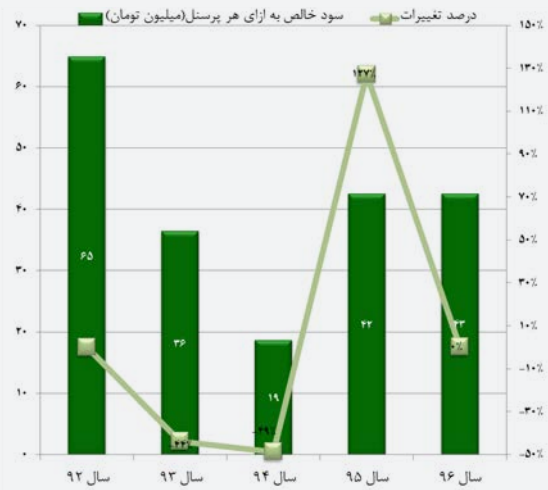
ارزش افزوده (سود پس از کسر مالیات + مالیات + هزینه استهلاک + هزینه پرسنل) بهره‌وری سرمایه بر حسب کل دارایی‌ها = جمع کل دارایی‌ها

سال	بهره‌وری سرمایه بر حسب کل دارایی‌ها (درصد)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۸٪	۱۶٪
سال ۹۵	۷٪	-۲۸٪
سال ۹۴	۹٪	-۴۴٪
سال ۹۳	۱۷٪	-۲۷٪
سال ۹۲	۲۳٪	-



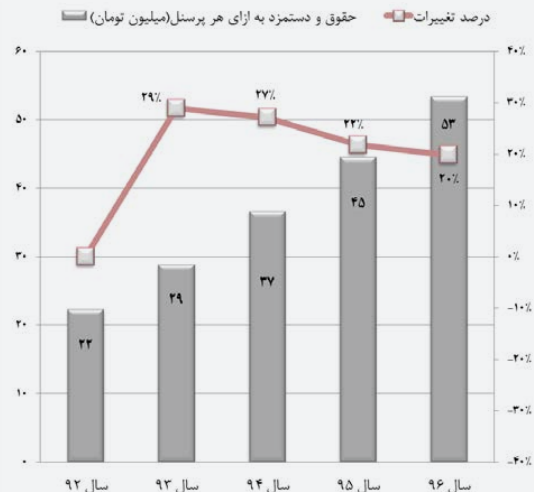
۱۶. مقایسه سود خالص به ازای هر پرسنل صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	سود خالص به ازای هر پرسنل (میلیون تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۴۳	-۰.۲٪
سال ۹۵	۴۲	۱۲۷٪
سال ۹۴	۱۹	-۴۹٪
سال ۹۳	۳۶	-۴۴٪
سال ۹۲	۶۵	-



۱۷. مقایسه حقوق و دستمزد به ازای هر پرسنل صنعت کارگزاری از سال ۹۲ الی ۹۶

سال	حقوق و دستمزد به ازای هر پرسنل (میلیون تومان)	درصد تغییرات
سال ۹۶	۵۳	۲۰٪
سال ۹۵	۴۵	۲۲٪
سال ۹۴	۳۷	۲۷٪
سال ۹۳	۲۹	۲۹٪
سال ۹۲	۲۲	-







## مجری استقرار نظام راهبری شرکتی

تهران، بزرگراه شهید گمنام، خیابان جهان آرا، کوچه ۱۳/۲ (بابک)  
پلاک ۱۶، طبقه سوم.  
تلفن: ۴۱۶۷۴۰۰۰ (۰۲۱)      دورنگار: ۸۹۷۷۵۷۶۵ (۰۲۱)

[www.irarkan.ir](http://www.irarkan.ir)

نگاهی به تاریخچه کارگزاران بورس جهان

# کارگزاران در گذر زمان



آیین‌نامه و اساسنامه بورس تا سال ۱۳۴۳ به تأخیر افتاد. در نهایت، لایحه قانون بورس اوراق بهادار در فروردین ۱۳۴۳ به مجلس ارسال شد و پس از دو سال در اردیبهشت ۱۳۴۵ قانون تاسیس بورس اوراق بهادار به تصویب مجلس رسید. آیین‌نامه اجرایی قانون تاسیس بورس اوراق بهادار نیز در مهر همان سال به تصویب دولت رسید. سرانجام در ۱۵ بهمن ۱۳۴۶ آرزوی دیرین ایرانیان برای داشتن بازار رسمی اوراق بهادار با شروع به کار سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران جامه عمل پوشید.

در ابتدای کار، ارکان بورس شامل شورای بورس (متشکل از ۱۲ عضو)، هیئت پذیرش (شامل ۸ عضو) و هیئت مدیره کارگزاران (شامل ۷ عضو) بود.

## مقدمات تاسیس سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار

در سال ۱۳۴۵ گروه ۱۸ نفره‌ای از کارشناسان بانک‌هایی که در تهیه مقدمات تاسیس بورس نقش داشتند، برای گذراندن دوره کارآموزی به بلژیک رفتند تا پس از آموختن رویه‌های اجرایی، به عنوان کارشناسان بورس تهران فعالیت خود را آغاز کنند. نخستین جلسه شورای بورس در ۱۷ بهمن ۱۳۴۵ در محل بانک مرکزی تشکیل شد. اگرچه قانون تاسیس بورس اوراق بهادار و آیین‌نامه اجرایی آن قبلاً تصویب شده بود اما تدوین مقررات و رویه‌ها، لازمه آغاز به کار بورس بود. با توجه به الزام فراهم آمدن مقدمات تاسیس سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، تأیید صلاحیت کارگزاران که موسسان بورس محسوب می‌شدند، در اولویت کاری شورای بورس قرار داشت. مطابق قانون، باید صلاحیت دست‌کم ۱۱ کارگزار به تصویب شورا می‌رسید تا این گروه بتوانند اساسنامه و آیین‌نامه داخلی بورس را تدوین و برای تصویب به شورا ارسال کنند تا اجازه تاسیس بورس توسط شورا صادر شود. در دومین جلسه شورای بورس در ۱۶ اسفند ۱۳۴۵،

کارگزاری‌ها از نهادهای مالی هستند که واسط میان سهامدار و بازار سرمایه محسوب می‌شوند؛ به طوری که فعالیت‌شان در زمینه‌هایی همچون خرید و فروش سهام، اوراق مشارکت پذیرفته شده در بورس و ارائه کد سهامداری است. کارگزاری‌ها در این خرید و فروش‌ها، به نمایندگی از خریداران یا فروشندگان سهام، اقدام به انجام معامله می‌کنند و در ازای آن کارمزدی را دریافت می‌کنند. در این میان، اقداماتی همچون بهبود و گسترش خدمات، افزایش دانش تخصصی، تنظیم امور و اعتلای حرفه‌ای و ارتقای اعتبار ۱۰۸ کارگزاری بر دوش کانون کارگزاران قرار دارد.

