

اثر انواع سفارش گذاری بر تعلیق عقد و معلوم بودن عوضین در معاملات فارکس، در پرتو جایگاه حقوقی کارگزاران

علی مظلومی • دانشجوی دکتری حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.
mazloomi@mail.um.ac.ir

سعید محسنی • دانشیار، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.
s-mohseni@um.ac.ir (نویسنده مسئول)

سید محمد مهدی قبولی درافشان • استاد، گروه حقوق خصوصی، دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران.
ghaboli@um.ac.ir

چکیده

با گسترش معاملات برخط در بازار فارکس، مسئله تأثیر سفارش گذاری‌های برخط بر اعتبار معاملات این بازار از جهت ایجاد شبهه تعلیق انشای عقد و نیز جهل به عوض در زمان سفارش گذاری، نیازمند تحلیل دقیق است. پژوهش حاضر با روش توصیفی تحلیلی و با تکیه بر منابع کتابخانه‌ای و بررسی قراردادهای و رویه اجرایی شماری از کارگزاران بین‌المللی، در پی پاسخ به سه پرسش محوری است: ماهیت حقوقی سفارش‌ها با توجه به نقش کارگزار چیست؟ انواع سفارش گذاری چه تأثیری بر تعلیق یا تنجیز عقد دارد؟ و در نهایت، آیا نوسانات قیمت و فاصله زمانی میان ارسال و اجرای سفارش، با شرط معلوم بودن عوضین در حقوق ایران سازگار است؟ این نوشتار، اعتبار این معاملات را صرفاً از بُعد این دو شبهه بررسی می‌کند و ناظر به اعتبار کلی معاملات فارکس از دیگر ابعاد نمی‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد که تفکیک میان مدل‌های کارگزاری، نقشی تعیین‌کننده دارد. در برخی مدل‌ها، سفارش‌ها نه موجب تعلیق عقد، بلکه در قالب تعیین‌کننده حدود اختیار نماینده قابل تحلیل است؛ در برخی مدل‌ها نیز به نظر می‌رسد چالش تعلیق با تحلیل سفارش‌های شرطی به عنوان «ایجاب معلق» مرتفع می‌شود، و جهل به عوضین نیز از طریق پذیرش قابلیت تعیین قیمت بر مبنای ضابطه عینی «بهترین قیمت جاری بازار در زمان اجرای سفارش» قابل رفع می‌نماید. در وضعیت بسته شدن اجباری موقعیت‌های معاملاتی نیز، به نظر می‌رسد که هر دو شبهه بنا به نظریه وکالت کارگزار در معامله با خود، رفع شدنی است. اگرچه به دلیل کثرت قابل توجه کارگزاران، امکان مطالعه قراردادهای همه کارگزاران میسر نیست، اما نتایج به دست آمده، در خصوص کارگزاری که تحت چارچوب مقررات نظارتی از مدل‌های مشابه یا ترکیبی از آن‌ها استفاده می‌کنند، می‌تواند قابل تعمیم باشد.

واژگان کلیدی: بازار فارکس، سفارش گذاری برخط، تعلیق عقد، جهل به عوضین، عقد معلق، عقد منجز.



مقدمه

با گسترش فناوری‌های ارتباطی و توسعه بسترهای الکترونیکی، ساختار سنتی بازارهای مالی دستخوش تحولات گسترده‌ای شده است. از مهم‌ترین جلوه‌های این تحول، شکل‌گیری و توسعه بازارهای مالی برخط، به‌ویژه بازار فارکس یا بازار جهانی تبادل ارز کشورها است که امروزه به‌عنوان بزرگ‌ترین بازار مالی جهان شناخته می‌شود. در این بازار، معاملات نه از طریق حضور فیزیکی طرفین، بلکه از طریق سامانه‌های الکترونیکی و با استفاده از نرم‌افزارهای معاملاتی برخط انجام می‌گیرد. الکترونیکی شدن معاملات موجب شده که اشخاص از سراسر جهان، بدون نیاز به حضور در نهادهای مالی سنتی و حتی با سرمایه‌های اندک، امکان ورود به بازار و انجام معاملات را پیدا کنند. در این میان، کارگزاران برخط نقش محوری در اتصال معامله‌گران خرد به بازارهای بین‌المللی ایفا می‌کنند و عملاً تمامی فرایند ثبت، انتقال و اجرای سفارش‌ها از طریق زیرساخت‌های فراهم‌شده توسط آنان صورت می‌پذیرد. از این رو، واکاوی بسیاری از ابعاد حقوقی معاملات فارکس بدون بررسی جایگاه و نقش حقوقی کارگزاران برخط امکان‌پذیر نیست.

