

Challenges of brokerage industry in Iran

Mohammad Mahdi Fereydooni *, Researcher at research, development and Islamic studies department of
SEO, Iran
mm.freydooni@gmail.com

Abstract:

Brokerages are among the oldest and most numerous institutions in the capital market; As of 4/10/1401, 113 brokers have been registered with the Securities and Exchange Organization. In this article, the network of brokerage issues in Iran's capital market was calculated by analyzing the content of the interviews and document studies that had been done before. These challenges were: challenges of brokerages in the field of clients, transaction costs, low diversity of income in brokerage companies, challenges of brokerages in the field of credit transactions, challenges related to On-line Capital Market Service (OMS) companies, challenges from supervisory institutions, He pointed out the lack of balance between the services provided and the fees received, the tax challenge of brokerages, the failure to create a monitoring system for clients by brokerage companies, and the conflict of interest in brokerages. In order to improve the mentioned challenges, suggestions were made which include: monitoring the general systems of transactions in brokerages, removing the obligation of brokerages to invest part of their funds in the market development and stabilization fund, not reprimanding the broker in case of customer violations, making it possible for the brokerage board to operate in Other financial institutions, solving the tax problems of brokerages by creating a working group consisting of the Stock Exchange Organization, the Association of Brokers and the Tax Administration, allowing higher fees in case of diverse orders, creating a single window to supervise brokerages, removing the obligation of brokerages to comply with the 25% ceiling on discounts. The possibility of receiving a fee in case of providing premium services, the separation of fees for discount brokerages and full-service brokerages, changing the evaluation criteria of brokerages by the stock exchange organization.

Keywords: Brokerage, Capital Market, Tax, Obligation.

آسیب شناسی صنعت کارگزاری در ایران

محمد مهدی فریدونی^{*}، پژوهشگر مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ایران
mm.freydooni@gmail.com

چکیده

کارگزاری‌ها از قدیمی‌ترین و پرتعدادترین نهادهای در بازار سرمایه هستند؛ به طوری که تا تاریخ ۱۴۰۱/۱۰/۴، ۱۱۳ کارگزاری نزد سازمان بورس و اوراق بهادار به ثبت رسیده است. در این مقاله، شبکه مسائل کارگزاری‌ها در بازار سرمایه ایران با تحلیل مضمون مصاحبه‌های انجام گرفته و نیز مطالعات اسنادی که پیش از این انجام گرفته بود احصاء شد. این چالش‌ها عبارت بودند از: چالش‌های کارگزاری‌ها در حوزه مشتریان، هزینه معاملاتی، تنوع پائین درآمدی در شرکت‌های کارگزاری، چالش‌های کارگزاری‌ها در حوزه معاملات اعتباری، چالش‌های مربوط به شرکت‌های خدمات بر خط بازار سرمایه (OMS)، چالش‌های وارد شده از سمت نهادهای ناظر، نبود توازن میان خدمات ارائه شده و کارمزد دریافتی، چالش مالیاتی کارگزاری‌ها، عدم ایجاد سامانه نظارتی بر روی مشتریان توسط شرکت‌های کارگزاری، تضاد منافع در کارگزاری‌ها اشاره کرد.

برای بهبود چالش‌های مذکور پیشنهاداتی ارائه شد که عبارتند از: نظارت بر روی سامانه‌های عمومی معاملات در کارگزاری‌ها، حذف الزام کارگزاری‌ها به سرمایه‌گذاری بخشی از وجوه خود در صندوق توسعه و تثبیت بازار، عدم توییح کارگزار در صورت تخلف مشتری، ایجاد امکان فعالیت هیئت‌مدیره کارگزاری در سایر نهادهای مالی، حل مشکلات مالیاتی کارگزاری‌ها با ایجاد کارگروهی متشکل از سازمان بورس، قانون کارگزاران و سازمان امور مالیاتی، مجوز اخذ کارمزد بالاتر در صورت ارائه سفارشات متنوع، ایجاد پنجره واحد نظارت بر کارگزاری‌ها، حذف الزام کارگزاری‌ها به رعایت سقف ۲۵ درصدی در تخفیفات، امکان اخذ کارمزد در صورت ارائه خدمات پرمیوم، تفکیک کارمزد برای کارگزاری‌های تخفیفی و کارگزاری‌های خدمات کامل، تغییر معیارهای ارزیابی کارگزاری‌ها توسط سازمان بورس.

واژه‌های کلیدی: کارگزاری، توسعه بازار سرمایه، سرمایه‌گذار.

۱. مقدمه

شرکت‌های کارگزاری به عنوان واسطه میان معامله‌گران و بازارهای مالی فعالیت می‌کنند و با عضویت در بورس‌ها اقدام به اجرای سفارشات مشتریان می‌کنند. طبق قانون بازار اوراق بهادار، کارگزار شخصی حقوقی است که اوراق بهادار را برای دیگران و به حساب آنها یا به نام و حساب خود معامله می‌کند. به نظر می‌رسد که این تعریف با توجه به تغییراتی که در حوزه کارگزاری اتفاق افتاده است تعریف جامع و کاملی نباشد. چرا که امروزه و با توسعه سامانه‌های معاملاتی آنلاین، دیگر کارگزار به حساب مشتری خریداری نمی‌کند، بلکه به مشتری دسترسی آنلاین می‌دهد که خود سفارش را در سامانه قرار دهد.

تا تاریخ ۱۴۰۱/۱۰/۰۴، ۱۱۳ شرکت کارگزاری به صورت فعال در بازار سرمایه داریم که از این بین ۸۶ کارگزاری در بورس انرژی، ۱۰۷ کارگزار در بورس اوراق و ۹۶ کارگزاری نیز در فرابورس مشغول فعالیت هستند. عملیات کارگزاری عمدتاً به دو بخش پیشخوان^۱ و پشتیبان^۲ تقسیم می‌شود. در بخش پیشخوان، عملیات دریافت، ثبت و اجرای کلیه سفارش‌ها و ارائه گزارشات لازم در مورد آن‌ها است. در بخش پشتیبانی نیز اقداماتی مانند عملیات پایاپای، انتقال اوراق و وجوه و مدیریت اوراق قرض گرفته شده برای فروش استقراضی انجام می‌شود.

کارگزاری‌ها یکی از پرتعدادترین نهادها در بازار سرمایه بوده و در مسیر توسعه خود با چالش‌ها و موانع متعددی مواجه بوده‌اند. در این گزارش چالش‌های صنعت کارگزاری در مطالعه اسنادی و مصاحبه با خبرگان این حوزه بررسی شد.

۲. پیشینه پژوهش

تا کنون در زمینه آسیب شناسی مسائل کارگزاری‌ها پژوهشی انجام نشده است. اما در این بخش به پژوهشی‌هایی که به طور کلی مسائل کارگزاری‌ها را بررسی کرده‌اند می‌پردازیم.

حسین زاده و همکاران (۱۴۰۰) در مقاله‌ای به بررسی الگوی بازاریابی دیجیتال برای شرکت‌های کارگزاری پرداخته‌اند. در این رابطه سه دسته مقوله فراگیر شامل مشتری مداری، برندسازی و بازاریابی دیجیتال به عنوان مولفه‌های اصلی بازاریابی دیجیتال شناسایی شد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نقشه راه دیجیتال بر مدیریت دانش مشتری و بازاریابی شبکه‌های اجتماعی تأثیر معناداری دارد. درگیرسازی مشتری برنوآوری در خدمات مالی دیجیتال و هم‌آفرینی ارزش تأثیر معناداری دارد. نوآوری در خدمات مالی دیجیتال و هم‌آفرینی ارزش بر ارزش ویژه برند استوار بر مشتری تأثیر معناداری دارد.

تقی پور و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی نظام حقوقی حاکم بر فعالیت‌های کارگزاری‌های خارجی در ایران و کارگزاری‌های ایرانی در خارج از کشور پرداخته است و جهت اجرایی شدن این موضوع پیشنهاداتی ارائه داده‌اند.

فرجی نیا و همکاران (۱۳۹۳) در مقاله خود به ارزیابی و رتبه بندی کارگزاری‌های فعال در بورس کالای ایران با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که از بین ۷۰ شرکت کارگزاری تنها ۳۰ شرکت کارا بوده‌اند. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیده‌اند که رتبه بندی سازمان بورس نسبت به کارگزاری‌ها کارایی لازم را ندارد. آذر و همکاران (۱۳۹۱) شاخص‌های عملکرد حرفه‌ای کارگزاری‌ها را استخراج کرده و بر اساس آن کارگزاری‌ها را رتبه بندی کرده‌اند.

صالح آبادی و همکاران (۱۳۹۱) در مقاله دیگری کارگزاری‌ها را به روش AHP و روش CPP رتبه‌بندی کرده‌اند و نتیجه گیری کرده‌اند که نیمی از کارگزاری‌ها بر روی مرز کارا قرار دارند.

۳. چالش‌های صنعت کارگزاری در ایران

در این بخش چالش‌های صنعت کارگزاری در بازار سرمایه ایران بحث و بررسی خواهد شد؛

۳.۱. چالش‌های کارگزاری‌ها در حوزه مشتریان

در این بخش چالش‌هایی که کارگزاری‌ها با مشتریان دارند، در ۴ بخش چالش‌های حقوقی، بستر ثبت سفارش، اعتبار معاملاتی و برگشت کارمزد مورد بررسی قرار گرفته است؛

۳.۱.۱. چالش‌های حقوقی:

در این بخش مشتریان به ۳ دسته حقوقی، وکالتی و توثیقی تقسیم شده و چالش‌های هریک از مشتریان توضیح داده شده است؛ الف) مشتریان حقوقی: به دلیل حجم بالا در خرید و فروش و الزام سازمان بورس به حداکثر حجم ۲۰۰ هزار سهم در هر سفارش، مشتریان حقوقی به دلیل آن‌که در حجم‌های بالایی سفارش می‌گذارند، نمی‌توانند از سامانه معاملاتی آنلاین استفاده کنند. بنابراین مشتریان حقوقی کارگزاری در صورتی که بخواهند در حجم‌های بالا سفارش در سامانه بگذارند، معمولاً به صورت تلفنی با کارگزار خود تماس می‌گیرند و در خواست خود را به کارگزار ارائه می‌دهند. در این صورت ریسک اشتباه انسانی بالاتر می‌رود. چراکه سفارشات که از استیشن معاملاتی انجام می‌شود باید در انتهای روز به صورت فیزیکی چاپ شده و به امضا شخص سفارش دهنده برسد. بعضاً ارسال درخواست با اشتباه از طرف مدیر سرمایه‌گذاری انجام شود، به عبارت دیگر شخصی که سفارش می‌دهد و شخصی که سفارش را امضا می‌کند، یک فرد نیستند یا اینکه ممکن است معامله‌گر کارگزاری سفارش را به اشتباه ثبت کند. یکی دیگر از چالش‌های این حوزه عدم استفاده این مشتریان از مرکز تماس جهت اجرای سریعتر معاملات است. در این صورت امکان استناد به سفارش مشتری در صورت عدم استفاده از مرکز تماس پائین است.

