



## تفاوت مشاوران سرمایه‌گذاری و کارگزاران بین‌المللی



فهمیه روحی علییeva  
پژوهشگر مرکز مالی ایران

خودشان به انجام تحقیقات سرمایه‌گذاریشان می‌پردازند.

نمایندگان ثبت یا کارشناسان فروش اوراق بهادار که با عناوین مشاور مالی و مشاور سرمایه‌گذاری نیز شناخته می‌شوند، فروشندگان اوراق بهادار هستند و نوع محصولی که می‌فروشند به مجوزی که آنها در اختیار دارند بستگی دارد. به عنوان مثال برخی از آنها تنها به فروش واحدهای صندوق‌های مشترک پرداخته و برخی دیگر طیف گسترده‌تری از اوراق را به فروش می‌رسانند. پیشنهاد یک کارشناس فروش مبنی بر خرید یک اوراق مشخص باید بر مبنای فاکتورهای مختلفی مانند درآمد، پرتفولیو، وضعیت مالی عمومی، ریسک‌پذیری و سایر اهداف سرمایه‌گذاری اظهار شده توسط شخص خریدار باشد.

### قوانین و استانداردهای حاکم بر کارگزاران

کارگزاران معمولاً از قوانین سازگانه پیروی می‌کنند. این قوانین ایجاب می‌کند که پیشنهادهای ارائه شده توسط آنها با نیازهای مالی مشتریان منطبق باشد. اما این قوانین استانداردهای مربوط به تضاد منافع یا الزاماتی در خصوص در الویت قرار دادن منافع مشتریان را شامل نمی‌شود. در حقیقت کارگزاران وظیفه دارند تا مناسب‌ترین محصول را به مشتریان پیشنهاد کنند. برای مثال یک کارگزار نباید محصولات سرمایه‌گذاری پرریسک را به شخصی که درآمد ثابت پایینی دارد پیشنهاد کند اگرچه او مسولیتی در قبال ارائه بهترین مشاوره و پیشنهاد نیز ندارد و چنانچه دو محصول تقریباً مشابه وجود داشته باشند، در عمل کارگزار محصولی را پیشنهاد می‌کند که بابت آن بیشترین حق کمیسیون عاید او شود. بسیاری معتقدند که قوانین حاکم، زمینه را برای ظهور تعارض میان مشتری‌ها و کارگزاران فراهم می‌کند. یکی از مهمترین اختلافات در خصوص حق کمیسیون پرداخت شده به کارگزار برای مدیریت سرمایه‌های صندوق‌های شرکت است. کارگزاران بین‌المللی باید عضو آژانس قانون‌گذاری صنعت مالی (FINRA) باشند.

### مشاوران سرمایه‌گذاری

• چه کسانی هستند؟ بسیاری از بانک‌ها، شرکت‌های مالی و کارگزاران بورس وارد حوزه ارائه خدمات مشاوره‌ای سرمایه‌گذاری به مشتریان شده‌اند. همچنین بسیاری از آنها از این خدمات به عنوان وسیله‌ای برای جذب مشتریان بالقوه استفاده می‌کنند.

بسیاری از افراد جامعه از تخصص و اعتماد به نفس کافی برای اتخاذ تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری در حوزه بازار سرمایه و مالی، برخوردار نیستند؛ این در حالی است که طیف گسترده‌ای از متخصصان و افراد حرفه‌ای برای ارائه خدمات مالی و سرمایه‌گذاری وجود دارند. البته با توجه به گستردگی و تنوع این‌گونه مشاغل ممکن است پیچیدگی‌ها و چالش‌هایی در زمینه شناسایی نقش و وظایف این مشاغل به‌وجود آید. مهمترین این مشاغل، کارگزاران و مشاوران سرمایه‌گذاری هستند. کارگزار شخص یا سازمانی است که دارای مجوز قانونی برای فروش اوراق بهادار است. در مقابل مشاوران سرمایه‌گذاری نمی‌توانند به فروش اوراق بهادار بپردازند و به ارائه مشاوره به مشتریان برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار می‌پردازند. به‌علاوه یک کارگزار معمولاً بر اساس هر معامله خرید و یا فروش حق کمیسیون دریافت می‌کند، در حالی که درآمد مشاوران سرمایه‌گذاری بر اساس ارائه خدمات مشاوره‌ای هستند. برای پی بردن به اینکه کدام گروه از این شرکت‌ها برای افراد مناسب هستند آشنایی با نقش و وظایف آنها بسیار حائز اهمیت است.