در ایران فعالیت در بازار فارکس از جانب برخی نهادها مثل بانک مرکزی و سازمان بورس اوراق بهادار غیرمجاز اعلام شده است. در تبیین این رویکرد برخی عوامل از جمله خروج سرمایه از کشور، عدم سرمایه‌گذاری مولد و تمایل به مصرف‌گرایی که بر خلاف مصلحت نظام اسلامی هستند به‌عنوان دلایل اقتصادی این ممنوعیت آورده شده‌اند (ترابی و الهام، ۱۴۰۳، ص ۴۸۶؛ نوری، سالارزائی، مختاری افراکتی، ۱۳۹۸، ص ۹۲). با این حال، صرف‌نظر از ملاحظات اقتصادی و سیاست‌گذاری، بررسی حقوقی اعتبار معاملات و سازوکارهای اجرایی این بازار از حیث انطباق با مقررات حاکم در نظام حقوقی ایران به ویژه قواعد عمومی قراردادها و نیز عدم مخالفت با قواعد آمره ناظر بر معاملات لازم است. لذا اعتبار این معاملات از منظر حقوق ایران از جهات مختلف قابل بررسی است؛ لکن صرف‌نظر از جنبه‌های دیگر که هر کدام باید جداگانه مورد پژوهش قرار گیرد، هدف این مقاله، بدون قصد نتیجه‌گیری کلی درباره اعتبار این معاملات از منظر حقوق ایران، صرفاً بررسی تأثیر انواع روش‌های سفارش‌گذاری برخط بر اعتبار حقوقی معاملات بازار فارکس، با تکیه بر قواعد عمومی قراردادها در حقوق ایران است. همچنین، از آنجا که موضوع این نوشتار صرفاً بررسی کیفیت انشای قرارداد از حیث تنجیز و تعلیق عقد و نیز وضعیت معلوم بودن عوضین است، تحلیل مسائل مذکور مستلزم تعیین ماهیت نهایی رابطه قراردادی در قالب بیع، معاوضه، قرارداد مشتقه یا قرارداد خصوصی نیست و سایر جهات مؤثر بر ماهیت و اعتبار کلی معاملات، خارج از قلمرو پژوهش است. بر این اساس، برخی اصطلاحات به‌کاررفته در این نوشتار از جمله