ب) مشتریان وکالتی: در این حالت یک فرد به وکالت از فردی دیگر اقدام به خرید و فروش می‌کند. مطابق دستورالعمل فروش وکالتی مجاز است، اما خرید به صورت وکالتی مجاز نیست. چالش‌های حقوقی اجرای صحیح فروش وکالتی بر دوش کارگزاری‌ها است.

ج) مشتریان توثیقی: هنگامی است که فردی سهام را به نفع شخص دیگری وثیقه می‌کند. چنانچه وثیقه‌گیرنده بخواهد وثیقه خود را به فروش رساند، به کارگزار درخواست فروش سهم مربوطه را انتقال می‌دهد. چنانچه وثیقه‌گیر و وثیقه‌گذار از یکدیگر شکایت داشته باشند، کارگزاری درگیر فرآیندهای قضایی خواهد شد.

۳.۱.۲. بستر ثبت سفارش مشتریان

مشتریان سفارشات خود را می‌توانند به صورت آنلاین، آفلاین و تلفنی ثبت نمایند. برخی از مشتریان از سامانه آفلاین سوء استفاده می‌کنند. به این صورت که در سامانه آفلاین درخواستی ثبت می‌کند و همزمان در آنلاین نیز همان معامله را ثبت می‌کند. همچنین کارگزاری‌ها هزینه‌های امنیتی مربوط به مرکز تماس (برای اینکه قابلیت استناد داشته باشد) را انجام نمی‌دهند که این موضوع می‌تواند در نهایت برای کارگزار چالش ایجاد کند.

۳.۱.۳. اعتبار معاملاتی مشتریان

کارگزاری‌ها باید حد اعتباری را در سامانه سکنا رعایت کنند و از جنبه‌ای دیگر باید تضامین مورد نیاز را از مشتری دریافت نمایند. همچنین در معاملات اعتباری کارگزاری ملزم به فریز کردن کل پورتفوی است. فریز کردن سهام در پلتفرم‌های معاملاتی مانند تدبیر و رایان به صورت خودکار انجام نمی‌شود. در صورت تغییر پورتفوی نیز این کار به صورت دستی انجام خواهد شد. در این حالت بعضاً اگر سهام توسط کارگزار فریز نشده باشد، به یک کارگزاری دیگر انتقال داده و سهام را می‌فروشد.

۳.۱.۴. چالش بازگشت کارمزد

مطابق مصوبه کانون کارگزاران، حداکثر تخفیف ۲۵ درصد خواهد بود. این مصوبه در اکثر کارگزاری‌ها رعایت نمی‌شود و کارگزاران در رقابت با یکدیگر به مشتریان حرفه‌ای تخفیفات بالاتری می‌دهند. همین موضوع سبب می‌شود که کارگزار جهت

اعطای تخفیفات بالاتر کارهای نامتعارفی را انجام دهد و وارد چالش با اداره مالیات و بیمه شود.

۳.۲. کارمزد کارگزار

کارمزد کارگزاری، مبلغی است که کارگزار برای انجام معاملات یا ارائه خدمات تخصصی از طرف مشتریان دریافت می‌کند. کارمزد کارگزاری بر اساس درصدی از معامله، به صورت کارمزد ثابت یا ترکیبی از این دو است و در سایر کشورها با توجه به نوع کارگزار متفاوت است. این کارمزد در واقع هزینه خدماتی است که کارگزار در ازای فراهم کردن امکان معامله بین خریداران و فروشندگان به وجود می‌آورد. اداره نظارت بر بورس‌ها هر ساله سقف نرخ کارمزد کارگزاری‌ها برای انواع ابزارهای مالی را منتشر می‌کند. طبق ویرایش ۴۴ سقف نرخ کارمزدها و خدمات در بازار سرمایه ایران سقف نرخ کارمزد کارگزاری برای انواع ابزارها به شرح جدول زیر است؛

جدول ۱ نرخ کارمزد خدمات کارگزاری‌ها در ایران، (منبع: seo.ir)

حد اکثر مبلغ کارمزد خرید/فروش (میلیون ریال)	مجموع	فروش (درصد از ارزش معاملات)	خرید (درصد از ارزش معاملات)	
۳۰۰	۰,۰۰۶۰۸	۰,۰۰۳۰۴	۰,۰۰۳۰۴	کارمزد معامله و پذیره‌نویسی سهام و حق تقدم سهام
۵۰	۰,۰۰۱۲	۰,۰۰۰۶	۰,۰۰۰۶	کارمزد معامله و پذیره‌نویسی انواع اوراق بدهی
۲۰۰	۰,۰۰۰۱۶	۰,۰۰۰۰۸	۰,۰۰۰۰۸	کارمزد معاملات آتی سهام و سبد سهام
۳۰۰	۰,۰۰۱۹	۰,۰۰۰۹۵	۰,۰۰۰۹۵	کارمزد معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری در سهام
۲۰۰	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۵	۰,۰۰۰۵	کارمزد معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری مختلط
۵۰	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۱۵	۰,۰۰۰۱۵	کارمزد معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق سرمایه‌گذاری در اوراق با درآمد ثابت
۵۰	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۱۵	۰,۰۰۰۱۵	کارمزد معاملات واحدهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری زمین و ساختمان
۲۰۰	۰,۰۰۱۶	۰,۰۰۰۸	۰,۰۰۰۸	کارمزد معاملات اختیار خرید و فروش و اختیار فروش تبعی در بورس اوراق بهادار تهران

در جدول زیر متوسط نرخ کارمزد در برخی از کشورها را مشاهده می‌کنید برای معاملات اوراق بهادار مشاهده می‌کنید.

جدول ۲- منبع (ICSA, 2109)

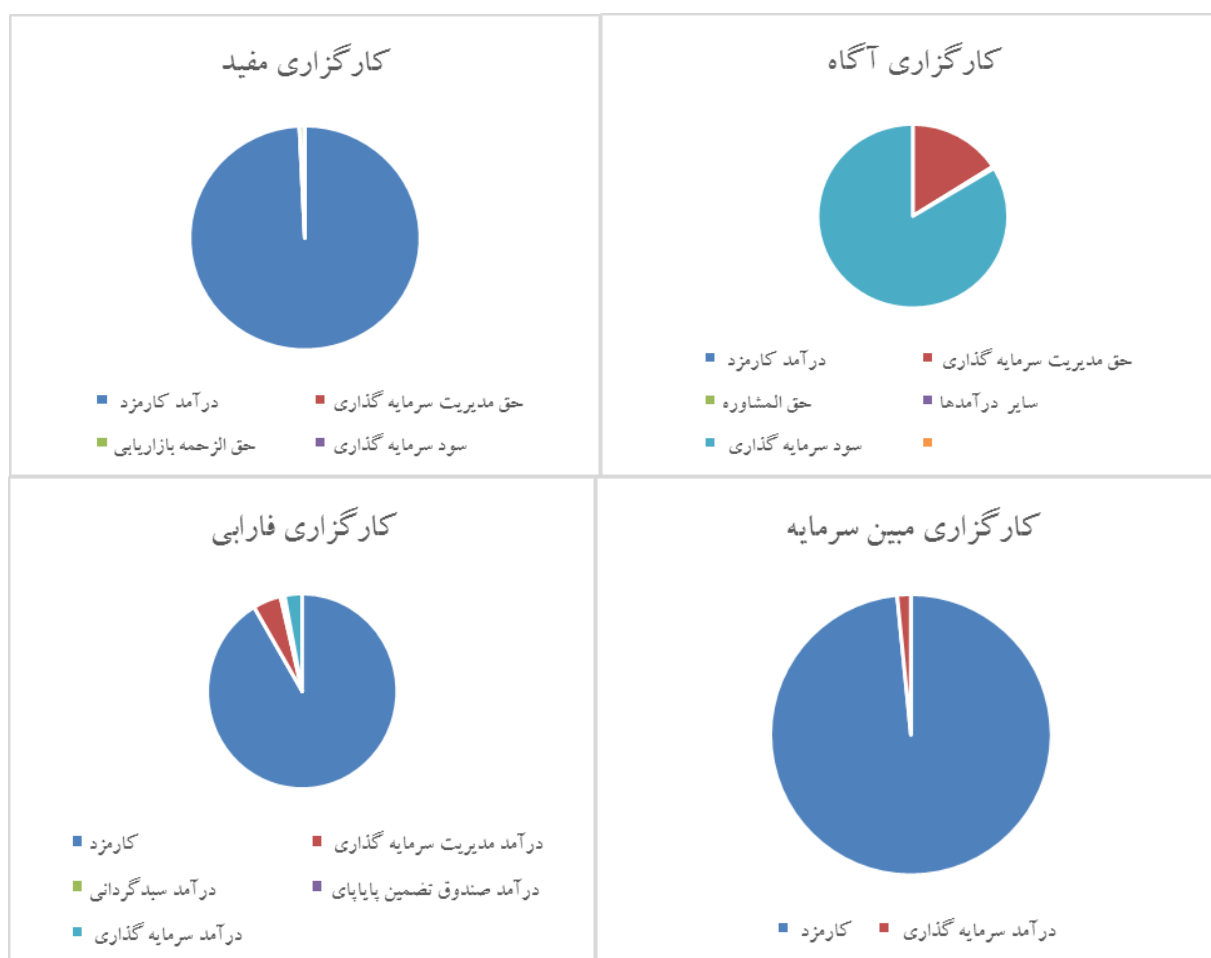
کشور	کره	مکزیک	تایوان	ترکیه	هند
متوسط نرخ کارمزد	۰,۰۵٪ - ۰,۴۹٪ برای معاملات آفلاین: ۰,۱۵٪ - ۰,۰۱٪ برای معاملات آنلاین	0.001 – 0.005	0.001425	۰,۰۰۳۹	0.001 – 0.0015

کارگزاری‌ها در کشور ما نسبت به متوسط جهانی، کارمزد بالاتری دریافت می‌کنند. دلیل این موضوع را می‌توان عمق بازار سرمایه ایران، عدم توسعه ابزارهای نوآورانه، عدم توسعه مسیرهای درآمدی غیر از کارمزد معاملات، عنوان کرد. مطابق مصوبه داخلی کانون کارگزاران، کارگزاران بورس در معاملات سهام تا ۲۵٪ تخفیف می‌توانند در کارمزد مشتریان تخفیف قائل شوند.