کارگزاران به عنوان موسسان بورس، عمری به درازای بازار سهام و نقشی اساسی در روند فعالیت‌های بازار سرمایه دارند. تاریخ شکل‌گیری بازار سرمایه ایران نشان‌دهنده فراز و فرودهایی است که کارگزاران طی بیش از نیم قرن گذشته تجربه کرده‌اند. اگرچه اندیشه تاسیس بورس خیلی پیش از اینها شکل گرفته بود. در این نوشتار قصد داریم با مرور تحولات و اتفاقات چند دهه اخیر، روند شکل‌گیری و توسعه کارگزاران بورس را مورد بررسی قرار دهیم.

در طول سال‌های ۱۳۰۰ تا ۱۳۱۵ با انجام برخی اصلاحات، تاسیس نهادهای آموزشی و ایجاد زیرساخت‌های حمل و نقل و صنعت، شرایط جدید در بستر توسعه خدمات مالی به وجود آمد. تاسیس بانک‌های خارجی (۱۲۶۶)، بیمه‌های بازرگانی (۱۲۸۹)، بانک‌های دولتی (۱۳۰۴) و بیمه اجتماعی (۱۳۰۹)، سبب خدمات مالی به جز خدمات صنعت اوراق بهادار را تکمیل کرده بود. بر این اساس، برای نخستین بار در سال ۱۳۱۵ اندیشه تاسیس بورس مطرح شد. در سال ۱۳۱۸ در اصفهان یک بازار غیررسمی معاملات سهام آغاز به کار کرد. اما با وقوع جنگ جهانی و اشغال ایران به دست متفقین که نابسامی اوضاع را به همراه داشت، موضوع تاسیس بورس تا سال ۱۳۳۷ مسکوت ماند. در این سال، گروه‌های مختلفی برای تاسیس بورس همکاری کردند اما به علت نبود زیرساخت مقرراتی و مشکلات ثبتي، بحث تدوین قانون،

در سال ۱۳۴۵  
گروه ۱۸ نفره‌ای از  
کارشناسان بانک‌هایی  
که در تهیه مقدمات  
تاسیس بورس نقش  
داشتند، برای گذراندن  
دوره کارآموزی به  
بلژیک رفتند تا پس  
از آموختن رویه‌های  
اجرایی، به عنوان  
کارشناسان بورس  
تهران فعالیت خود را  
آغاز کنند



کارگزاران خصوصی است. در آن زمان، بر اساس این استدلال که پایین بودن ارزش معاملات به صلاح کارگزاران خصوصی نیست، به اشخاص حقیقی مجوز کارگزاری داده نشد. در حالی که یکی از دلایل رونق نگرفتن بورس، عدم حضور کارگزاران خصوصی با انگیزه برای جذب شرکت‌ها جهت پذیرش در بورس و بازاریابی برای جذب سرمایه‌گذار بود. در واقع، در سال‌های نخست فعالیت بورس، بانک‌ها نمایندگان به عنوان کارگزار برای فعالیت در تالار معاملات معرفی می‌کردند که در حقیقت کارمند بانک بودند. کافی نبودن انگیزه این افراد برای ایجاد رونق در معاملات و جذب مشتری گاه باعث می‌شد که حتی در بسیاری از جلسات معاملات شرکت نداشته باشند. در حالی که از نظر یک کارگزار خصوصی، افزایش حجم معاملات به معنای افزایش سود بود، بنابراین برای تحقق آن به جذب مشتری بیشتری می‌پرداخت. در این سال، ۱۷ کارگزار بانکی مشغول فعالیت بودند و حدود ۹۰ درصد معاملات از طریق سه کارگزار انجام شد.

در پی انتقاد جراید نسبت به کم بودن حجم معاملات، در جلسه هیئت مدیره در ۱۷ آذر سال ۱۳۴۸ تصمیم به پذیرش افراد حقیقی خوشنام و باصلاحیت به عنوان کارگزار رسمی بورس گرفته شد. همچنین قرار شد وجه‌الضمان کارگزاری، میزان ورودیه و حق عضویت سالانه کارگزاران خصوصی کاهش پیدا کند. بر این اساس، شورای بورس در جلسه ۲۶ آذر همان سال پذیرش افراد حقیقی واجد شرایط را به عنوان کارگزار رسمی بورس مورد تصویب قرار داد. از سویی، به منظور تقویت انگیزه این افراد برای حضور در بورس به عنوان کارگزار، مبلغ وجه‌الضمان به جای یک میلیون ریال به سپردن ۲۰۰ هزار ریال ضمانت بانکی بی‌قید و شرط نزد بانک مرکزی و پرداخت مبلغ ۳۰۰ هزار ریال سفته به هیئت مدیره کاهش یافت. همچنین مبلغ ورودی برای این افراد ۲۰ هزار ریال و حق عضویت سالانه نیز ۵ هزار ریال تعیین شد. در آن جلسه مقرر شد، ۵ نفر از واسطه‌های خوشنام که سابقه معاملات بورسی داشتند، به عنوان داوطلب احراز این شغل انتخاب و در صورت تأیید صلاحیت به سمت کارگزاری پذیرفته شوند. همچنین با توجه به بررسی موضوع لایحه