«خرید»، «فروش» و «ثمن»، به لحاظ رواج آن‌ها در ادبیات معاملات مالی و برای تقریب به ذهن به‌کار رفته‌اند و استعمال آن‌ها متضمن پذیرش ماهیت بیع برای معاملات مورد بحث نیست. پژوهش حاضر در راستای هدف خود در پی پاسخ به سه مسئله محوری است: نخست، با توجه به جایگاه حقوقی متفاوت کارگزاران برخط، ارسال سفارش از سوی معامله‌گران چه ماهیت حقوقی پیدا می‌کند؟ دوم، با عنایت به این‌که معامله‌گران برای انعقاد معاملات، شروط و قیود خاصی مانند تعیین قیمت مطلوب برای ورود و خروج به موقعیت معاملاتی را در نظر می‌گیرند، انواع سفارش‌گذاری چه تأثیری بر تعلیق یا تنجیز عقد دارد؟ و سوم، با توجه به نوسانات شدید بازارهای مالی دنیا و فاصله زمانی هرچند کوتاه میان ارسال سفارش و اجرای آن، قیمت نهایی معامله ممکن است با قیمت مورد انتظار معامله‌گر تفاوت داشته باشد؛ حال آیا شرط معلوم بودن عوضین، به‌ویژه ثمن معامله، در این نوع معاملات رعایت می‌شود یا خیر؟ ویژگی‌های فنی معاملات برخط فارکس و سازوکار اجرایی آن، بازخوانی مسئله تعلیق عقد و لزوم معلوم بودن عوضین که از مباحث اساسی حقوق قراردادها در ایران است را در بستر نوین این معاملات بایسته نموده است. بر این اساس، ساختار این نوشتار در سه بخش اصلی سامان یافته است: بخش نخست به معرفی انواع سفارش‌گذاری در معاملات فارکس اختصاص دارد. بخش دوم به تحلیل مدل کارگزاران ای‌بوک^۱ و زیرشاخه‌های آن می‌پردازد و ماهیت حقوقی سفارش‌گذاری را تبیین می‌کند. بخش سوم مدل کارگزاران بی‌بوک^۲ را با تأکید بر چالش‌های تعلیق عقد و جهل به عوض بررسی نموده و در پایان، نتیجه‌گیری جامع از یافته‌ها ارائه خواهد شد.

پیشینه پژوهش: در پیشینه پژوهش، بخش قابل توجهی از مطالعات موجود درباره فارکس، یا معطوف به مشروعیت کلی این بازار و معاملات آن بوده‌اند که عمدتاً بدون ورود به جزئیات و سازوکار اجرایی و فنی این معاملات بوده و یا صرفاً به تحلیل اقتصادی و مالی سازوکارهای معاملاتی پرداخته‌اند (ترابی و الهام، ۱۴۰۳؛ حاجی غیاثی فرد، نیکومرام، ۱۳۹۸؛ خاتمی سبزواری، ظهیری، عندلیبی، ۱۴۰۲؛ نوری، سالارزائی، مختاری افراکتی، ۱۳۹۸). با این حال، پژوهش‌هایی که هم‌پوشانی موضوعی کامل با نوشتار حاضر داشته باشد و مستقیماً به تأثیر روش‌های سفارش‌گذاری برخط بر اعتبار حقوقی معاملات فارکس از منظر قواعد عمومی قراردادها در ایران پرداخته باشد، دیده نشد. با وجود این، می‌توان آثاری را نام برد که از حیث موضوع، نزدیک و قابل قیاس با پژوهش حاضر به‌شمار می‌روند و بررسی آن‌ها می‌تواند افق روشنی از نوآوری این