اغلب کارگزاری‌ها این تخفیفات را برای مشتریان حقوقی و یا مشتریان حقیقی که حجم پرتفوی قابل ملاحظه‌ای دارند، قائل می‌شوند و از مشتریان حقیقی خود حداکثر نرخ کارمزد را دریافت می‌کنند. در واقع از آنجا که برگشت کارمزد مبتنی بر مذاکره میان مشتری و کارگزار است، مشتریان حقیقی از آنجا که در حجم‌های پائین معامله می‌کنند، و نیز مذاکره‌ای در برگشت کارمزد با کارگزار انجام نمی‌دهند یا گاهی از سازوکار برگشت کارمزد مطلع نیستند، عمدتاً از این تخفیفات بی‌بهره‌اند.

۳.۳. تنوع پائین درآمدی در شرکت‌های کارگزاری

کارگزاری‌ها در گذشته در حوزه‌هایی غیر از فعالیت اصلی خود کار می‌کردند. به عنوان مثال می‌توان به درآمد سبدگردانی و مشاوره سرمایه‌گذاری اشاره کرد. به موجب دستورالعمل صدور مجوز تأسیس و فعالیت کارگزاری، بخشی از درآمد کارگزاری‌ها حذف شد و درآمدهای شرکت‌های کارگزاری وابستگی شدیدتری به کارمزد معاملات سهام پیدا کرد. همین موضوع سبب شده است که درآمد کارگزاری‌ها به شدت به دوران های رونق و رکود در بازار سرمایه وابسته باشد. به عنوان مثال در سال‌های ۹۸ و ۹۹ که بازار سرمایه با رشد مناسبی همراه بود، کارگزاری‌ها درآمد خوبی کسب می‌کردند، اما با ریزش بازار و پس از آن کاهش ارزش معاملات درآمد شرکت‌های کارگزاری کاهش جدی پیدا کرد و تعدادی از آن‌ها به زیان‌دهی رسیدند. در ذیل تنوع درآمدی در چند کارگزاری بزرگ و فعال در بازار سرمایه را مشاهده می‌کنید؛

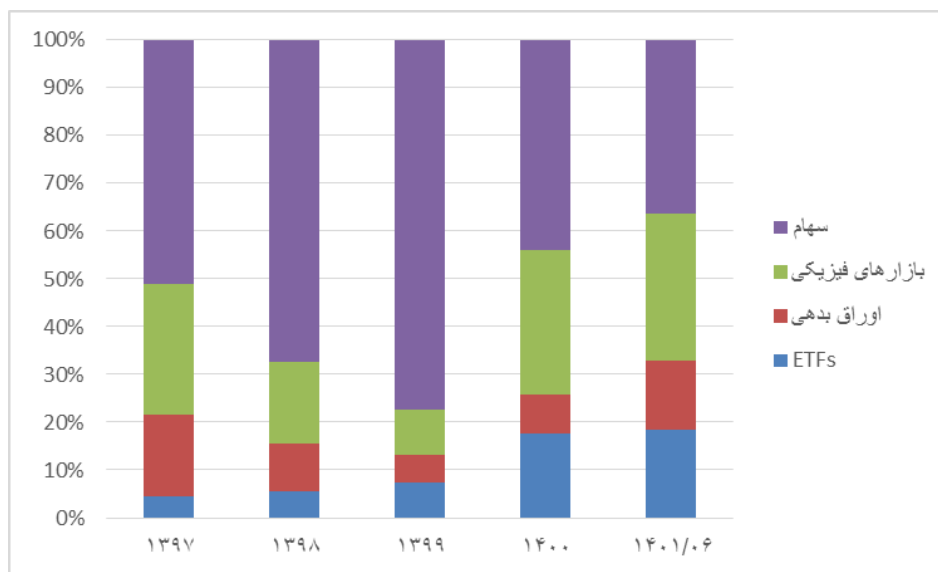


نمودار ۱ - منابع درآمدی کارگزاری‌ها (اطلاعات سامانه کدال)

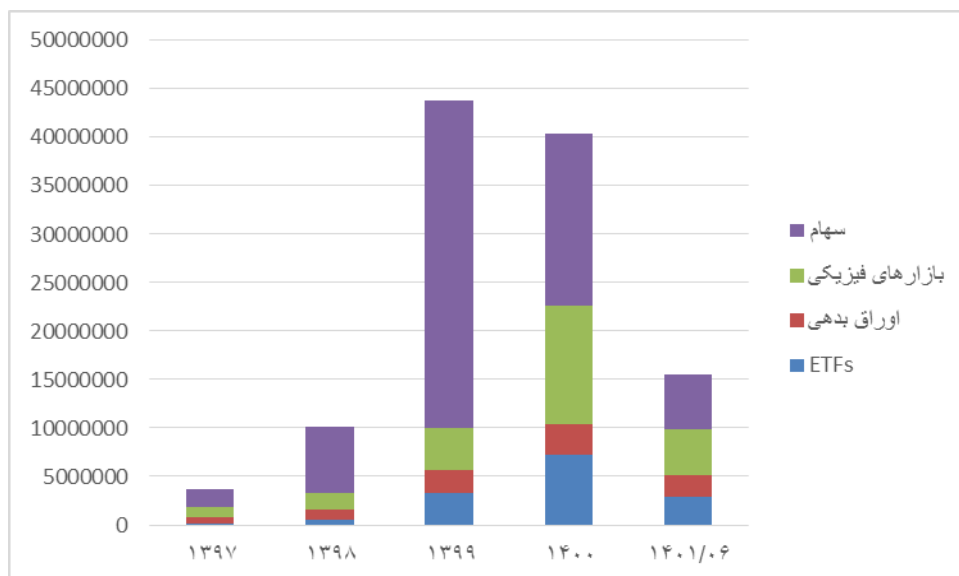
علاوه بر درآمد کارمزد از محل معاملات، سرمایه‌گذاری و نیز مدیریت سرمایه‌گذاری، کارگزاری‌ها در ایران از محل‌های دیگری نیز درآمد داشته‌اند؛ با بررسی صورت‌های مالی کارگزاری‌ها در سال ۱۴۰۰ این درآمدها عبارت بودند از: درآمد پذیرش، حق الشاوری، حق الزحمه بازاریابی و درآمد صندوق تضمین پایایی.

در این بخش به مهم‌ترین عوامل عدم تنوع در درآمد کارگزاری‌ها اشاره می‌شود:

الف) عدم توسعه‌یافتگی و عمق بازار انواع ابزارها در بازار سرمایه: اصلی‌ترین فعالیت کارگزاری ارسال سفارشات معاملات مشتریان به هسته معاملات است. عدم توسعه ابزارهای مشتقه و عدم عمق مناسب بازار ثانویه در اوراق با درآمد ثابت و از طرف دیگر عدم استفاده از ابزارهایی مانند فروش استقراضی در بازار سرمایه، سبب شده است تا کارگزاری‌ها عمدتاً به درآمد ناشی از معاملات سهام و صندوق‌های ETF وابسته باشند. در شکل زیر حجم معاملات در انواع ابزارها در بازار سرمایه نشان داده شده است؛



نمودار ۲- حجم معامله در انواع ابزارهای اوراق بهادار در سال‌ها ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ به درصد (منبع: داده‌های سازمان بورس اوراق بهادار)



نمودار ۳- حجم معامله در انواع بازارها به میلیون ریال (منبع: داده‌های سازمان بورس و اوراق بهادار)

همان‌طور که در نمودارهای ۲ و ۳ مشخص است، طی سال‌های گذشته معاملات سهام حجم عمده‌ای از معاملات و در نتیجه کارمزد کارگزاری‌های را تشکیل می‌داده است. در سال ۱۳۹۹ با افزایش حجم انتشار در بازار اوراق بدهی، معاملات بازار ثانویه اوراق بدهی نیز رونق جدی پیدا کرده است. اما همچنان ارزش معاملات بازار اوراق بدهی به نسبت سایر بازارها کم است. از طرف دیگر از آنجا که در اوراق بدهی، عمده معاملات به صورت عمده انجام می‌شود و سقف نرخ کارمزد معاملات ۵۰ میلیون ریال است، کارگزاری‌ها نمی‌توانند از این محل درآمد قابل‌ملاحظه‌ای داشته باشند.

ب) محدودیت‌های ایجاد شده بر فعالیت‌های کارگزاری‌ها: در سال ۱۴۰۰ هیئت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار فعالیت کارگزاری‌ها تنها منحصر به کارگزاری در معاملات اوراق بهادار، معاملات مشتقه، معاملات کالا و معاملات مشتقه کالا شده است. هم چنین مطابق این دستورالعمل شرکت‌های کارگزاری علاوه بر این می‌توانند درآمدهایی نیز از محل خدماتی نظیر مشاور عرضه و مشاور پذیرش نیز داشته باشند. این در حالی است که تا قبل از این کارگزاری‌ها علاوه بر فعالیت در حوزه کارگزاری در زمینه خدمات مالی مانند مدیریت صندوق‌های سرمایه‌گذاری، نمایندگی ناشر برای ثبت اوراق بهادار و دریافت مجوز عرضه، بازاریابی برای فروش اوراق بهادار، سبدگردانی اوراق بهادار، مشاوره و انجام کلیه امور اجرایی برای پذیرش اوراق بهادار یا کالا در هر یک از بورس‌ها و بازارهای خارج از بورس به نمایندگی از ناشر یا عرضه‌کننده کالاها و نیز خدمات مشاوره در زمینه‌های قیمت‌گذاری اوراق بهادار، روش فروش و عرضه اوراق بهادار، طراحی اوراق بهادار، خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار، سرمایه‌گذاری، مدیریت ریسک و ادغام، تملک، تغییر و تجدید ساختار سازمانی و مالی شرکت‌ها و طراحی و تشکیل نهادهای مالی فعالیت داشته باشند. با حذف یکسری درآمدهای کارگزاری‌ها و الزام به تشکیل هلدینگ خدمات مالی توسط آن‌ها کارگزاری‌هایی که ذیل یک هلدینگ فعالیت نداشتند، بخشی از درآمدهای خود را از دست دادند.

ج) مجوز دریافت تنها یک نوع کارمزد از مشتریان: هرچند که امروزه کارگزاری‌های پیشرو در سراسر دنیا سعی دارند که کارمزد معاملات خود را به حداقل رسانند، اما علاوه بر کارمزد معاملات اجازه دریافت کارمزدهای دیگری را نیز دارند. دستورالعمل‌های سازمان بورس، کارگزاری‌ها تنها می‌توانند کارمزد معاملات از مشتریان خود دریافت کنند. این در حالی است که کارگزاری‌ها در سایر کشورها برای خدماتی نظیر هزینه عدم فعالیت، هزینه بستن و انتقال حساب و هزینه معامله به کمک کارگزار را نیز می‌توانند از مشتریان خود دریافت نمایند.