صلاحیت ۱۲ بانک متقاضی کارگزاری به تأیید رسید (بانک‌های اعتبارات ایران، اعتبارات صنعتی، ایران و انگلیس، بین‌المللی ایران و ژاپن، ایران و خاورمیانه، ایرانیان، بازرگانی ایران، تجارت خارجی ایران، توسعه صنعتی و معدنی ایران، تهران، صادرات ایران، ملی ایران). در سومین جلسه شورای بورس (۲۳ اسفند ۱۳۴۵) مفاد اساسنامه پیشنهادی کارگزاران مورد بررسی قرار گرفت و در جلسات چهارم و پنجم (فروردین ۱۳۴۶)، اساسنامه سازمان کارگزاران بورس به تصویب رسید. در ششمین جلسه (۳۰ فروردین ۱۳۴۶)، تقاضای کارگزاری بانک سپه و آخرین اصلاحات اساسنامه سازمان کارگزاران بورس مورد بررسی و تصویب قرار گرفت. در جلسه هفتم شورا (۲۸ اردیبهشت ۱۳۴۶) نظرات اعضا در مورد نحوه قبول یا رد تقاضاهای کارگزاری بررسی و آخرین اصلاحات به تصویب رسید. به این ترتیب، با تصویب اساسنامه سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران، شورای بورس اجازه تاسیس بورس را بر اساس قانون بورس و آیین‌نامه اجرایی آن صادر کرد.

در هشتمین جلسه شورا (۷ شهریور ۱۳۴۶) گزارش اولین مجمع عمومی سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران که ۳۱ خرداد ۱۳۴۶ برگزار شده بود، ارائه شد. در اولین جلسه مجمع عمومی کارگزاران که با حضور نمایندگان ۱۲ بانک عضو در محل بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران تشکیل شده بود، ۷ نفر اعضای هیئت مدیره برای مدت سه سال انتخاب شدند. بررسی آیین‌نامه اجرایی سازمان کارگزاران در نهمین جلسه (۱۶ مهر ۱۳۴۶) انجام شد. در آذر ۱۳۴۶ حق‌العمل کارگزاران در معاملات سهام به این شرح تصویب شد:

الف- در معاملات سهام تا سقف یک میلیون ریال، هر یک از طرفین موظف به پرداخت یک درصد مبلغ مورد معامله به عنوان حق‌العمل به کارگزار بودند و در صورتی که مبلغ از یک میلیون ریال بیشتر می‌شد، حق‌العمل مبلغ مازاد ۰.۵ درصد محاسبه و پرداخت می‌شد؛

ب- برای معاملات اوراق قرضه هر یک از طرفین ۰.۲۵ درصد مبلغ مورد معامله را به عنوان حق‌العمل به کارگزار پرداخت می‌کردند. همچنین حداقل میزان حق‌العمل کارگزاران در معامله از هر یک از طرفین معادل ۵۰ ریال بود.

در این زمان همچنین وجه تضمین کارگزاران بورس تعیین شد. مبلغ لازم برای تضمین کارگزاران بورس نزد بانک مرکزی یک میلیون ریال بود که به یکی از اشکال ودیعه نقدی، تضمین بانکی، سهام قابل قبول شورای بورس یا از طریق وثائق ملکی یا تنظیم سند رسمی نزد بانک مرکزی سپرده می‌شد. این سپرده به منظور اجرای ماده ۱۳ قانون بورس سهام دریافت می‌شد. ماده ۱۳ قانون بورس، کارگزاران را مکلف کرده بود که برای جبران خسارتی که ممکن است از عملیات آنان متوجه طرفین معامله شود، تضمین کافی نزد بانک مرکزی بسپارند. البته مقرر شده بود که مبلغ وجه تضمین به شکل دوره‌ای، توسط شورای بورس تعیین شود.

### دهه نخست فعالیت

در سال ۱۳۴۷ با توجه به حجم اندک معاملات، روزها و ساعات انجام معامله محدود بود. کارشناسان در بررسی دلایل عدم رشد بورس مطابق آنچه مورد انتظار بود، به عوامل مختلفی اشاره می‌کنند که یکی از آنها، تعداد کم کارگزاران و عدم حضور

در سومین جلسه  
شورای بورس (۲۳  
اسفند ۱۳۴۵) مفاد  
اساسنامه پیشنهادی  
کارگزاران مورد  
بررسی قرار گرفت  
و در جلسات چهارم  
و پنجم (فروردین  
۱۳۴۶)، اساسنامه  
سازمان کارگزاران  
بورس به تصویب  
رسید

از گذشت ۳ سال از فعالیت بورس فقط افرادی می‌توانستند به کارگزاری انتخاب شوند که از ۳ سال سابقه کار نزد کارگزاران حاضر برخوردار باشند، پذیرش این افراد مورد موافقت قرار نگرفت. بر این اساس مقرر شد تمهیداتی برای رفع این معذوریت اندیشیده شود.

در سال ۱۳۵۲ با افزایش استقبال مردم از خرید سهام، تعداد کارگزاران نیز به ۲۰ کارگزار رسید. همچنین تعداد شرکت‌های پذیرفته شده به ۳۴ شرکت افزایش یافت. در این سال حجم معاملات انجام شده توسط کارگزاران بانکی معادل ۵۰،۲۹ درصد و معاملات کارگزاران خصوصی ۴۹،۷۱ درصد کل معاملات بود. در جلسه ۱۴ مهر، موضوع ممنوعیت امکان افزایش نرخ معامله از سوی کارگزار عرضه‌کننده در رقابت با کارگزاری که سهم عرضه شده را به نرخ اعلامی از سوی کارگزار عرضه‌کننده یا بالاتر خریدار باشد، مورد تصویب قرار گرفت. همچنین مقرر شد در صورتی که سهمی با نرخ غیرمعارف و بالاتر از حد معمول عرضه شد و تنها خریدارش، کارگزار عرضه‌کننده بود و دلیل قانع‌کننده‌ای برای این افزایش نرخ وجود نداشت، معامله صوری تلقی شده و تا زمان حصول اطمینان از انجام آن مانعت به عمل آید. در این سال نیز کم‌کاری کارگزاران بانکی مورد توجه قرار گرفت و پیشنهادی مبنی بر حذف کارگزاران کم‌کار مطرح شد. همچنین درباره مسئله مالکیت و جوهی که توسط خریداران در اختیار کارگزاران خصوصی قرار داشت و در صورت فوت آنها در معرض ریسک حقوقی قرار می‌گرفت، مباحثی مطرح و مقرر شد راهکار دو امضا بودن حساب کارگزاران خصوصی بررسی شود.