### کارگزاران

• چه کسانی هستند؟ اگرچه از نظر بیشتر مردم، کارگزار کسی است که وظیفه انجام معاملات سهام را بر عهده دارد؛ اما تعریف حقوقی آن اندکی متفاوت است. در حقیقت، کارگزار شخص یا سازمانی است که وظیفه خرید و فروش اوراق بهادار - سهام، اوراق قرضه، صندوق‌های مشترک و سایر محصولات سرمایه‌گذاری را - از طرف مشتریان بر عهده دارد. افرادی که در کارگزاری‌ها کار می‌کنند یا همان نیروهای فروش که مردم آنها را با عنوان کارگزار می‌شناسند از نظر تخصصی نمایندگان ثبت هستند.

• چه خدماتی ارائه می‌کنند؟ کارگزاران از نظر نوع خدماتی که ارائه می‌دهند دارای طیف گسترده‌ای هستند اما به طور کلی در دو دسته اصلی قرار می‌گیرند: شرکت‌های کارگزاری خدمات کامل و شرکت‌های کارگزاری با تخفیف. شرکت‌های کارگزاری خدمات کامل اغلب بهای بیشتری را بابت انجام معاملات دریافت می‌کنند، اما به دلیل بخش تحقیقاتی گسترده‌تری که دارند در ارائه پیشنهادات به مشتریان به صورت فعال‌تر عمل کرده و توانایی اداره هرگونه معامله مالی را داشته و به ارائه انواع برنامه‌ریزی‌ها و خدمات سرمایه‌گذاری می‌پردازند. شرکت‌های کارگزاری با تخفیف معمولاً ارزان‌تر هستند و افراد،

مشتریان را نسبت به منافع خود در الویت قرار دهند. همچنین این قوانین بر افشای تعارضات احتمالی تاکید می‌کنند. شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری باید در کمیسیون ارز و اوراق بهادار (SEC) به ثبت رسیده باشند.

### مقایسه کسب و کار کارگزاران مشاوران سرمایه‌گذاری بر اساس گزارش RAND

شرکت RAND به درخواست کمیسیون ارز و اوراق بهادار، بر اساس داده‌های واقعی، گزارشی مقایسه‌ای از وضعیت جاری شرکت‌های کارگزاری و مشاوران سرمایه‌گذاری انجام داده است. علت اصلی درخواست کمیسیون ارز و اوراق بهادار برای انجام این تحقیق عدم شفافیت‌های موجود میان نقش‌ها و وظایف شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها بود. این گزارش با هدف پاسخ دهی به دو سوال زیر انجام شد:

- فعالیت‌های تجاری جاری کدام است؟
- آیا سرمایه‌گذاران از تفاوت‌های میان کارگزاران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری آگاه‌اند؟
- نتایج این مطالعه به شرح زیر است:
- بیشتر سرمایه‌گذاران به دلیل تنوع و پیچیدگی‌های روابط میان شرکت‌های ارائه دهنده خدمات مالی و سرمایه‌گذاری از تشخیص تفاوت‌های میان کارگزاران و شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری عاجزند. این عدم تشخیص منحصر به سرمایه‌گذاران نبوده و حتی بسیاری از شرکت‌های فعال در بازار سرمایه نیز به دلیل نوع تبلیغات صورت گرفته دارای مشکلاتی در تشخیص این تفاوت‌ها هستند. در حقیقت بسیاری از شرکت‌های ارائه دهنده خدمات مالی در تبلیغات خود مدعی آن هستند که همه نوع خدمات مالی را ارائه می‌دهند در صورتی که حقیقت غیر از این است.

• همچنین نتایج حاکی از آن است که تنها تعداد اندکی از مشاوران سرمایه‌گذاری و کارگزاران، شرکت‌های بزرگی هستند که به ارائه طیف وسیعی از خدمات مالی می‌پردازند. به علاوه در سال‌های اخیر تعداد شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری افزایش و تعداد شرکت‌های کارگزاری کاهش یافته است و تعداد شرکت‌هایی که هر دو کاربری مشاوره سرمایه‌گذاری و کارگزاری را داشته‌اند تقریباً ثابت مانده است (با افزایش نسبی درصد شرکت‌های کارگزاری که خواهان ارائه خدمات مشاوره‌ای هستند و کاهش نسبی درصد شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری که هر دو کاربری را داشته‌اند).

• همچنین نتایج مطالعه RAND بی‌ثباتی‌های بسیاری را در اطلاعات افشا شده توسط مشاوران سرمایه‌گذاری و کارگزاری‌ها نشان داد. برداشت اصلی از این ناهمگونی‌ها و بی‌ثباتی‌ها این است که نحوه گزارش‌دهی فعالیت‌ها و خدمات مالی برای بسیاری از متخصصان ارائه‌دهندگان این خدمات نیز گیج‌کننده است.