د) الزام به عدم شناسایی درآمد از محل معاملات اعتباری: مطابق قوانین بانک مرکزی کارگزاری‌ها نمی‌توانند از منابع خود وام بدهند. بلکه تنها می‌توانند واسطی میان بانک و مشتری باشند. هم چنین مطابق الزام سازمان بورس اوراق بهادار، شرکت‌های کارگزاری نمی‌توانند سودی از محل معاملات اعتباری شناسایی کنند. شرکت‌های کارگزاری درآمدی که از محل معاملات اعتباری شناسایی می‌کنند، بایستی با هزینه این معاملات برابر باشد. این در حالی است که درآمد بهره‌ای در بسیاری از کارگزاری‌های جهان بخش قابل‌توجهی از درآمد کلی شرکت را تشکیل می‌دهد.

و) عدم توسعه فروش تعهدی^۳: همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، کارگزاری‌ها با کاهش کارمزد معاملات خود، درآمد خود را به سمت منابع دیگری نظیر فروش تعهدی بردند. کمیته فقهی مدلی مبتنی بر وکالت جهت انجام فروش استقراضی تصویب کرد (مصوبات کمیته فقهی، ۱۴۰۱، ص ۴۶۶). هیئت‌مدیره سازمان بر همین مبنا «دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» را به تصویب رساند. اما همچنان این ابزار در بازار سرمایه بلااستفاده باقی مانده است.

۳.۴. چالش‌های کارگزاری‌ها در حوزه معاملات اعتباری

الف) عدم اعتبارسنجی سیستمی مشتریان کارگزاری‌ها جهت دریافت اعتبار: در اغلب کارگزاری‌ها سیستمی جهت

اعتبارسنجی مشتریان وجود ندارد و غالباً درخواست‌ها تک به تک بررسی می‌شود. عدم وجود چنین سیستمی سبب می‌شود که روابط بین مشتری و کارگزاری در اعتبارسنجی وی تأثیرگذار باشد و اشخاصی که به کارگزار نزدیک‌تر باشند، شانس بیشتری برای دریافت اعتبار داشته باشند. علاوه بر این وجود سیستمی از مشتریان اعتباری کارگزاری‌ها نظارت بر روی اعتبار کارگزاری‌ها توسط نهادهای ناظر را بهبود می‌بخشد.

ب) شبهه جدی شرعی در اجرای معاملات اعتباری: در تاریخ ۱۳۹۱/۱۰/۲۰، کمیته فقهی مدل مباحه را تصویب نمود و در تاریخ ۱۳۹۲/۶/۱۳ قرارداد خرید اعتباری را بر مبنای مدل مباحه اصلاح و تأیید کرد. در مدل مباحه، «بانک می‌تواند بر اساس قرارداد مشارکت مدنی، خط اعتباری را در اختیار کارگزار قرار داده و به او وکالت دهد با استفاده از منابع بانک و منابع کارگزار به صورت مشارکت اقدام به خرید نقدی و فروش مباحه‌ای سهام برای مشتری نماید. به این بیان که بعد از انعقاد قرارداد خرید اعتباری سهام توسط مشتری با کارگزار، با استفاده از منابع داخلی و با استفاده از منابع بانکی به صورت مشارکت، سهام مورد سفارش را به صورت نقد خریداری کرده سپس با افزودن سود به صورت مباحه مدت‌دار به خریدار می‌فروشد». این مدل با دو مشکل اساسی روبرو بود؛

الف) مشکل مالیاتی: از آنجا که در این مدل کارگزار بایستی یکبار سهام را خریداری کرده و سپس به مشتری به قیمت بالاتر بفروشد، در هر تراکنش خرید اعتباری، کارگزار موظف به پرداخت مالیات بر فروش سهام خواهد شد؛ لذا این مدل مطلوب شرکت‌های کارگزاری نبوده و در عمل از این مدل استفاده نمی‌شود.

ب) لزوم وجود سررسید در قرارداد: موضوع دیگر آن که قرارداد مباحه اعتباری خرید سهام، نیازمند یک سررسید هستند. این در صورتی است که در برخی از قراردادهای خرید اعتباری، سررسیدی جهت تسویه تعیین نمی‌شود و کارگزار به تناسب مدت زمانی که به مشتری اعتبار تخصیص می‌دهد، از مشتری سود دریافت می‌کند. البته مطابق مصوبه کمیته فقهی در قرارداد خرید اعتباری، در صورتی که مشتری زودتر تسویه کند، می‌تواند شامل استحقاق تخفیف شود و در صورت دیرکرد، وجه التزام از مشتری دریافت کند (مصوبات کمیته فقهی، ۱۴۰۱، ص ۴۸۴).

کمیته تخصصی فقهی در تاریخ ۱۳۹۸/۱۱/۲ مدل دومی تحت عنوان مشارکت مدنی مصوب نمود که مطابق این روش، بانک در قالب قرارداد حق‌العمل کاری، خط اعتباری را در اختیار کارگزار می‌گذارد تا کارگزار زمینه مشارکت بانک با متقاضیان را در خرید و فروش سهام فراهم نماید. در این مدل:

۱) بانک مبلغی را به صورت اعتبار در اختیار کارگزار می‌گذارد تا به عنوان کارگزار عامل تخصیص اعتبار، به مشتریان تخصیص دهد.

۲) هر مشتری با استفاده از منابع خود و خط اعتباری بانک که کارگزار تخصیص داده، اقدام به خرید سهام می‌کند و به اندازه‌ای که از خط اعتباری بانک استفاده می‌کند، بانک در سهام خریداری شده با مشتری شریک می‌شود.

۳) مشارکت بانک با مشتری محدود به زمان مشخصی است.

۴) اگر در موعد سررسید مشارکت، قیمت روز سهام مساوی یا بیشتر از «فرمول تسویه» باشد، مشتری حق دارد سهام مشترک را تا سررسید بفروشد و مطابق «فرمول تسویه» با بانک تسویه کند.

۵) اگر در موعد سررسید مشارکت، قیمت روز سهام کمتر از «فرمول تسویه» باشد و مشتری قصد فروش داشته باشد بایستی ابتدا سهم‌الشرکه بانک را مطابق «فرمول تسویه» خریداری سپس اقدام به فروش سهام کند.

۶) اگر مشتری تا سررسید اقدام به فروش نکند یا باید سهم‌الشرکه بانک را مطابق «فرمول تسویه» خریداری کند یا با توافق بانک مشارکت را برای مدت زمان معینی تمدید نمایند.

۷) کارگزار طرف قرارداد و متعهد در مقابل بانک و مشتری نیز طرف قرارداد و متعهد در مقابل کارگزار است (مصوبات کمیته فقهی، ۱۴۰۱، ص ۴۹۸).

این رویه نیز اساساً با ماهیت خرید اعتباری همخوانی نداشت. چرا که در خرید اعتباری سهام، مشتری ابتدا تمامی وجه نقد خود را که در حساب کارگزاری دارد، مصرف نموده و سپس می‌تواند از اعتبار کارگزار استفاده نماید. از این‌رو مدل دوم کمیته فقهی اساساً مشارکت رخ نمی‌دهد.

نکته دیگر آن که در این دو مدل گفته شده که بانک به کارگزاری برای خرید وکالت می‌دهد. از آنجا که کارگزاری‌ها از بانک‌های مختلف با نرخ‌ها و زمان‌های متفاوتی وام اخذ می‌کنند، با تسهیلاتی که از بانک گرفته شده، استخری تشکیل می‌دهند و این منابع را در اختیار مشتریان اعتباری خود قرار می‌دهند. به این جهت کارگزار نمی‌تواند در این دو مدل وکیل از طرف بانک باشد. چرا که منابع به صورت یک‌به‌یک از بانک به کارگزاری انتقال پیدا نمی‌کند. کارگزاری‌ها در سایر کشورها خود شخصاً اقدام به تأمین مالی مشتری می‌کنند در حالی که در کشور ما کارگزار بنا به ماده ۱ قانون «قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی»، نمی‌تواند خود طرف مشتری باشد. این ماده بیان می‌کند که: «اشتغال به عملیات بانکی توسط اشخاص حقیقی و یا حقوقی تحت هر عنوان و تأسیس و ثبت هرگونه تشکل برای انجام عملیات بانکی، بدون دریافت مجوز از بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران ممنوع است. عملیات بانکی در این قانون به امر واسطه‌گری بین عرضه‌کنندگان و متقاضیان وجوه و اعتبار به صورت دریافت انواع وجوه، سپرده، ودیعه و موارد مشابه تحت هر عنوان و اعطا وام، اعتبار و سایر تسهیلات و صدور کارت‌های الکترونیکی پرداخت و کارت‌های اعتباری اطلاق می‌شود». مطابق این قانون کارگزاری‌ها نمی‌توانند از جانب خود وامی اعطا کنند و تنها در مدل خرید اعتباری کارگزاری را می‌توان واسطه اعطای وام دانست که بنا به دلایل گفته شده در بالا واسطه بودن کارگزار در واقع امر غیر ممکن است.

۳،۵ چالش‌های کارگزاری‌ها در رابطه با شرکت‌های ارائه دهنده خدمات برخط

۳،۵،۱ انحصار در سامانه‌های معاملاتی

همان‌طور که پیش‌تر گذشت، یکی از الزامات کارگزاری‌ها داشتن سامانه‌ها معاملاتی است. یکی از چالش‌های مهم پیش‌روی صنعت کارگزاری عدم تنوع در این سامانه‌ها است که در نتیجه خدمات معاملاتی آنلاین در بسیاری از کارگزاری‌ها را مشابه یکدیگر کرده و موجب تضعیف رقابت میان آن‌ها شده است.

نکته دیگر آنکه به دلیل استفاده بخش قابل‌توجهی از کارگزاری‌ها سامانه‌های معاملاتی اکسیر و صحرا بازار خدمات شرکت‌های ارائه دهنده خدمات برخط بازار سرمایه، به صورت نیمه انحصاری درآمدی است. در سال‌های اخیر و با الزام سازمان بورس اوراق بهادار به راه‌اندازی سامانه‌های اختصاصی توسط شرکت‌های کارگزاری OMS‌های دیگری نیز توسط برخی کارگزاری‌ها راه‌اندازی شده‌اند. مطابق «دستورالعمل اجرایی معاملات برخط مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس» بایستی تأیید فنی سازمان را نسبت به سامانه معاملاتی خود دریافت کنند.