در سال ۱۳۵۳ همگام با پیشرفت‌های اقتصادی کشور، بورس نیز از رونق مطلوبی برخوردار شد به طوری که حجم معاملات در مقایسه با سال پیش از آن حدود ۴ برابر افزایش یافت. در این سال نخستین کارگزار حقوقی غیربانکی به نام شرکت سهامی ایران و مریل لینچ به جمع کارگزاران اضافه شد (هرچند یک سال بعد از فهرست کارگزاران حذف شد) و در مجموع تعداد کارگزاران در بورس تهران به ۲۳ کارگزار رسید. بر اساس آمارهای موجود، حجم معاملات کارگزاران (شامل خرید و فروش) در این سال به بیش از ۱۰،۹ میلیارد ریال رسید که یک کارگزار خصوصی و یک کارگزار بانکی در مجموع بیش از ۶۶،۵ درصد آن را به خود اختصاص دادند. در این سال ۷ کارگزار بانکی هیچ فعالیتی نداشتند و در واقع از مجموع ۲۳ کارگزار دارای مجوز فعالیت در بورس تهران فقط ۱۵ کارگزار فعالیت معاملاتی داشتند. در سال ۱۳۵۳ میزان کارمزد کارگزاران برای معاملات سهام از قرار ۵ در هزار و کارمزد معاملات اوراق قرضه از قرار ۲،۵ در هزار مبلغ معامله محاسبه و از هر یک از طرفین معامله دریافت می‌شد. به این ترتیب اگر معامله‌ای توسط یک کارگزار به نمایندگی از فروشنده و خریدار انجام می‌شد، کارمزد دریافتی کارگزار بابت معاملات سهام مجموعاً ۱۰ در هزار و معاملات اوراق قرضه مجموعاً ۵ در هزار بود. در این سال کل کارمزد دریافتی کارگزاران بابت خرید و فروش سهام بیش از ۶۵ میلیون ریال و برای اوراق قرضه بیش از ۲۲ میلیون ریال بود.

در سال ۱۳۵۴ مردم علاقه زیادی به انجام معاملات در بورس نشان دادند به طوری که تعداد سهامداران در پایان این سال به بیش از ۷۱ هزار نفر افزایش یافت. تعداد شرکت‌های

اصلاح قانون مالیات‌ها در مجلس، پیشنهاد افزودن ماده‌ای مبنی بر معافیت کارمزد معاملاتی کارگزاران از مالیات برای یک دوره ۳ تا ۵ ساله با هدف تشویق کارگزاران به افزایش حجم معاملات به وزارت دارایی ارائه شد.

در سال ۱۳۴۹ با افزوده شدن ۲ کارگزار حقیقی، این رقم به ۱۹ کارگزار افزایش یافت. در این سال با وجود افزایش حجم معاملات، هنوز بورس تهران را در حد و اندازه یک بورس واقعی نمی‌دانستند و منتقدان همچنان معترض بودند. بنابراین برای رونق بورس تهران این راهکارها ارائه شدند: امکان معامله اوراق قرضه دولتی در بورس، افزایش امکان تامین مالی شرکت‌ها از طریق انتشار اوراق قرضه، افزایش تعداد شرکت‌های سهامی عام، تبلیغات و اطلاع‌رسانی روش انجام معاملات به عموم مردم، افزایش تعداد کارگزاران حقیقی. سال ۱۳۴۹ مصادف بود با بحران مالی ۱۹۷۰ میلادی که بازارهای سهام آمریکا و اروپا را فرا گرفت. کاهش قیمت در بورس‌ها که از سال ۱۹۶۸ آغاز شده بود، در این سال به تعطیلی برخی بنگاه‌های اقتصادی و افزایش بیکاری منجر شد. پس از سقوط قیمت‌ها در بورس نیویورک، بورس‌های لندن، فرانکفورت، پاریس، زوریخ و بروکسل نیز سقوط مشابهی را تجربه کردند. در این زمان، در وال استریت شایع شد که چندین شرکت کارگزاری تعطیل خواهند شد. در چنین شرایطی، رشد و توسعه فعالیت‌های بورسی در ایران دور از انتظار بود.

سال ۱۳۵۰ را باید سال آغاز رونق دانست. در این سال، معاملات اوراق قرضه نسبت به سهام پیش‌تر بود. با افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۱۷ شرکت، حجم معاملات نیز با افزایش روبه‌رو شد. در این زمان گفت می‌شد حضور کارگزاری که نماینده بانک بودند، به توسعه فعالیت‌های بورس نمی‌انجامد، چرا که بانک و بورس به عنوان دو رقیب برای جذب وجوه مردم عمل می‌کردند؛ در واقع بانک‌ها تمایل به جذب وجود مردم در حساب‌های سپرده داشتند. این تضاد منافع باعث می‌شد نمایندگان بانک‌ها در کارگزاری‌های بانکی از انگیزه کافی برای انجام معاملات برخوردار نباشند. به این ترتیب، نیاز به حضور کارگزاران بخش خصوصی بیش از پیش احساس می‌شد. به گواه جرایم آن روز، حدود ۸۰ درصد از معاملات بورس توسط دو کارگزار خصوصی انجام می‌شد، هرچند محدود بودن ارزش کل معاملات باعث می‌شد تا سهم درآمدی کارگزاران از معاملات در حدی باشد که تمایل برای حضور سایر افراد به عنوان کارگزار خصوصی را از بین ببرد. با این حال، افزایش تعداد کارگزاران خصوصی همچنان یکی از اهداف بورس در این سال بود.