1. A-book

2. B-book

مقاله ترسیم کند. برای نمونه، صادقی و قدیمی (۱۴۰۰) در مقاله «مرتب‌ه حقوقی سفارش خرید و فروش در سامانه معاملات اوراق بهادار» که معطوف به بازار رسمی اوراق بهادار ایران است، ماهیت حقوقی سفارش را بر مبنای رابطه نیابتی مرسوم در بورس تحلیل کرده‌اند؛ حال آنکه قلمرو موضوعی نوشتار حاضر معاملات فارکس در بستر کارگزاران برخط است که فاقد ساختار متمرکز بورس و نهاد ناظر مشابه بوده و کارگزاران در آن بر اساس دو مدل متفاوت ای‌بوک و بی‌بوک فعالیت می‌کنند. به‌علاوه، مقاله یادشده در بررسی خود تفکیکی میان انواع سفارش‌گذاری قائل نشده، در حالی که هریک از انواع سفارش‌گذاری ممکن است مسائل و چالش‌های حقوقی خاص خود را در پی داشته باشد که نیازمند تحلیل مستقل است. برارپور (۱۳۹۷) در رساله «تحلیل مبانی فقهی و حقوقی فارکس» تعاریف کلی از انواع کارگزاران فارکس و نیز انواع سفارش‌گذاری ارائه کرده است. با این حال، در آن پژوهش، ماهیت حقوقی عملکرد هریک از این کارگزاران و نیز تأثیرات سفارش‌گذاری در انعقاد و اعتبار معاملات مورد بررسی قرار نگرفته است. شهیدی و جعفری خسروآبادی (۱۳۹۶) در مقاله «ماهیت فقهی-حقوقی عمل کارگزاری در معاملات بورسی»، امیریان (۱۳۹۱) در پایان‌نامه «جنبه‌های حقوقی نقش کارگزار در معاملات بورس اوراق بهادار» و سمیعی (۱۳۹۰) در پایان‌نامه «بررسی رابطه حقوقی کارگزار و مشتری (اصیل) در بازار بورس اوراق بهادار» نیز بدون ورود به بحث سفارش‌گذاری و تأثیر جایگاه حقوقی کارگزاران در وضعیت حقوقی سفارش‌گذاری، صرفاً به تحلیل رابطه حقوقی کارگزار و مشتری در بازارهای متشکل پرداخته‌اند. در عرصه خارجی نیز ایزلی، واگنر و وبر (Iseli, Wagner & Weber, 2007) به‌طور مشخص به تمایز میان سفارش بازار و سفارش معلق در نظام حقوقی اروپا پرداخته‌اند. در نظام‌های حقوقی اروپا، دستورالعمل بازار در ابزارهای مالی^۱ عوامل مؤثر در بهترین اجرا از جمله قیمت، هزینه، سرعت و احتمال اجرا را تعیین کرده است. نامبردگان نیز میان انواع کارگزاران در بازارهای سازمان‌یافته تفکیک قائل شده، اما این تفکیک به‌عنوان یک متغیر مستقل در تحلیل حقوقی لحاظ نشده و نتیجه پژوهش بدون در نظر گرفتن تأثیر مدل کارگزاری بر ماهیت سفارش‌گذاری به‌دست آمده است. علاوه بر این، این پژوهش عمدتاً ناظر به الزامات نظارتی و حمایت از سرمایه‌گذار است و تحلیل ماهیت حقوقی سفارش‌گذاری و چالش‌های مربوط به تعلیق عقد و جهل به عوض در چارچوب فقه و حقوق ایران به‌طور مستقل نیازمند بررسی است.

1. Markets in Financial Instruments Directive-MiFID

روش پژوهش: پژوهش حاضر از نوع کیفی و با روش توصیفی - تحلیلی انجام شده است. در این تحقیق برای گردآوری داده‌ها از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و منابع متعددی شامل قوانین و مقررات داخلی، متون فقهی معتبر، آثار حقوقی، اسناد و دستورالعمل‌های بین‌المللی مرتبط با معاملات مالی برخط مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین، برای تبیین سازوکار فنی و قراردادی سفارش‌گذاری و اجرای معاملات، قراردادهای و شرایط معاملاتی تعدادی از کارگزاران بین‌المللی فعال در بازار خرده‌فروشی فارکس و سکویهای معاملاتی برخط، از جمله متاتریدر^۱ بررسی شده است. با توجه به تعداد بسیار زیاد کارگزاران و عدم امکان بررسی قراردادهای همه آنها، از هر مدل مورد مطالعه، تعدادی کارگزار به صورت هدفمند و بر اساس امکان دسترسی به متن کامل قرارداد انتخاب و مفاد قرارداد و نحوه اجرای سفارش‌های آنان بررسی شده است. با توجه به قراردادن فعالیتهای کارگزاران در چارچوب مقررات نهادهای ناظر، یافته‌های حاصل برای تبیین الگوهای قراردادی و عملیاتی کارگزارانی که مدل مشابه را به کار می‌برند قابل استفاده است.