می‌توان از جهت استفاده کارگزاری‌ها به دو دسته سامانه‌های معاملاتی عمومی و سامانه‌های معاملاتی اختصاصی تقسیم‌بندی کرد. در ذیل هریک از این سامانه‌ها معرفی می‌شوند؛

الف) سامانه‌های معاملاتی عمومی

۱. سامانه معاملاتی صحرا: سامانه معاملاتی صحرا توسط شرکت ره پویان پردازش گستر صحرا توسعه پیدا کرده است. این

شرکت بیش از دو دهه فعالیت در زمینه راهکارهای جامع فناوری اطلاعات ارائه می‌دهد. در حال حاضر مطابق سایت شرکت، ۵۲ کارگزاری از این سامانه استفاده می‌کنند. دسترسی به انواع فیلترهای مختلف برای بازار سهام و تشخیص سهام سودده، محاسبه سود و زیان پرتفوی معاملاتی و انواع مقاله‌گیری‌های مختلف را می‌توان از جمله مزیت‌های اصلی این سامانه در نظر گرفت در این سامانه در هر لحظه امکان مشاهده تمام شرایط مربوط به روند معاملات وجود دارد.

۲. **سامانه معاملاتی اکسیر:** این سامانه توسط شرکت رایان هم‌افزا راه‌اندازی شده است. در حال حاضر ۶۷ کارگزاری با این سامانه کار می‌کنند. مطابق سایت این شرکت رایان هم‌افزا، سامانه معاملات برخط این شرکت میزبان عملیات بیش از ۲,۰۰۰,۰۰۰ معامله‌گر و سرمایه‌گذار برخط است که توانسته است تعداد ۲۰۰,۰۰۰ اتصال هم‌زمان در دقیقه را به سامانه معاملات برخط مدیریت نماید. سهامداران عمده شرکت رایان هم‌افزا شرکت تأمین سرمایه نوین (۲۵٪)، شرکت تأمین سرمایه سپهر (۲۱٪)، شرکت آدورامشاور (۱۵٪) و کارگزاری تدبیرگران فردا (۱۴٪) می‌باشد.

۳. **سامانه معاملاتی آنلاین پلاس:** این سامانه در سال ۱۳۸۹ توسط شرکت تدبیرپرداز طراحی و اجرا گردید. این شرکت ارائه‌دهنده سامانه آنلاین پلاس برای شرکت‌های کارگزاری است و در حال حاضر کارگزاری‌های مفید، آبان، بانک ملت و ... از این سامانه معاملاتی استفاده می‌کنند. از مزایای این سامانه می‌توان به مشاهده پورتفوی لحظه‌ای، ابزار تحلیل تکنیکال و دریافت پیام‌های شرطی، ارسال سفارشات دسته‌ای و سفارشات بزرگ اشاره کرد.

ب) سامانه‌های معاملاتی اختصاصی

۱) **آساتریدر آگاه:** این سامانه معاملاتی مختص شرکت کارگزاری آگاه می‌باشد. این نرم‌افزار نیز شرایط مشابهی با نرم‌افزار مفیدتریدر داشته و امکانات تکنیکالی لازم را برای پیاده‌سازی روش‌های مختلف تکنیکالی در دسترس کاربران قرار داده است. این نرم‌افزار هم در نسخه دسکتاپ و هم در نسخه موبایلی در دسترس کاربران این کارگزاری قرار گرفته و کاربران آگاه می‌توانند از طریق سایت این مجموعه نیز به سامانه آنلاین معاملاتی آن دسترسی داشته باشند.

۲) **سامانه معاملاتی فارابی‌کسو:** فارابی‌کسو سامانه معاملاتی اختصاصی کارگزاری فارابی است. این سامانه نیز با مزیت‌های بسیار زیادی در دسترس کاربران این کارگزاری قرار می‌گیرد. از جمله مزیت‌ها و معایب و نکات مربوط به این سامانه معاملاتی می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

- دارای نسخه‌های وب و موبایلی برای گوشی‌های اندروید و iOS
- امکان شخصی‌سازی آیت‌های مختلف مورد نیاز برای ارزیابی پرتفوی بورس
- امکان مشاهده نمودار انواع شاخص‌ها و سهام بورس
- دسترسی به تمام ابزارهای تکنیکالی مورد نیاز
- ارائه اخبار و اطلاعات مربوط به بورس
- امکان ارسال انواع سفارشات در بازار بورس

۳) **سامانه معاملاتی سهام‌یاب:** یکی دیگر از گزینه‌هایی که می‌توان آن را نیز در لیست بهترین سامانه‌های معاملاتی بورس قرار داد، سامانه سهام‌یاب است. این سامانه به صورت مستقیم و منحصر به فرد مخصوص هیچ کارگزاری نیست و هرکسی می‌تواند با هزینه ماهانه در آن عضو شده و از آن استفاده کند. البته کاربران کارگزاری تدبیرگران فردا می‌توانند به صورت رایگان به امکانات این سامانه دسترسی داشته باشند. این سامانه به صورت یک نسخه تحت وب ارائه شده و امکانات بسیار خوبی برای تحلیل سهام بورس ایران در اختیار کاربران قرار می‌دهد. امکان مشاهده شرایط مختلف بازار و حتی دسترسی به تحلیل‌های سایر کاربران را

می‌توان از جمله اصلی‌ترین مزیت‌های این سامانه در نظر گرفت.

۴) **سامانه پرانا:** این سامانه توسط کارگزاری تدبیرگران فردا توسعه پیدا کرده است. دسترسی به اطلاعات بنیادی شرکت‌ها، ابزار جامع تحلیل تکنیکال و سیستم آلامر دهی هوشمند از ویژگی‌های منحصربه‌فرد این سامانه معاملاتی می‌باشد. ستاره پرانا تمامی نمادهای بازار را از پنج منظر بنیادی بررسی و امتیازدهی می‌کند. همچنین سامانه گوش بزنگ تشکیل یا ریختن صف، تغییر وضعیت نماد (توقف، بازگشایی و...)، رسیدن قیمت یک سهم به قیمت خاص، معامله حجم مبنای، تغییر روند سهم و ده‌ها اتفاق دیگر با ابزار گوش به زنگ پرانا، بلافاصله به مشتری اطلاع‌رسانی می‌کند. همچنین سامانه الگوتر با استفاده از هوش مصنوعی به مشتریان سیگنال خرید و فروش ارسال می‌کند.

۵) **سامانه درسا تریدر:** این سامانه توسط شرکت پردازش اطلاعات مالی (مبنا) راه‌اندازی شده است و در حال حاضر کارگزاری کیان از این سامانه معاملاتی استفاده می‌کند. این سامانه امکاناتی مانند مدیریت چند حساب و معاملات شرطی را فراهم کرده است. همچنین سامانه درسا کلاب یک سامانه تحلیلی اجتماعی است که در کنار این سامانه معاملاتی فعالیت می‌کند.

۶) **سامانه اکسون:** این سامانه توسط شرکت اکسون طراحی و توسعه پیدا کرده است و در حال حاضر کارگزاری مهرآفرین از این سامانه معاملاتی استفاده می‌کند.

۳،۵،۲. امکان ایجاد تضاد منافع در شرکت‌های ارائه دهنده خدمات بر خط بازار سرمایه

برخی از سامانه‌های معاملاتی عمومی دسترسی به معاملات بخش قابل توجهی از مشتریان در بازار سرمایه دارند. از این جهت باید تمهیدات لازم جهت حفاظت از اطلاعات معاملاتی مشتریان و عدم دسترسی سایرین به آن‌ها به عمل آید. از جنبه‌ای دیگر از آنجا که سفارشات از طریق سامانه ارسال می‌شود، شرکت OMS امکان دارد که سفارشات برخی را با تأخیر زمانی کم‌تری ارسال کند.

۳،۵،۳. ارائه تنها یک نوع حالت سفارش‌گذاری به مشتریان

کارگزاری‌ها می‌توانند سفارش‌های متنوعی به مشتریان خود ارائه دهند. ماده ۱۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب هیئت‌مدیره سازمان بورس اوراق بهادار، اجرای ۶ نوع سفارش را مصوب کرده است که عبارتند از:

سفارش محدود^۴: سفارش خرید یا فروشی است که در قیمت تعیین شده توسط مشتری، یا بهتر از آن انجام می‌شود. در سفارش محدود خرید، سفارش به قیمت محدود یا پایین‌تر از آن و در سفارش محدود فروش، به قیمت محدود و یا بیش‌تر از آن اجرایی می‌شود. این سفارش تنها در صورتی اجرا می‌شود که قیمت بازار به قیمت محدود برسد. این نوع سفارش تضمینی برای اجرا ندارد.

سفارش با قیمت باز^۵: سفارشی است که بدون تعیین قیمت وارد سامانه معاملاتی شده و با قیمت بهترین سفارش طرف مقابل اجرا می‌شود این نوع سفارش معمولاً به صورت اجرا می‌شود. در صورت اجرائ شدن بخشی از سفارش، باقیمانده به صورت یک سفارش با قیمت باز در سامانه باقی خواهد ماند.

سفارش متوقف شونده^۶: سفارشی است که در صورتی که سهام به قیمت معینی رسید، اجرا می‌شود. این نوع سفارش در مصوبه اشاره نشده است. اما اقسام آن در دستورالعمل اشاره شده است.

الف) سفارش متوقف به محدود^۷: سفارشی است که ویژگی‌های سفارش متوقف شونده و سفارش محدود را همزمان دارد.

هنگامی که دارایی به قیمت متوقف شونده برسد، سفارش متوقف به محدود تبدیل به سفارش محدود شده و معامله اجرا می‌شود.

ب) سفارش متوقف به باز^۸: سفارش متوقفی است که پس از فعال شدن، به سفارش با قیمت باز تبدیل می‌شود.

سفارش باز - محدود^۹: سفارشی است که فقط در مرحله حراج پیوسته می‌تواند وارد سامانه معاملاتی شود. این سفارش بدون تعیین قیمت وارد سامانه معاملاتی شده و با قیمت بهترین سفارش طرف مقابل اجرا می‌شود. در صورت اجرانشدن بخشی از سفارش، باقیمانده به صورت یک سفارش محدود به قیمت آخرین معامله انجام شده در سیستم باقی می‌ماند؛

سفارش به قیمت گشایش^{۱۰}: سفارشی است که فقط در مرحله پیش گشایش می‌تواند وارد سامانه معاملات شود. این سفارش بدون تعیین قیمت وارد سامانه معاملاتی شده و در مرحله گشایش با قیمت گشایش معامله خواهد شد. در صورت اجرانشدن بخشی از سفارش، باقیمانده به صورت یک سفارش محدود با قیمت گشایش در سیستم باقی می‌ماند؛

در این دستورالعمل خود سفارش متوقف شونده تعریف نشده است، اما تمامی کارگزاری‌ها از این سفارش برای اجرای معاملات خود استفاده می‌کنند. در این دستورالعمل همچنین سفارش‌ها به لحاظ اعتبار زمانی به چند دسته تقسیم شده‌اند؛

سفارش روز^{۱۱}: سفارشی است که اعتبار آن در پایان روز معاملاتی به اتمام می‌رسد و به صورت خودکار از سامانه معاملات حذف می‌شود.