معاملات بورس در سال ۱۳۵۱ به علت اجرای برنامه گسترش مالکیت صنعتی و اعطای مزایای مالیاتی به بیش از ۱،۵ برابر مجموع معاملات ۴ سال قبل افزایش یافت، به طوری که برخی کارگزاران اعلام کردند، تقاضا برای خرید سهام و چند نوع اوراق قرضه به حدی زیاد بود که طی سال فقط به دو سوم آنها پاسخ مثبت داده شد. در این سال اگرچه تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۲۳ شرکت افزایش یافت اما تعداد کارگزاران تغییری نکرد. البته در جلسه اول مرداد، وصول ۵ درخواست برای اشتغال به حرفه کارگزاری توسط هیئت مدیره اعلام شده بود که پس از بررسی، صلاحیت دو نفر از متقاضیان در جلسه ۱۲ شهریور مورد تایید قرار گرفت اما چون به موجب قانون تاسیس بورس، پس

**سال ۱۳۵۰ را باید سال آغاز رونق دانست. در این سال، معاملات اوراق قرضه نسبت به سهام پیش‌تر بود. با افزایش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۱۷ شرکت، حجم معاملات نیز با افزایش روبه‌رو شد**



جلسه معاملات سهام



ساختمان اولیه بورس اوراق بهادار تهران

نامیده می‌شود، موسسه‌ای است غیر تجاری، غیرانتفاعی که دارای شخصیت حقوقی بوده و برای مدت نامحدود تاسیس می‌گردد؛ ماده ۱۷- در صورت انحلال سازمان، مازاد دارایی‌ها پس از تسویه کامل بدهی‌ها، به دولت تعلق خواهد گرفت.

سال ۱۳۵۶ دهمین سال فعالیت بورس اوراق بهادار در ایران بود. طی دوره ۱۰ ساله از سال ۱۳۴۷ تا ۱۳۵۶ تعداد شرکت‌های پذیرفته شده از ۶ شرکت به ۱۰۲ شرکت و حجم معاملات از ۱۲۴ میلیون ریال به ۴۴ میلیارد ریال افزایش یافت. همچنین تعداد کارگزاران از ۱۷ به ۲۶ رسید. در این سال کارگزاران بانکی ۶۱ درصد و کارگزاران خصوصی ۳۹ درصد از حجم کل معاملات را به خود اختصاص دادند. در این بین، کارگزاری بانک ملی ایران با انجام بیشترین فعالیت معاملاتی، حدود ۵۳ درصد از کل معاملات را داشت. کارگزاری‌های غیربانکی در رتبه دوم قرار داشتند که نشان‌دهنده رشد فعالیت کارگزاران غیربانکی بود. فعالیت سایر کارگزاری‌ها در حد بسیار پایینی بود. در این سال ۶ کارگزار بانکی هیچ فعالیتی نداشتند. در فروردین ۱۳۵۶ با تصویب آیین‌نامه معاملات، مقررات جدید خرید و فروش سهام در بورس توسط سازمان کارگزاران بورس تهران به اجرا گذاشته شد.

در مقررات جدید، کارگزاران ملزم شدند مادامی که معاملات در جریان است، محل معاملات را ترک نکنند و از تماس تلفنی یا حضوری با مشتریان و ارباب رجوع دیگر خودداری کنند. کارگزاران نباید در موقع معامله با یکدیگر درباره مسائل مربوط به معاملات مشورت و تبادل نظر کنند و یا اینکه در جریان معاملات برای معامله اوراق بهادار با یکدیگر قراردادهایی بگذارند. برای اجرای دستورهای مشتریان، کارگزاران باید دستور خریدهای به قیمت باز را در اولین جلسه‌ای که اوراق مورد تقاضا برای فروش عرضه می‌شوند، به موقع اجرا بگذارند. در صورتی که کارگزاری دستورات متفاوتی در قیمت‌های باز، محدود و معین داشته باشد، موظف است به ترتیب تاریخ دستورات مشتریان را به موقع اجرا بگذارد. میزان کارمزد دریافتی کارگزاران در معاملات سهام ۵ در هزار مبلغ معامله و در اوراق قرضه هم ۲,۵ در هزار مبلغ معامله است. در صورتی که حجم معاملات از یکصد میلیون ریال به بالا باشد، کارگزاران می‌توانند تا میزان ۵۰ درصد کارمزد مربوط به مازاد ۱۰۰ میلیون ریال معامله را از طرف معامله دریافت کند. اعطای تخفیف بیش از ۵۰ درصد فقط با تایید هیئت مدیره بورس امکان‌پذیر است.

پذیرفته شده نیز به ۵۹ شرکت رسید. حجم معاملات کارگزاران در این سال از رقم ۳۶ میلیارد ریال گذشت که ۶۳,۴۵ درصد از آن سهم کارگزاران بانکی و ۳۶,۵۵ درصد هم سهم کارگزاران غیربانکی بود. در گروه کارگزاران بانکی، بانک ملی بیش از ۴۵ درصد از کل معاملات را به خود اختصاص داد. در جلسه ۹ اردیبهشت درباره تجدیدنظر در تصمیم اتخاذ شده مبنی بر منع خرید سهام بانک‌های کارگزار توسط نماینده همان بانک مذاکراتی به عمل آمد و مقرر شد که تصمیم مزبور به قوت خود باقی بماند. در مورد مبلغ ورودیه و حق عضویت کارگزاران هم مقرر شد که مبلغ ورودیه برای موسسه‌های کارگزاری و کارگزاران خصوصی به همان میزان سابق (۱۰۰ هزار ریال) باقی بماند اما حق عضویت‌ها از ابتدای سال ۱۳۵۴ برای موسسات مالی و اعتباری سالانه تا سقف ۳۰ هزار ریال و کارگزاران خصوصی تا سقف ۱۵ هزار ریال افزایش داده شد.

در سال ۱۳۵۵ فعالیت‌های بورس چه از نظر پذیرش شرکت‌ها و چه از نظر معاملات به علت اجرای برنامه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی از رونق قابل توجهی برخوردار بود. در پایان این سال تعداد سهامداران فعال در معاملات بورس به بیش از ۱۰۶ هزار نفر رسید که نسبت به سال پیش از آن حدود ۵۰ درصد رشد نشان می‌داد. در این سال شرکت سهامی عمران ترینوال به عنوان کارگزار حقوقی غیربانکی به جمع کارگزاران بورس اضافه شد و تعداد کل کارگزاران به ۲۴ افزایش یافت. در پایان سال ۱۳۵۵ تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۷۶ شرکت رسید که شامل ۲۲ بانک و ۵۴ شرکت تولیدی و خدماتی بود. در این سال حجم معاملات بورس به بیش از ۳۸ میلیارد ریال رسید. نوسازی ساختمان بورس در آبان ماه به پایان رسید و امکان بهره‌برداری برای کارگزاران علاقمند فراهم شد. بنابراین تعدادی از کارگزاران اتاق‌های خود را در آذر ماه تحویل گرفتند. به آنها توصیه شده بود برای اینکه بتوانند فعالیت‌های معاملاتی خود را به شکل بهتری انجام دهند، کارمندان را استخدام کنند و به آنها آموزش بازاریابی و انجام امور دفتری بدهند. اگرچه تعداد کارگزاران فعال نسبت به سال قبل افزایش پیدا کرده بود اما قسمت اعظم فعالیت بعضی از بانک‌ها روی فروش سهام خود آنها صورت می‌گرفت. در این سال دو ماده ۲ و ۱۷ اساسنامه کارگزاران که به ساختار سازمانی مربوط می‌شد، مورد بازنگری قرار گرفت و به این صورت تغییر پیدا کرد: ماده ۲- سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران که از این پس سازمان