۱. انواع سفارش‌گذاری

سفارش‌گذاری در معامله‌گری، نقش کلیدی در ورود، خروج و مدیریت موقعیتهای معاملاتی دارد. معامله‌گر با ثبت سفارش، در اولین مرحله درخواست خود مبنی بر انجام یک معامله خرید یا فروش را به کارگزار یا صراف اعلام می‌کند. آشنایی با انواع این سفارش‌ها، از نظر حقوق از آن جهت واجد اهمیت است که هریک از این دستورات، می‌تواند ماهیت حقوقی متفاوتی داشته و منشأ تعهدات، مسئولیت‌ها و حتی اختلافات بین کاربر و کارگزار یا صرافی قرار گیرند.

سفارش‌ها در یک تقسیم‌بندی به دو دسته اصلی تقسیم می‌شود؛ سفارش بازار برای اجرای فوری و سفارش معلق که اجرا را به شرایط آتی موکول می‌کند.

۱.۱. سفارش بازار^۲

سفارش بازار ساده‌ترین نوع سفارش است که در آن، درخواست خرید یا فروش یک دارایی به بهترین قیمت موجود در بازار^۳ ثبت و سپس سفارش اجرا می‌شود. ماهیت فوری این سفارش، اولویت را به سرعت اجرا می‌دهد و نه به قیمت دقیق اجرا (Cartea & Sánchez-Betancourt, 2021, p. 254). به عبارت دیگر، هدف از این سفارش ورود یا خروج فوری از یک موقعیت

1. Meta Trader

2. Market Order

۳. با توجه به ساختار غیرمتمرکز بازار فارکس، منظور از «بهترین قیمت بازار» یا «بهترین قیمت جاری بازار» در این نوشتار، لزوماً یک قیمت واحد و یکسان در سراسر بازار نیست، بلکه بهترین قیمتی است که در چارچوب سازوکار اجرای سفارش و ترتیبات مربوط به کارگزار، برای اجرای سفارش قابل دسترس است.

معاملاتی است. هنگامی که یک سفارش بازار ثبت می‌شود، کارگزار موظف است این دستور را در بهترین قیمت که در آن لحظه در دسترس است، اجرا نماید. به دلیل سرعت بالای نوسانات بازار، ممکن است قیمت نهایی اجرا شده با قیمتی که معامله‌گر در لحظه فشردن دکمه خرید یا فروش مشاهده می‌کرده، تفاوت داشته باشد. این پدیده که به عنوان لغزش قیمت یا اسلیپیج^۱ شناخته می‌شود، از ویژگی‌های ذاتی سفارش‌های بازار محسوب می‌گردد (Loras, 2024, p.18). در مقایسه با سفارش‌های شرطی یا معلق^۲، سفارش بازار یک درخواست واکنشی و برای معامله در اکنون بازار است، در حالی که سفارش‌های شرطی، درخواست‌هایی کنشگرانه برای معامله در آینده و در قیمتی از پیش تعیین شده می‌باشند (MetaQuotes Ltd., n.d).

۲.۱. سفارش معلق یا شرطی

سفارش معلق که به آن «سفارش شرطی» نیز گفته می‌شود، نوعی دستور معاملاتی است که برای اجرا در آینده و در قیمتی مشخص، از پیش ثبت می‌شود. برخلاف سفارش بازار که برای اجرای فوری طراحی شده، سفارش‌های معلق به معامله‌گر این امکان را می‌دهد تا استراتژی خود را بدون نیاز به نظارت دائمی بر بازار پیاده‌سازی کند. در این نوع سفارش، معامله‌گر قیمت و شرایطی را که مدنظر دارد، تعیین می‌کند و سفارش تنها زمانی اجرا می‌شود که شرایط تعیین شده محقق گردد.