سفارش جلسه^{۱۲}: سفارشی است که اعتبار آن در پایان جلسه رسمی معاملاتی به اتمام می‌رسد و به صورت خودکار از سامانه معاملاتی حذف می‌شود.

سفارش بدون محدودیت زمانی^{۱۳}: این سفارش تا زمانی که توسط کارگزار حذف نشود در سامانه معاملاتی باقی مانده و معتبر است.

سفارش مدت‌دار^{۱۴}: سفارشی است که اعتبار آن در پایان تاریخی که در زمان ورود سفارش مشخص شده به اتمام می‌رسد و پس از آن به صورت خودکار از سامانه معاملات حذف می‌شود.

سفارش زمانی^{۱۵}: کارگزار در زمان ورود سفارش، تعداد روزهای مشخصی (T) را جهت اعتبار سفارش مشخص می‌کند. این سفارش تا تاریخی که معادل تاریخ ورود سفارش به علاوه تعداد روزهای تعیین شده (T) است، معتبر بوده و پس از آن به صورت خودکار از سامانه معاملات حذف می‌شود.

علی‌رغم اینکه در قانون مدت‌زمان‌های متفاوتی برای اعتبار سفارش دیده شده است، اما کارگزاری‌ها تنها سفارشات متوقف شونده و معتبر تا جلسه معاملاتی را به مشتریان خود ارائه می‌دهند. توسعه انواع سفارشات در کارگزاری‌ها اهمیت بالایی دارد. چرا که ارائه انواع سفارشات مشتریان را قادر می‌سازد که ریسک دارایی خود را به صورت بهینه‌تری کنترل نمایند، در یک موقعیت معاملاتی بتوانند با سرعت بالایی در یک موقعیت معاملاتی وارد و یا خارج شوند. ارائه انواع سفارشات به مشتریان مستلزم توسعه سامانه‌های معاملاتی است. از آنجا که تعداد زیادی از کارگزاری‌ها از سامانه‌های عمومی معاملات استفاده می‌کنند، عملاً ارائه این خدمت از سوی آن‌ها به مشتری، وابسته به توسعه و ارائه این خدمت از سوی شرکت‌های شرکت‌های ارائه دهنده خدمات بر خط بازار سرمایه است.

۳,۵,۴. دستی بودن برخی فرایندها در کارگزاری

برخی از فرایندها در کارگزاری همچنان به صورت دستی انجام می‌شود. که از میان آن‌ها می‌توان به اعلام حساب مشتری به سپرده گذاری مرکزی جهت واریز سود اوراق و نیز فریز کردن سهام مشتریان اعتباری به صورت روزانه، نام برد.

۳،۶ چالش‌های کارگزار با نهادهای ناظر

سازمان بورس و اوراق بهادار بر روی تمامی کارگزاران و نیز بورس‌ها شامل (بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران، بورس انرژی و بورس کالا) بر روی کارگزاران عضو نظارت دارند. در این بخش چالش‌های کارگزاری‌ها با این نهادهای نظارتی بررسی می‌شود؛

۳،۶،۱. الزام به واریز ۳۷ درصد از درآمدها به صندوق توسعه بازار: پس از ریزش بازار در سال ۱۳۹۹ کارگزاری‌ها ملزم شدند تا ۳۷٪ از درآمدهای خود را به صندوق توسعه واریز نمایند. کارگزاری‌ها متناسب با واریزی خود در این صندوق‌ها واحدهای این صندوق را دریافت می‌کنند و هم چنین حق ابطال واحدهای این صندوق را ندارند. این موضوع سبب ایجاد مشکلات نقدینگی در کارگزاری‌ها شده است.

۳،۶،۲. نظارت موازی در صنعت کارگزاری: با توجه به حیطه فعالیت کارگزاری‌ها نهادهای مختلفی بر آن‌ها نظارت دارند. این نهادها عبارتند از: بورس‌ها (اعم از بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس، بورس انرژی و بورس کالا) و سازمان بورس. تعدد نهادهای نظارتی بر روی کارگزاری‌ها از یک منجر به بالارفتن هزینه‌های نظارتی می‌شود و از جنبه‌ای دیگر ظرفیت کارگزاری‌ها را در رشد و توسعه محدود می‌نماید.

۳،۶،۳. عدم امکان فعالیت هیئت‌مدیره کارگزاری‌ها در سایر نهادهای مالی: مطابق دستورالعمل تأیید صلاحیت اشخاص حرفه‌ای، هیئت‌مدیره کارگزاری‌ها نمی‌توانند در سایر نهادهای مالی هیئت‌مدیره باشند. دلیل تصویب چنین قانونی اجتناب از تضاد منافع در این صنعت بوده است. اما از سمتی دیگر این موضوع سبب شده است که تمایل افراد متخصص به پذیرش سمت در کارگزاری‌ها کاهش پیدا کرده و در نتیجه سطح تخصص در افراد هیئت‌مدیره در کارگزاری‌ها تنزل داشته باشد.

۳،۷ نبود توازن میان خدمات ارائه شده و کارمزد دریافتی

خدمات اغلب کارگزاری‌ها با یکدیگر تفاوتی ندارد که مهم‌ترین علت آن استفاده بخش قابل‌توجهی از کارگزاری‌ها از دو سامانه معاملاتی است. دو عامل مهمی که موجب جذب مشتریان، در کارگزاری‌ها می‌شود، حجم اعتباری تخصیص و تخفیف بر روی کارمزد هستند.

۳،۸ مشکلات مالیاتی کارگزاری‌ها

مهم‌ترین مشکل مالیاتی کارگزاران، آن است که بایستی بر روی سودی که مشتری در ازای گرفتن اعتبار به کارگزاری پرداخت می‌کند، مالیات پرداخت کنند. چرا که بر اساس استانداردهای حسابداری این سود به عنوان درآمد برای کارگزار شناسایی می‌شود. این در حالیست که مطابق قانون کارگزاری نمی‌تواند از محل منابع خود اعتباری پرداخت کند، بلکه تنها منابع را از بانک گرفته و به مشتری می‌دهد. با توجه به تصویب قانون مالیات بر ارزش افزوده در خرداد سال گذشته توسط مجلس شورای اسلامی و لازم الاجرا شدن این قانون از دی ماه همان سال و بر اساس جز ۹ بند ب ماده ۹ قانون مالیات بر ارزش افزوده خدمات بازار سرمایه شامل خدمات معاملات و تسویه اوراق بهادار و کالا در بورس‌ها و بازار خارج از بورس به تشخیص شورای عالی بورس از پرداخت مالیات و عوارض معاف هستند. لازم به ذکر است که تشخیص مصادیق خدمات بازار سرمایه به شورای عالی بورس سپرده شد و بر اساس مصوبه ۱۴۰۰/۱۰/۱۴ این شورا کارمزد یا سود دریافتی مربوط به «اعتبارات اعطایی به مشتریان کارگزاری» را معاف از مالیات دانست. اما با وجود تصویب این قانون همچنان شرکت‌های کارگزاری مالیات بر ارزش افزوده را پرداخت می‌کنند. این موضوع از سمتی دیگر سبب شده است که کارگزاری‌ها نتوانند مصوبه کمیته فقهی را در رابطه با استفاده از مراحله در

خرید اعتباری سهام را اجرایی کنند. چرا که در این صورت باید مالیات مضاعفی پرداخت نمایند. رئیس سازمان بورس و اوراق بهادار در سال ۱۴۰۱ در این جهت نامه‌ای به رئیس سازمان امور مالیاتی نوشتند و در آن درخواست شد که معافیت‌هایی که شورای عالی بورس برای کارگزاران به رسمیت شناخته اجرایی شود. اما این موضوع همچنان اجرایی نشده است.

۳،۹. عدم ایجاد سامانه نظارتی بر روی مشتریان توسط شرکت‌های کارگزاری

مطابق ماده ۱۱ دستورالعمل معاملات برخط بیان می‌کند که: «در صورت وقوع هرگونه تخلف از الزامات و تکالیف مربوط به زیرساخت‌های موضوع بندهای ۴، ۵ یا ۶ ماده یک این دستورالعمل، مسئولیت انضباطی ناشی از انجام تخلف بر عهده کارگزار یا کارگزار/معامله‌گر است؛ مگر اینکه کارگزار یا کارگزار/معامله‌گر رعایت کلیه قوانین، مقررات و الزامات مربوطه و عدم انتساب آن به خود را اثبات نماید». زیرساخت‌های موضوع بندهای ۴، ۵ و ۶ عبارتند از: زیرساخت برخط دریافت و ثبت سفارش، زیرساخت برخط ارسال سفارش بدون واسطه معامله‌گر، زیرساخت برخط ارسال سفارش با واسطه معامله‌گر (زیرساخت برخط گروهی). مطابق این ماده کارگزار باید روی سامانه‌های معاملاتی خود جهت عدم سوءاستفاده جهت دستکاری در بازار، نظارت داشته باشد. همچنین بورس‌ها در صورتی که یک مشتری در یک کارگزاری تخلف معاملاتی انجام دهد، حساب وی را نزد آن کارگزار مسدود می‌نماید و کارگزار بایستی تعهد به عدم دستکاری در بازار توسط آن مشتری بدهد. این موارد در حالی است که کارگزاری‌ها هیچ سامانه نظارتی بر روی معاملات مشتریان خود ندارند.

۳،۱۰. تضاد منافع در کارگزاری‌ها

کارگزاران به این دلیل که به اطلاعات معاملاتی مشتریان خود دسترسی دارند، در معرض جدی موضوع تضاد منافع هستند. به عنوان مثال فرض کنید یک کارگزار از یک مشتری عمده سفارش خریدی به میزان ۵ میلیون سهم دریافت کند. طبیعی است که این سفارش قیمت را برای کوتاه‌مدت افزایش خواهد داد. کارگزار انجام سفارش را برای چند دقیقه معطل کرده و ابتدا مقداری از سهام مزبور را برای سبد شخصی خود خریداری می‌کند. سپس سفارش مشتری را انجام دهد و از این نوسان قیمت سود می‌برد که از میان آن‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. توصیه به سرمایه‌گذاری در محصولاتی که کارمزد بیشتری برای کارگزاری حاصل می‌کند
۲. استفاده از اطلاعات معاملاتی مشتریان در راستای معاملات کارگزاری، کارکنان کارگزاری یا صندوق وابسته به کارگزاری
۳. توصیه به خرید و یا فروش ورقه بهادار در صورت مالکیت کارگزار - معامله‌گر با صندوق وابسته به کارگزاری نسبت به همان ورقه بهادار.
۴. سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی شرکت کارگزاری در معاملات شخصی و در حساب خود.
۵. تبعیض در انجام معاملات مشتریان.
۶. تشویق به خرید و فروش سهامی که توسط کارگزاری بازارگردانی می‌شود به منظور عدم ایفای تعهدات بازارگردان (حامدی و همکاران، ۱۳۹۹).