**در سال ۱۳۵۵ فعالیت‌های بورس چه از نظر پذیرش شرکت‌ها و چه از نظر معاملات به علت اجرای برنامه گسترش مالکیت واحدهای تولیدی از رونق قابل توجهی برخوردار بود. در پایان این سال تعداد سهامداران فعال در معاملات بورس به بیش از ۱۰۶ هزار نفر رسید**

## وقوع انقلاب اسلامی

در سال ۱۳۵۷ که مقارن با پیروزی انقلاب اسلامی بود، به دلیل وقوع حوادث و اتفاقات مهم، بورس با کاهش شدید معاملات روبه‌رو شد. فعالیت بورس در این سال به دو دوره ۶ ماهه تقسیم می‌شد. در ۶ ماه اول وضع معاملات عادی و پررونق بود اما در ۶ ماه دوم با کاهش شدیدی مواجه شد. در کل سال حجم معاملات به بیش از ۳۴ میلیارد ریال رسید که بیش از ۲۹ میلیارد ریال آن مربوط به ۶ ماه نخست بود. طی سال ۱۳۵۷ با ورود ۳ عضو جدید، تعداد کارگزاران به ۲۹ (۲۳ بانک، ۳ شرکت و ۳ شخص حقیقی) رسید. در اوایل سال ۱۳۵۷، حجم فعالیت کارگزاران قابل توجه بود اما به تدریج از میزان فعالیت آنها کاسته شد، به طوری که بیشتر کارگزاران در نیمه دوم سال هیچگونه فعالیتی نداشتند و نمایندگان آنها به ندرت در بورس حضور می‌یافتند. با وجود افزایش تعداد کارگزاران فعال بورس نسبت به سال قبل، همچنان ۶ کارگزار هیچگونه فعالیت معاملاتی به ثبت نرساندند. در بین کارگزاران بانکی، کارگزاری بانک ملی بیشترین حجم معاملات را به خود اختصاص داد و کارگزاری بانک صادرات در جایگاه چهارم قرار گرفت. سایر کارگزاران بانکی عملاً فعالیت قابل ذکری نداشتند. مابقی معاملات بازار توسط کارگزاران حقیقی و حقوقی غیربانکی انجام شد.

پس از پیروزی انقلاب و آغاز بحث پیرامون پذیرش پارادایمی جدید برای اقتصاد که اسلامی بودن جزء اصلی آن بود، موضوع بازار سهام در صف بررسی‌ها قرار گرفت. هرچند در سال‌های اول فقط اوراق قرضه معامله می‌شد، با این حال معاملات سهام به شکل کامل تعطیل نشد. سیل ملی شدن شرکت‌ها و ادغام‌ها باعث شد تا شرکت‌ها به صورت دولتی اداره شوند و سازمان‌هایی به عنوان اداره‌کننده این شرکت‌ها تاسیس شدند. در این میان شاید بورس که مکانی برای مالکیت عمومی و مردمی شرکت‌ها بود، کمترین حضور و تاثیر را در اقتصاد کشور داشت. با این همه، برافراشته نگاه داشتن پرچم بورس در شرایط اجتماعی آن دوره، وظیفه خطیری بود که کارکنان و مدیران وقت بورس بر آن همت گماشتند و باعث پیوستگی تاریخی در دوران فعالیت بورس شدند. پس از پایان جنگ تحمیلی و آغاز دوران پرداختن به اقدامات زیربنایی و نیز تصویب اولین برنامه توسعه اقتصادی پس از انقلاب، موضوع بورس مجدداً مورد توجه قرار گرفت و اجرای سیاست خصوصی‌سازی از سر گرفته شد.

در سال ۱۳۵۸ معاملات بورس با رکودی که پیش‌بینی آن می‌رفت، مواجه شد و حجم معاملات به خصوص در سهام بانک‌ها به حداقل خود در تاریخ بورس تا آن زمان رسید. در پایان این سال، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۷۶ شرکت کاهش یافت. همچنین پیش از پایان نخستین سالگرد انقلاب، ایران از عضویت در فدراسیون بین‌المللی بورس‌ها (که از سال ۱۳۵۵ عضویتش بود) استعفا داد. به تبعیت از شرایط کلی آن دوران، کارگزاران نیز با تحولاتی روبه‌رو شدند. در این سال ۱۶ کارگزار (شامل ۱۵ کارگزار بانکی و یک کارگزار غیربانکی) از جمع کارگزاران بورس حذف شدند و با افزوده شدن یک کارگزار حقیقی به این مجموعه، تعداد کارگزاران بورس به ۱۴ رسید که از آن میان، ۸ کارگزار بانکی، ۴ کارگزار حقیقی و ۲ کارگزار حقوقی غیربانکی بودند.

سال ۱۳۵۹ در شرایط نسبتاً نامطلوب اقتصادی آغاز شد و

عدم تحرک صنایع کشور، تولیدات کمتر از انتظار در بیشتر بخش‌های اقتصادی به خصوص کشاورزی و تنگناهای متعدد در زمینه واردات، پس از تحریم‌های اقتصادی، در مجموع موجب افزایش بیکاری و تورم در این سال گردید. همچنین بیشترین نرخ رشد منفی اقتصاد ایران به میزان ۱۵،۱۳ درصد و همزمان نرخ تورم ۲۳،۵ درصدی محقق گردید. در سال ۱۳۵۹ فعالیت بورس اوراق بهادار تهران به دلیل شرایط خاص سیاسی و اقتصادی بسیار محدود بود. تعداد شرکت‌های بورسی نه تنها اضافه نشد بلکه به ۷۵ شرکت کاهش یافت. در این سال هیچ سهمی معامله نشد و فقط اوراق قرضه دولتی و اوراق قرضه گسترش مالکیت در بورس دادوستد شد. در سال ۱۳۵۹ تعداد کارگزاران فعال به ۷ کارگزار رسید و باقی شرکت‌های کارگزاری هیچ فعالیتی نداشتند.