سفارش‌های معلق برای ورود به موقعیت به چند نوع اصلی تقسیم می‌شوند. سفارش حد خرید^۳ برای خرید در قیمتی پایین‌تر از قیمت فعلی بازار ثبت می‌شود و زمانی استفاده می‌شود که معامله‌گر پیش‌بینی می‌کند بازار از قیمت فعلی پایین‌تر خواهد رفت و از یک محدوده خاص مجدداً افزایش خواهد یافت. در مقابل، سفارش حد فروش^۴ برای فروش در قیمتی بالاتر از قیمت فعلی بازار قرار می‌گیرد و انتظار می‌رود قیمت پس از یک صعود موقت، بازگردد. نوع سوم، سفارش توقف خرید^۵ است؛ این سفارش برای خرید در قیمتی بالاتر از قیمت فعلی بازار تنظیم می‌گردد و اصولاً زمانی مورد استفاده قرار می‌گیرد که معامله‌گر انتظار دارد با عبور قیمت از یک محدوده خاص، روند صعودی ادامه یابد. در نهایت، سفارش توقف فروش^۶ برای فروش در قیمتی پایین‌تر از قیمت فعلی بازار ثبت می‌شود و هدف از آن، ورود به روند نزولی پس از شکسته شدن یک محدوده قیمتی مهم رو به پایین است (MetaQuotes Ltd., n.d).

1. Slippage

2. Pending Orders

3. Buy Limit

4. Sell Limit

5. Buy Stop

6. Sell Stop

برخی سفارش‌های شرطی برای خروج از موقعیت‌های معاملاتی باز به کار می‌روند. مهم‌ترین و پرکاربردترین آن‌ها، «حد ضرر»^۱ و «حد سود»^۲ هستند. حد ضرر سفارشی است که برای بستن خودکار یک موقعیت باز در زمانی که قیمت برخلاف پیش‌بینی معامله‌گر حرکت می‌کند و به یک سطح مشخص از پیش تعیین شده می‌رسد. هدف اصلی از این سفارش، محدود کردن ضرر در هر معامله به یک مقدار قابل قبول و مشخص است. در طرف مقابل، حد سود سفارشی است که موقعیت باز معامله‌گر را زمانی که قیمت به سطح هدف مورد انتظار می‌رسد، به صورت خودکار می‌بندد. تنظیم همزمان این دو سفارش بر روی یک موقعیت باز، به معامله‌گر امکان می‌دهد که «نسبت سود به زیان»^۳ خود را از پیش تعیین کند؛ به این معنا که او از قبل می‌داند به ازای هر واحدی که ریسک می‌کند، چند واحد ظرفیت بالقوه سود دارد.

علاوه بر این دو، نمونه پیشرفته‌تری به نام «حد ضرر متحرک»^۴ وجود دارد که یک ابزار پویا برای قفل کردن سود است. این سفارش، سطح حد ضرر را نه بر اساس یک قیمت ثابت، بلکه بر اساس یک فاصله مشخص از بهترین قیمتی که بازار پس از ورود معامله‌گر به دست آورده است، تعیین می‌کند. با افزایش قیمت به نفع معامله‌گر، این حد ضرر نیز به صورت خودکار به دنبال آن حرکت می‌کند و هنگامی که روند معکوس شده و قیمت به اندازه فاصله تعیین شده افت کند، موقعیت را می‌بندد.

تمامی سفارش‌های شرطی دارای دو قیمت قابل تمایزند؛ Trigger Price یا قیمت فعال‌سازی سفارش و Execution Price یا قیمت اجرای سفارش. Trigger Price قیمتی است که با رسیدن بازار به آن، سفارش از حالت انتظار خارج شده و در همان لحظه معامله منعقد می‌شود؛ بدون اینکه این قیمت، لزوماً قیمت عوضین باشد. Trigger Price صرفاً شرط انعقاد معامله است؛ در حالی که قیمت عوضین بر اساس Execution Price تعیین می‌شود. Execution Price قیمتی است که معامله منعقد شده، نهایتاً بر اساس آن اجرا می‌شود. در واقع این Execution Price است که میزان عوض یا ثمن را تعیین می‌کند. این دو قیمت ممکن است بر اثر نوسانات بازار، گپ قیمتی یا کمبود نقدینگی با یکدیگر متفاوت باشند. البته این تفاوت در برخی سفارش‌ها، به ویژه

1. Stop Loss

2. Take Profit

3. Risk/Reward Ratio

4. Trailing Stop

سفارش‌های توقف، بیشتر مشاهده می‌شود.^۱ لذا می‌توان گفت یک معامله کامل در یک سفارش شرطی این مراحل را طی می‌کند؛ ابتدا مشتری با ثبت سفارش، اراده خود را اعلام می‌کند؛ سپس همزمان با تحقق Trigger Price، یعنی فعال شدن سفارش، معامله منعقد می‌شود و در مرحله بعد تمام حجم سفارش با بهترین Execution Price های در دسترس، اجرا و تکمیل می‌شود.