۴. جمع بندی و ارائه پیشنهادات

در این مقاله ابتدا با معرفی صنعت کارگزاری و برخی از کارگزاری‌های پیشرو در جهان پرداختیم. سپس چالش‌های کارگزاری‌ها به تفصیل پرداخته شد. در این بخش پیشنهادات زیر جهت تقویت و بهبود صنعت کارگزاری ارائه می‌شود؛

۴.۱. حذف الزام کارگزاری‌ها به سرمایه‌گذاری بخشی از وجوه خود در صندوق توسعه و تثبیت بازار: با توجه به وابستگی بالای کارگزاری‌ها به درآمد از محل کارمزد معاملات، پس از ریزش بازار در سال ۹۹ و کاهش ارزش معاملات، بسیاری از کارگزاری‌ها به زیان‌دهی رسیده‌اند. در این شرایط الزام کارگزاری به سرمایه‌گذاری بخشی از وجوه خود در این بازار، کارگزاری‌ها را با مشکلات جدی در رابطه با مدیریت وجوه نقد خود مواجه کرده است. چرا که کارگزاری‌ها نمی‌توانند آزادانه واحدهای صندوق توسعه و تثبیت بازار را ابطال کنند.

۴.۲. نظارت بر روی سامانه‌های عمومی معاملات در کارگزاری‌ها: همان‌طور که پیش‌تر گفته شد، برخی از سامانه‌های معاملاتی مانند صحرا و اکسیر در کارگزاری‌ها متعددی مورد استفاده قرار می‌گیرند. این موضوع سبب شده است که عملکرد صنعت کارگزاری در کشور وابستگی زیادی به این شرکت‌ها داشته باشد. با توجه به این موضوع به نظر می‌رسد امکان تعامل نهادهای نظارتی در حوزه کارگزاری با شرکت‌هایی که این سامانه‌های معاملاتی را ارائه می‌دهند می‌تواند بسیاری از نارسایی‌های موجود در این صنعت را بهبود بخشد. به عنوان مثال نظارت بر روی معاملات اشخاص توسط کارگزاری‌ها همواره یکی از خواسته‌های نهادهای ناظر بوده است. با توجه به اینکه اکثر کارگزاری‌ها از سامانه‌های معاملاتی عمومی استفاده می‌کنند، امکان نظارت خودکار بر روی معاملات اشخاص وجود ندارد. در صورتی که نهادهای ناظر بتوانند خود شرکت‌های ارائه‌دهنده سامانه معاملاتی را مجاب به استفاده از سیستم‌های نظارتی بر روی معاملات مشتریان کنند، به نظر می‌رسد که نظارت بر روی معاملات می‌تواند ارتقای جدی داشته باشد.

۴.۳. عدم متوجه دانستن مسئولیت تخلف مشتری بر عهده کارگزاری: کارگزاری‌ها اساساً سامانه‌های مورد نیاز جهت نظارت بر معاملات مشتریان خود را در اختیار ندارند و ایجاد آن بسیار هزینه‌بر است. از این رو نباید مسئولیت انضباطی تخلفی که با استفاده از سامانه‌های کارگزاری صورت می‌پذیرد را بر عهده خود کارگزار دانست.

۴.۴. ایجاد امکان فعالیت هیئت‌مدیره کارگزاری در سایر نهادهای مالی: این ابلاغیه جهت مدیریت تضاد منافع در کارگزاری‌ها وضع شده است اما به نظر می‌رسد این قانون چندان نمی‌تواند در مدیریت تضاد منافع در کارگزاری‌ها مؤثر باشد. چراکه سایر نهادهای مالی می‌توانند با خرید سهام یک کارگزاری هیئت‌مدیره کارگزاری را تعیین کنند.

۴.۵. حل مشکلات مالیاتی کارگزاری‌ها با ایجاد کارگروهی متشکل از سازمان بورس، کانون کارگزاران و سازمان امور مالیاتی: با توجه به خاص بودن برخی مشکلات مالیاتی کارگزاران، نیاز است تا کمیته متشکل از نهادهای مذکور جهت بررسی مشکلات خاص مالیاتی کارگزاران تشکیل شود. تا هم بخش از مشکل نقدینگی کارگزاری بهبود یافته و هم کارگزاران بتوانند مدل خرید اعتباری سهام مبتنی بر مباحثه را پیاده‌سازی نمایند.

۴.۶. مجوز اخذ کارمزد بالاتر در صورت ارائه سفارشات متنوع: در راستای تشویق کارگزاری‌ها به ارائه انواع سفارشات می‌توان امکان کارمزد بیش‌تری برای سفارشات دیگر قائل شد.

۴.۷. ایجاد پنجره واحد نظارت بر کارگزاری‌ها: با ایجاد یک پنجره واحد در نظارت بر روی کارگزاری‌ها توسط سازمان و بورس‌ها مربوطه، از جنبه‌ی نظارتی منجر به بهبود نظارت خواهد شد و کارگزاری نیز تنها به یک‌جا پاسخگو خواهد بود.

۴.۸. حذف الزام کارگزاری‌ها به رعایت سقف ۲۵ درصدی در برگشت کارمزد: همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، صنعت کارگزاری می‌تواند تخفیفات بیش‌تری برای مشتریان خود در نظر بگیرد، اما الزام کانون منجر به غیررسمی شدن این تخفیفات در صنعت کارگزاری شده است. شفاف‌شدن تخفیف‌ها در صنعت کارگزاری و حذف سقف ۲۵ درصدی در تخفیفات هم منجر به بهبود رقابت در صنعت کارگزاری شده و هم مشتریان خرد حقیقی می‌توانند از این تخفیفات استفاده نمایند. از جنبه‌ای دیگر حذف الزام رعایت این سقف منجر به کاهش هزینه‌های مالیاتی کارگزاری‌ها خواهد شد چرا که به‌صورت واقعی سود معاملات خود را

شناسایی خواهند نمود.

۴,۹. امکان اخذ کارمزد در صورت ارائه خدمات پرمیوم: همان طور که پیش تر اشاره شده برخی از کارگزاری ها کارمزد معاملات خود را حذف کرده اند اما برای برخی از خدمات پرمیوم از مشتری خود هزینه دریافت می کند. جهت تشویق کارگزاری ها به ارائه خدمات بهتر و بیش تر می توان علاوه بر کارمزد معاملات، امکان اخذ کارمزد در صورت ارائه برخی خدمات را ایجاد کرد.

۴,۱۰. تفکیک کارمزد برای کارگزاری های تخفیفی و کارگزاری ها خدمات کامل: همان طور که پیش تر اشاره شد، کارگزاری ها به حسب خدماتی که می دهند کارمزد متفاوتی دریافت می کنند. تفکیک این دو نوع در دستورالعمل و امکان اخذ کارمزد بالاتر برای کارگزاری های با خدمات کامل می تواند در جهت افزایش رقابت و نوآوری در بازار سرمایه بسیار موثر باشد.

۴,۱۱. تغییر مدل قرارداد اعتباری به مدل انتقال قرارداد: همان طور که در بخش قبل گفته شد، هر دو مدل مزایا و مشارکت به دلیل اینکه کارگزاری با نرخ و سررسیدهای متفاوت وام از بانک دریافت می کند غیر قابل اجرا است. در میان مدل های خرید اعتباری مدل انتقال قرارداد انطباق بیش تری با قوانین در ایران دارد.

در این روش، شرکت کارگزاری بعد از انعقاد قرارداد با بانک جهت دریافت اعتبارات، مفاد قرارداد را به مشتری منتقل می نماید. همچنین شرکت کارگزاری، از محل تضمینی که به بانک جهت بازپرداخت اصل و سود مربوط به اعتبار دریافتی می دهد، مبلغی را دریافت خواهد کرد (اعتصامی، ۱۳۹۹). این مدل با ماهیت خرید اعتباری که همان واسطه گری کارگزاری در انتقال منابع است، انطباق بیش تری خواهد داشت. چرا که در این مدل نیز کارگزار صرفاً یک واسطه در انتقال منابع خواهد بود.

۴,۱۲. تغییر معیارهای ارزیابی کارگزاری ها توسط سازمان بورس: هر چند که مدت زمان زیادی است که کارگزاران رتبه بندی نشده اند. اما پیشنهاد می شود در صورت رتبه بندی دوباره معیارهای زیر مورد استفاده قرار گیرد. این معیارها در تحقیقی که توسط تیم investopedia انجام شده، استخراج شده است. در این تحقیق در ۱۱ دسته، ۶۶ معیار جهت ارزیابی کیفیت خدمات کارگزاری ها استفاده شده است. در ذیل عناوین هریک از این دسته ها و معیارهای مرتبط اشاره خواهد شد؛

۱) امکانات جستجو: جستجو یک مرحله ضروری در تصمیم گیری در خرید یا فروش است. با مطالعه و بررسی فاکتورهایی مانند تحرکات قیمتی و اطلاعات بنیادی صنعت، افراد می توانند تصمیمات بهتری اتخاذ کنند. کارگزاری ها تلاش می کنند تا به سرمایه گذاران امکان جستجو بر اساس متغیرهای تکنیکال و بنیادی را برای پیش بینی درست آینده فراهم کنند. در این دسته بندی معیارهای زیر قرار می گیرد؛

دسترسی به جستجوی شخصی، دسترسی به نتایج جستجوهای افراد دیگر، امکانات غربالگری ابزارهای معاملاتی اعم از (سهام، صندوق های قابل معامله، اختیار معامله)، امکان غربالگری بر اساس اندیکاتورهای تکنیکال، امکان ساخت و ذخیره غربالگری شخصی و تبدیل آن به لیست پیگیری^{۱۶}، ایده های معاملاتی پیشنهادی توسط کارگزار، مقالات روزانه از بازار و نمودارهای قابل ارائه.

۲) هزینه: هزینه فعالیت های معاملاتی در کارگزاری یکی از معیارهای مهم مشتریان است. ذیل این دسته موارد زیر اشاره می شود؛

کارمزد معامله انواع ابزارهای مالی شامل؛ سهام، صندوق های قابل معامله، اختیار معامله، صندوق های سرمایه گذاری مشترک، هزینه هر قرارداد آتی و اختیار معامله، هزینه عدم فعالیت، هزینه بستن و انتقال حساب و هزینه معامله به کمک کارگزار.