در سال ۱۳۶۰ درآمد بورس تهران عمدتاً از محل حق درج شرکت‌های پذیرفته شده تأمین می‌شد. در این سال تعداد کارگزاران بورس به ۷ کارگزار رسید که شامل ۳ کارگزار بانکی و ۴ کارگزار حقیقی بود. عمده معاملات بورس در سال ۱۳۶۰ یعنی بیش از ۹۰ درصد، توسط کارگزاران حقیقی انجام شد و در بین نمایندگان بانکی، فقط بانک ملت بقیه معاملات را به خود اختصاص داد. در جلسه ۱۹ فروردین هیئت مدیره بورس، نظر بانک مرکزی ایران و سازمان امور استخدامی کشور در مورد خصوصی بودن سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران قرائت شد.

به موجب این نظر، از آنجا که اداره امور بورس به عهده هیئت مدیره منتخب اعضا در مجمع عمومی بود و تمامی افراد حقیقی و موسسات مالی و اعتباری در صورت احراز صلاحیت می‌توانستند به عضویت سازمان درآمده و در انتخاب اعضای هیئت مدیره شرکت کنند، بنابراین توسط دولت اداره نشده و دولتی محسوب نمی‌شوند. همچنین براساس تصمیم جلسه ۲۵ شهریور همان سال، به دلیل پایین بودن حجم معاملات کارگزاران حقیقی و به عنوان یک سیاست تشویقی، حق استفاده از تسهیلات برای این گروه از کارگزاران تا فعال شدن بورس، برای سال‌های ۱۳۵۸، ۱۳۵۹ و ۱۳۶۰ به مبلغ ماهانه یکپهزار ریال تعیین شد و مقرر گردید در صورت بهبود وضع معاملات، این مبلغ به تشخیص هیئت مدیره تغییر یابد.

در طول سال ۱۳۶۱ شرکت جدیدی به لیست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران اضافه نشد و ۵ شرکت مشمول بند "الف" که در سال ۱۳۵۸ به حالت تعلیق درآمده بودند، در این سال از فهرست شرکت‌های بورسی حذف شدند. بنابراین تعداد شرکت‌های مندرج در فهرست بورس به ۷۰ شرکت رسید. در این سال معاملات فقط دو روز در هفته از ساعت ۱۰ تا ۱۲ انجام می‌شد. در سال ۱۳۶۱ تعداد کارگزاران با حذف یک نام از فهرست کارگزاران خصوصی به ۷ کارگزار رسید که شامل ۳ کارگزار حقیقی و ۴ کارگزار بانکی بود. در این سال نیز همانند دو سال پیش از آن، فعالیت کارگزاران بسیار محدود بود. پس از انقلاب، با کاهش شدید حجم معاملات در بورس تهران که منجر به رکودی دو ساله شده بود، درآمد کارگزاران از محل معاملات تا حدی پایین آمد که پاسخگوی هزینه‌های پرسنلی و جاری آنها نبود. کارگزاران حقیقی در تاریخ اول خرداد ۱۳۶۱ تقاضای مبنی بر عدم پرداخت حق عضویت و استفاده از تسهیلات بورس

## در سال ۱۳۵۸

**معاملات بورس با رکودی که پیش‌بینی آن می‌رفت، مواجه شد و حجم معاملات به خصوص در سهام بانک‌ها به حداقل خود در تاریخ بورس تا آن زمان رسید. در پایان این سال، تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به ۷۶ شرکت کاهش یافت.**

بانک سپه اختصاص داشت اما در مجموع، کارگزاران غیربانکی ۶۴ درصد از کل معاملات را در اختیار داشتند.

شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی سال ۱۳۶۶ که عمدتاً ناشی از فشارهای خارجی بود، نه تنها بر مناسبات تجاری داخلی و بازرگانی خارجی اثر گذاشت و حصول به حداکثر ظرفیت‌های تولیدی کارخانه‌ها و شرکت‌های تولیدی را با مشکل ساخت، بلکه فعالیت‌های بورس را نیز تحت‌الشعاع قرار داد و مانع رشد معاملات در بورس اوراق بهادار تهران شد. با این وجود، حجم معاملات بورس تهران در این سال به بیش از یک‌هزار و ۶۹۰ میلیون ریال رسید. البته این رقم نسبت به سال پیش از آن ۴۶٫۲ میلیون ریال کاهش نشان می‌داد. تعداد کارگزاران و شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نسبت به سال قبل بدون تغییر باقی ماند. در سال ۱۳۶۶ نیز بیشترین فعالیت به کارگزاران حقیقی اختصاص داشت. در این سال ۶۴ درصد معاملات توسط کارگزاران غیربانکی و ۳۶ درصد از طریق کارگزاران بانکی انجام شد.

بورس تهران سال ۱۳۶۷ را همچون سال‌های قبل در شرایطی آغاز کرد که اوضاع ناشی از فشارهای جهانی کماکان مناسبات اقتصادی کشور را تحت‌الشعاع قرار داده و مانع از ایجاد موقعیتی شده بود که جریان وجوه بتواند آن طور که شایسته بود، از طریق بورس در اختیار امکانات اقتصادی جامعه قرار گیرد. با این حال، در این سال ارزش معاملات سهام شرکت‌ها به بالاترین رقم در تاریخ بورس رسید و با وجود شرایط نه چندان مناسب، بورس تهران شاهد انجام معاملاتی به ارزش بیش از ۹ هزار و ۹۳۵ میلیون ریال بود که نسبت به سال پیش از آن، ۵٫۹ برابر افزایش نشان می‌داد. در سال ۱۳۶۷ تعداد کارگزاران به ۱۵ کارگزار (۷ کارگزار حقیقی و ۸ کارگزار بانکی) رسید. در این سال نیز بیشترین فعالیت به کارگزاران حقیقی اختصاص داشت به طوری که ۷۰ درصد معاملات را کارگزاران غیربانکی و ۳۰ درصد آن را کارگزاران بانکی انجام دادند.