• منابع مقاله در دفتر ماهنامه بورس موجود است

• چه خدماتی ارائه می‌کنند؟ شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی هستند که به سرمایه‌گذاران در برنامه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدتشان کمک می‌کنند و برخلاف کارگزاران به صورت عمیق تری درگیر تدوین استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مشتریان بوده و به آنها در رسیدن به اهداف و نیازهایشان کمک می‌کنند. خدمات شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری به دو صورت کلی امانی و غیر امانی است. در حالت امانی، شرکت مشاوره سرمایه‌گذاری بر مبنای اهداف سرمایه‌گذار و تحمل ریسک او به اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازد و در حالت غیر امانی به ارائه پیشنهاد و راهکارهای سرمایه‌گذاری پرداخته و این مشتری است که تصمیم نهایی را در خصوص سرمایه‌گذاری می‌گیرد.

### خدمات مشاوران سرمایه‌گذاری

• **انتخاب مدیر سرمایه‌گذاری:** پیدا کردن مدیران سرمایه‌گذاری شایسته یکی از مهمترین خدمات ارائه شده توسط شرکت‌های مشاور سرمایه‌گذاری است. معمولاً این شرکت‌ها پایگاه داده‌ای گسترده‌ای را از شرکت‌های حرفه‌ای مدیریت سرمایه که محصولات سرمایه‌های مختلفی را تحت پوشش قرار می‌دهند در اختیار دارند. این پایگاه داده‌ای همچنین امکان انجام مقایسه‌ها را بین شرکت‌های هم‌تراز برای انجام فعالیت‌های ارزیابی فراهم می‌کند.

• **ارزیابی عملکرد:** مشاوران سرمایه‌گذاری، گزارش‌های تخصصی را برای کمک به مشتریان در انجام ارزیابی سبدهای سرمایه‌گذاری‌شان فراهم می‌کنند. این گزارش‌ها شامل ارزیابی‌های کمی و کیفی از عملکرد برنامه‌ها با استفاده از الگوبرداری‌های مبتنی بر شاخص بازار و اهداف و سیاست‌های خاص مشتریان است. این گزارش‌ها همچنین تحلیل‌های کیفی نتایج و راهکارهای مربوطه را شامل می‌شود.

• **مشاوره مدیریت سرمایه‌گذاری:** حامیان مالی طرح‌ها که به مدیریت طرح‌ها و برنامه‌ها می‌پردازند دارای نیازهای مشخصی در زمینه کنترل و حسابرسی داخلی، مستندسازی روندها و سیاست‌ها و حمایت‌های فناوری است. شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری دارای تخصص لازم در زمینه این الزامات خاص هستند.

### • مطالعات مربوط به تخصیص سرمایه و دارایی‌ها:

در مطالعات مربوط به تخصیص دارایی‌ها و سرمایه، جایگزین‌های ساختار سرمایه، به منظور ارزیابی احتمال دسترسی به اهداف در محدوده ریسک قابل قبول مورد بررسی قرار می‌گیرند. مشاوران سرمایه‌گذاری معمولاً از اصول مرز کارآمد برای ارزیابی ریسک و بازگشت سرمایه‌ی طیف گسترده‌ای از سرمایه‌ها استفاده می‌کنند. این مدل‌ها به مشتریان اجازه می‌دهد تا احتمال نتایج آینده را بر اساس استراتژی‌های تخصیص مختلف مورد بررسی قرار دهند.

• **قوانین و استانداردهای حاکم بر مشاوران سرمایه‌گذاری:** شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری معمولاً از استانداردها و قوانین امانتی پیروی می‌کنند. این قوانین ایجاب می‌کند که این شرکت‌ها به نفع مشتریان فعالیت کنند و منافع



بیشتر سرمایه‌گذاران به دلیل تنوع و پیچیدگی‌های روابط میان شرکت‌های ارائه دهنده خدمات مالی و سرمایه‌گذاری از تشخیص تفاوت‌های میان کارگزاران و شرکت‌های مشاوره سرمایه‌گذاری عاجزند. این عدم تشخیص منحصر به سرمایه‌گذاران نبوده و حتی بسیاری از شرکت‌های فعال در بازار سرمایه نیز به دلیل نوع تبلیغات صورت گرفته دارای مشکلاتی در تشخیص این تفاوت‌ها هستند.



نام نهاد	سازمان ناظر	قوانین حاکم	درآمد	الزام برای در الویت قرار دادن منافع مشتریان	الزام برای افشای تعارضات میان منافع
مشاور سرمایه‌گذاری	کمیسیون ارز و اوراق بهادار	قوانین امانتی	دریافت حق مشاوره	بلی	بلی
کارگزاران	آژانس قانون‌گذاری صنعت مالی	قوانین سازگاران	دریافت حق کمیسیون معاملات خرید و فروش	خیر	خیر

Jania Stout (۲۰۱۲), Fiduciary vs. Suitability: Investment Advisors vs. Brokers