۳) تکنولوژی معاملاتی: ایجاد یک تکنولوژی معاملاتی مناسب برای کمک به سرمایه گذاران جهت شناسایی موقعیت های مناسب معاملاتی ضروری است. در ذیل این دسته معیارهای زیر مورد بررسی قرار می گیرند؛

امکان امتحان کردن یک استراتژی معاملاتی بر اساس معاملات گذشته، امکان اتوماتیک کردن استراتژی معاملاتی، امکان ارسال

معاملات، متوسط پرداخت به‌ازای جریان سفارش برای سهام و اختیار معامله.

۴) گستره پیشنهادات: کارگزاران تلاش دارند تا به مشتریان خود انتخاب‌های معاملاتی بیش‌تری بدهند. در این دسته معیارهای زیر مطرح می‌شوند؛

تعداد طبقات دارایی که امکان معامله آن فراهم است (اعم از سهام، صندوق‌های قابل معامله، گواهی سپرده، اختیار معامله و قرارداد آتی)، تعداد سهام قابل قرض گرفتن، تعداد استراتژی‌های قابل اتخاذ در اختیار معامله سهام، تعداد بورس‌های بین‌المللی، کشورهایی که امکان معامله در آن‌ها وجود دارد، امکان معامله کسری از سهام یا صندوق‌های قابل معامله.

۵) محتوای آموزشی: کارگزاران سعی می‌کنند تا با ارائه محتواهای آموزشی، مشتریان خود را در بهبود معاملات یاری کنند. در ذیل این دسته‌بندی دو معیار محتواهای آموزشی ارائه شده (شامل مقالات، ویدئو، سمینار و وبینار) و امکان استفاده از ابزارهای برنامه‌ریزی مالی شخصی مطرح می‌شود.

۶) تحلیل پورتنفوی و مقاله‌ها: کمک یک فرد متخصص سبب می‌شود که وضعیت پورتنفوی از منظر ریسک و بازدهی بهبود یابد و سبب می‌شود که فرد سرمایه‌گذاری خود را در مسیر درستی ادامه دهد. در این دسته معیارهای زیر مورد بررسی قرار می‌گیرد:

مقاله آنی از پورتنفوی، امکان برقراری ارتباط با مشاوران مالی، امکان ردیابی پورتنفوی، امکان استفاده از مقاله‌ها روزانه بازار. ۷) پلتفرم: در صورتی که سرمایه‌گذار بخواهد از نوسانات بازار استفاده کند، امکانات پلتفرم جهت سفارش‌گذاری و تنظیم ریسک معامله اهمیت بالایی خواهد داشت. امکانات پلتفرم می‌تواند شامل؛ امکان ردیابی جریان لحظه‌ای سهام، امکان ردیابی جریان لحظه‌ای به صورت همزمان از برنامه موبایل، دسکتاپ، نرم‌افزار و وبسایت، امکان انتخاب انواع سفارشات (سفارش محدود^{۱۷}، سفارش متوقف شونده^{۱۸} و ...)، سایر امکانات مانند (امکانات سفارش‌گذاری برای اجرا در آینده، سفارشی کردن نمودار قیمت، امکان معامله مستقیم از نمودار قیمت).

۸) قابلیت‌های اپلیکیشن موبایل: امروزه با گسترش روزافزون استفاده از موبایل کارگزاری‌ها رو به سمت گسترش برنامه‌های موبایل آورده‌اند. امکانات اپلیکیشن موبایل می‌تواند شامل؛ دسترسی به انواع سفارشات، دسترسی به انواع دسته‌های دارایی، ابزارهای فعال بر روی نمودار باشد.

۹) پشتیبانی از حساب: با وجود توسعه تکنولوژی اما پشتیبانی از حساب هنگام بروز مشکل برای مشتری و راهنمایی وی از معیارهای ارزشیابی کارگزاری‌ها است.

۱۰) امکانات حساب: خدمات پشتیبانی که کارگزاری در اختیار مشتریان قرار می‌دهد، به جز خدمات حوزه معامله‌گری و سرمایه‌گذاری در این بخش قرار می‌گیرد. در این بخش خدمات زیر قابل اشاره است؛ اعتبار بر روی پورتنفوی، امکان وام‌گرفتن بر مبنای سهامی که طولانی‌مدت نگهداری شده‌اند، کسب سود بر روی موجودی نقد پورتنفوی، انتقال وجوه نقد سرمایه‌گذاری نشده به صندوق‌های بازار پول.

۱۱) امنیت: امنیت اطلاعات مشتری در کارگزاری یکی از فاکتورهای مهم در ارزیابی عملکرد آن‌ها است. در این رابطه ویژگی‌هایی مانند؛ احراز هویت دومرحله‌ای جهت ورود به سیستم، ورود بیومتریک (با اثر انگشت)، عدم درز اطلاعات گذشته، می‌توان اشاره کرد.

۴.۱۳. حرکت کارگزاری‌ها به سمت مسیرهای جایگزین درآمدی

همانطور که پیش‌تر اشاره شد، کارگزاری‌ها امروزه کارمزد معاملات ابزارهای مالی را کاهش داده و از مسیرهای دیگری در حال

درآمدزایی هستند. در جدول زیر محل های درآمدی بجز کارمزد که برای کارگزاری ها وجود دارد، به صورت خلاصه اشاره شده است؛

جدول ۲ - مسیرهای جایگزین درآمدی برای کارگزاری ها

ردیف	نوع درآمد	توضیح
۱	پرداخت به ازای جریان سفارش	برخی از کارگزاران با پذیرش پرداخت هایی از بازارگردانان برای هدایت سفارش های سهام و اختیار معامله به آنها، کسب می کنند.
۲	قرض دادن اوراق بهادار	کارگزاری ها با اجازه مشتری سهام را برای فروش استقراضی، قرض می دهند. درآمد قرض دادن ورقه بهادار بین مشتری و کارگزاری تقسیم می شود.
۳	رشد قیمتی	رشد قیمتی به زمانی گفته می شود که دارایی به قیمتی بهتر از قیمتی که فرد سفارش گذاشته، اجرا شود. کارگزار مقداری از سودی که برای مشتری از بابت رشد قیمتی حاصل شده است را اخذ می کند.
۴	هزینه عدم فعالیت	در صورتی که فرد در دوره مشخصی کم تر از حداقل مشخص شده خرید و یا فروش انجام دهد، کارگزار از وی هزینه عدم فعالیت دریافت می کند.
۵	کارمزد ارتقای حساب	برخی از کارگزاری ها جهت ارتقای حساب مشتری و ارائه خدمات بیش تری به مشتریان نظیر معاملات اعتباری، دسترسی به مقالات تحقیقاتی و ... از مشتریان هزینه دریافت می کنند.
۶	بهره بر روی مانده وجه نقد	برخی از کارگزاری از اختلاف بین سودی که به مانده وجه نقد در حساب مشتری می پردازند و سود واقعی که حاصل می شود، درآمد کسب می کنند.
۷	سرمایه گذاری وجوه بلا استفاده مشتریان در بانک	کارگزار وجوه بلااستفاده مشتری که در حساب وی قرارداد، در بانک سرمایه گذاری می کند.

منابع

- آذر، عادل، صالح آبادی، علی، تاجمیر ریاحی، حامد. (۱۳۹۱). بررسی کارایی شرکت های کارگزاری بر اساس معیارهای عملکرد حرفه ای) رویکرد (DEA فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۵(۱۹)، ۸۵-۱۰۳.
- اعتصامی، سید امیر حسین (۱۳۹۹)، آسیب شناسی خرید اعتباری سهام، مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- تقی پور، بهرام، خوئینی، غفوره، سهرابی، لیلا. (۱۳۹۸). ابعاد فراملی فعالیت شرکتهای کارگزاری در نظام حقوقی ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۲(۴۸)، ۳۹-۵۶. doi: ۱۰,۲۲۰۳۴,۱۲۶۷/jse.۱۰,۲۲۰۳۴,۱۱۰۰۳,۲۰۲۰
- حامدی، میثم؛ منزوی، طاهره؛ نحیفی، شادی؛ حملدار، منیره؛ امین زاده، سید محمد (۱۳۹۹)، بررسی مفهوم و مصادیق تضاد منافع در بازار سرمایه و پیشنهاد مقررات لازم، مرکز پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار.
- حسین زاده، مصطفی، وهاب زاده، شادان، عباسی نامی، حامد، مهرانی، هرمز، شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۴۰۱). طراحی الگوی بازاریابی دیجیتال در حوزه بازار سرمایه با استفاده از رویکرد ترکیبی (مورد مطالعه شرکت های کارگزاری بورس). فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۵(۵۸)، ۲۶۰-۲۴۱. doi: ۱۰,۲۲۰۳۴,۱۹۶۰/jse.۱۰,۲۲۰۳۴,۱۱۹۳۸,۲۰۲۲
- دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۹)، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- دستورالعمل صدور مجوز تأسیس و فعالیت کارگزاری (۱۴۰۰)، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- دستورالعمل فروش تعهدی اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران (۱۳۹۸)، هیئت مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار.
- سقف نرخ کارمزدها و خدمات در بازار سرمایه ایران، ۱۳۹۹، اداره نظارت بر بورس ها.

۱۰. قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، ۱۳۸۴، مجلس شورای اسلامی .
۱۱. مصوبات کمیته تخصصی فقهی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۴۰۱، تهران: انتشارات بورس.
۱۲. معصومی خانقاه، قادر، فرجی‌نیا، ابولقاسم، میرزایی، منوچهر. (۱۳۹۳). ارزیابی کارایی و رتبه‌بندی کارگزاران فعال در بورس کالای ایران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۷(۲۷)، ۳-۲۷.
13. ICSA Emerging Markets Committee (2019), Comparison of Key Statistics in Securities Markets across Jurisdictions.
14. <https://www.investopedia.com/broker-ranking-methodology-4587135>
15. <https://www.hamshahrionline.ir/news/712341>
16. <https://www.investopedia.com/etoro-review-6741360>

پی نوشت:

- ¹ Front office
- ² Back office
- ³ Short sell
- ⁴ Limit order
- ⁵ Market order
- ⁶ Stop Order
- ⁷ stop limit order
- ⁸ Stop loss order
- ⁹ Market to limit order
- ¹⁰ Market on opening order
- ¹¹ Day
- ¹² Session
- ¹³ Good Till Cancel
- ¹⁴ Good Till Date
- ¹⁵ Sliding Validity
- ¹⁶ Watch list
- ¹⁷ Limit order
- ¹⁸ Stop order