### ۳۰ سال بعد

طی سال‌های گذشته، کارگزاران همگام با سایر ارکان بازار سرمایه در مسیر رشد کمی و کیفی در حرکت بوده‌اند به طوری که امروز تعداد شرکت‌های کارگزاری فعال در بورس به ۱۰۸ رسیده است. کارگزاران در فرآیند توسعه فعالیت‌های خود موفق به ایجاد نهادی تحت عنوان کارگزاران بورس و اوراق بهادار شده‌اند. این نهاد شامل کمیته‌ها، واحدها و بخش‌های مختلفی است که روند فعالیت اعضا، ارتباط آنها با مجموعه بازار سرمایه و یکدیگر را تسهیل می‌کنند. کانون کارگزاران بورس و اوراق بهادار در سال ۱۳۸۶ به‌طور رسمی فعالیت خود را زیر نظر سازمان بورس و اوراق بهادار آغاز کرد. این نهاد تلاش می‌کند تا به ایجاد یک بازار عادلانه، رقابتی و کارا در کشور به منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند، هرچند در این مسیر با چالش‌هایی نیز روبه‌رو است. بدون شک، کارگزاران به عنوان نهادهای مالی واسط بین سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه، نقش مهمی در رونق و توسعه بازار اوراق بهادار به عهده دارند.

منبع: تاریخ بازار سرمایه ایران ۱۳۶۷-۱۳۱۵  
نویسندگان: شهلا کشاورز نژاد، دکتر علی سعیدی

به هیئت مدیره ارائه کردند. از اواخر این سال، معاملات سهام که از اواسط سال ۱۳۵۸ به کلی متوقف شده بود، در سطح بسیار محدودی آغاز شد.

در سال ۱۳۶۲ برای رسیدن به خودکفایی اقتصادی، توسعه و گسترش سرمایه‌گذاری به عنوان یکی از برنامه‌های اقتصادی کشور مورد توجه قرار گرفت. در این سال تقاضا برای خرید سهام بعضی از شرکت‌ها که از وضعیت مالی و سودآوری مناسبی برخوردار بودند، فزونی گرفت اما عرضه سهام چندان زیاد نبود به نحوی که در بسیاری از موارد دستورهای خرید نزد کارگزاران بدون اقدام باقی ماند. در مجموع در این سال ۹۰٫۲ میلیون ریال اوراق بهادار (سهام و اوراق قرضه دولتی) مورد معامله قرار گرفت. در سال ۱۳۶۲ تعداد کارگزاران به ۱۲ کارگزار (شامل ۴ کارگزار حقیقی، ۷ کارگزار بانکی و یک کارگزار حقوقی غیربانکی) افزایش یافت.

در سال ۱۳۶۳ با وجود ادامه جنگ و مشکلات ناشی از آن، به دنبال روشن‌تر شدن خطوط کلی اقتصادی، از رکود حاکم بر فضای معاملات اوراق بهادار تا حدودی کاسته شد و حجم کل معاملات در بورس تهران برای اولین بار پس از انقلاب به بیش از یک‌هزار و ۱۶۷ میلیون ریال رسید. رقابت در تقاضا برای خرید سهام شرکت‌ها میان کارگزاران در این سال حاکی از آن بود که تمایل بالقوه‌ای به سرمایه‌گذاری و خرید سهام شرکت‌ها در میان مردم وجود دارد. در سال ۱۳۶۳ تعداد کارگزاران به ۱۳ کارگزار رسید (۷ کارگزار بانکی و ۶ کارگزار غیربانکی). در این سال بیش از ۵۵ درصد از معاملات بورس به وسیله دو کارگزار حقیقی انجام شد و کارگزاران حقیقی در مجموع بیش از ۶۵ درصد از معاملات این سال را به خود اختصاص دادند.

در سال ۱۳۶۴ با وجود تداوم مشکلات اقتصادی و پیامدهای ناشی از کاهش بهای نفت خام که منجر به اعمال محدودیت‌های ارزی برای واحدهای تولیدی شد، حجم معاملات سهام در بورس تهران به بیش از یک‌هزار و ۲۱۱ میلیون ریال رسید که تمام آن مربوط به معاملات سهام بود. در این سال معاملات انجام شده تنها بر روی سهام شرکت تولیدی صورت گرفت و از معاملات اوراق قرضه خبری نبود. در سال ۱۳۶۴ کارگزاران حقیقی کماکان بیشترین آمار معاملات را به خود اختصاص دادند. در مجموع، ۶۶ درصد معاملات توسط کارگزاران غیربانکی و ۳۴ درصد هم از طریق کارگزاران بانکی صورت گرفت. تعداد کارگزاران نیز بدون تغییر همان ۱۳ شرکت کارگزاری باقی ماند.

در سال ۱۳۶۵ با گذشت حدود ۷ سال از انقلاب و تاکید مستمر مسئولان کشور بر جلب مشارکت مردم، به ویژه کارگران و کشاورزان در امور تولیدی و بهره‌برداری از امکانات درآمدساز کشور توسط آنان، توجه به گسترش فعالیت‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران نمایان‌تر شد. اگرچه در این سال تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بدون تغییر معادل ۷۰ شرکت باقی ماند اما ۱۳ کارگزار در مجموع بیش از یک‌هزار و ۷۳۶ میلیون ریال سهام ۳۷ شرکت را معامله کردند که نشان‌دهنده رشد قابل توجهی به میزان ۵۲۵ میلیون ریال نسبت به سال پیش از آن بود. در این سال نیز هیچ دادوستدی روی اوراق قرضه انجام نشد. در سال ۱۳۶۵ اگرچه بیشترین فعالیت معاملاتی به کارگزاری

طی سال‌های گذشته،  
کارگزاران همگام  
با سایر ارکان بازار  
سرمایه در مسیر  
رشد کمی و کیفی  
در حرکت بوده‌اند به  
طوری که امروز تعداد  
شرکت‌های کارگزاری  
فعال در بورس به ۱۰۸  
رسیده است

من

بیم

دارم