۲. کارگزار ای بوک

بی‌گمان، بازار تبادل ارزهای خارجی به‌عنوان عظیم‌ترین عرصه مالی جهان برای امکان‌پذیر ساختن مشارکت بازیگران خرد، نیازمند وجود نهادهای واسطه و تسهیل‌گر کارآمد است. در کانون این ساختار پیچیده، کارگزاران فارکس قرار دارند که نقش آنان به‌ویژه در قالب مدل ای‌بوک، از منظر حقوقی شایان تأمل و تحلیل دقیق است. کارگزاران در اجرای سفارش‌ها اساساً از دو مدل عملیاتی اصلی ای‌بوک و بی‌بوک و اغلب ترکیبی^۲ از این‌ها استفاده می‌کنند؛ به طوری که بسته به عوامل مختلف ممکن است بخشی از سفارش‌ها را بر اساس الگوی ای‌بوک و بخشی دیگر را بر اساس الگوی بی‌بوک اجرا کنند. از این‌رو، مقصود از تحلیل جایگاه حقوقی «کارگزار ای‌بوک» یا «کارگزار بی‌بوک» در این نوشتار، اشاره به این دارد که کارگزار هنگام به‌کارگیری هریک از این مدل‌ها چه جایگاه حقوقی دارد و تحلیل نیز بر همین مبنا ارائه می‌شود.

برای درک جایگاه حقوقی کارگزار ای‌بوک، لازم است ابتدا نقش او در بستر اکوسیستم فارکس به‌روشنی ترسیم گردد. بازار فارکس یک بازار فرابورس غیرمتمرکز و بدون سازماندهی رسمی است که در رأس آن، بازار بین‌بانکی متشکل از بانک‌ها و مؤسسات مالی بسیار بزرگ قرار دارد. معامله‌گران خرد و فردی به‌دلیل محدودیت‌های اعتباری، راهی مستقیم به این بازار ندارند؛ از این

^۱ . برای مثال، فرض کنید قیمت فعلی بازار ۹۵ واحد است. معامله‌گر یک سفارش توقف خرید با Trigger Price برابر با ۱۰۰ واحد ثبت می‌کند. از آنجا که این سفارش معمولاً برای ورود به معامله پس از شکست یک ناحیه مهم قیمتی و تأیید آغاز حرکت صعودی استفاده می‌شود، ممکن است پس از رسیدن قیمت بازار به ۱۰۰ واحد، روند صعودی همچنان ادامه یابد و نخستین قیمت قابل معامله ۱۰۳ واحد باشد؛ در این حالت، Trigger Price برابر ۱۰۰ واحد، اما Execution Price برابر ۱۰۳ واحد خواهد بود. در مقابل، اگر قیمت فعلی بازار ۱۰۵ واحد باشد، معامله‌گر می‌تواند یک سفارش حد خرید در قیمت ۱۰۰ واحد ثبت کند. در این نوع سفارش، معامله‌گر انتظار دارد قیمت کاهش یابد و سفارش در سطح تعیین‌شده اجرا شود؛ بنابراین، در صورت وجود نقدینگی کافی، با رسیدن قیمت بازار به ۱۰۰ واحد، اجرای معامله معمولاً در همان محدوده انجام می‌شود. به همین دلیل، هرچند امکان تفاوت میان Trigger Price و Execution Price در سفارش‌های حدی نیز وجود دارد، احتمال بروز این تفاوت در سفارش‌های توقف بیشتر است؛ زیرا در این سفارش‌ها فعال شدن سفارش پس از عبور قیمت از سطح تعیین‌شده و در جریان حرکت بازار در همان جهت اتفاق می‌افتد.

رو، کارگزاران فارکس پل ارتباطی این معامله‌گران با بازار جهانی می‌شوند. آنان با فراهم آوردن پلتفرم‌های معاملاتی، اعطای اعتبار معاملاتی و ارائه خدمات پشتیبانی، بستر فنی لازم برای اجرای سفارش‌های خرید و فروش را مهیا می‌سازند. در میان مدل‌های مختلف فعالیت کارگزاران، برخی از مدل‌های ای‌بوک که با عنوان «کارگزار نماینده»^۱ نیز شناخته می‌شود (Fernando, 2024; Li, J., 2020, p. 1; CFTC, 2017)، به جهت برقراری ارتباط مستقیم با بازار بین‌بانکی از مقبولیت بیشتری برخوردار است. در این مدل، کارگزار به نوعی متصل‌کننده مشتریان خرد به بازار بین‌بانکی است. به این ترتیب که بلافاصله پس از دریافت دستور معاملاتی از مشتری، آن را به تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل کرده و معامله را در بازار اصلی انجام می‌دهد. البته این اقدامی است که کارگزار در نهایت انجام می‌دهد. در عمل، بسیاری از کارگزاران پیش از انتقال سفارش، از سازوکارهایی مانند تجمیع سفارش‌ها^۲، خالص‌سازی^۳ موقعیت یا سایر روش‌های مدیریت ریسک استفاده می‌کنند. با این حال، این اقدامات صرفاً بر نحوه مدیریت و انتقال سفارش‌ها به تأمین‌کنندگان نقدینگی اثر می‌گذارد و تغییری در ماهیت الگوی عملیاتی ای‌بوک ایجاد نمی‌کند؛ زیرا در نهایت، سفارش‌ها یا موقعیت خالص حاصل از آن‌ها برای اجرا به بیرون از کارگزاری و تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌شود. از آنجا که در برخی مدل‌های ای‌بوک، کارگزار خود طرف قرارداد با مشتری محسوب نمی‌شود (eXcentral Ltd, 2021, p. 48; First Prudential Markets, 2021, p. 45; Forex TB Limited, 2020, p. 43 & Hayes, 2024; forman, 2016, p. 10)، مدل‌های دیگر، کارگزار سفارش را به‌طور غیر مستقیم به تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کند، سود او که همان کارمزدها است مستقل از سود یا زیان معامله مشتری بوده و هیچ ارتباط ذاتی با زیان مشتری ندارد. درآمد کارگزاری ای‌بوک معمولاً از طریق یک کارمزد ثابت به‌ازای هر معامله تأمین می‌شود؛ سود کارگزاری به حجم معاملات وابسته است، نه به نتیجه معاملات معامله‌گران. در نتیجه، یک کارگزاری ای‌بوک، تضاد منافع را به حداقل می‌رساند و منافع خود را با منافع معامله‌گر همسو می‌کند. این نوع کارگزاران خود به دو نوع عمده تقسیم می‌شوند.

۱.۲. مدل شبکه ارتباطات الکترونیکی (ای‌سی‌ان)^۴

مدل شبکه ارتباطات الکترونیکی در حقیقت یک کانال یا شبکه الکترونیکی است که کارگزار در آن، به‌طور معمول، نقش متصل‌کننده یا رابط میان مشتری و تأمین‌کنندگان نقدینگی را ایفا می‌کند،

1. Agency Broker

2. Aggregation

3. Netting

4. Electronic Communication Network (ECN)

نه لزوماً طرف قرارداد با مشتری. در این مدل، سفارش‌های خرید و فروش مشارکت‌کنندگان مختلف در بازار، اعم از بانک‌ها، مؤسسات مالی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، کارگزاران دیگر و معامله‌گران، در دفتر سفارشات همان شبکه گردآوری و با یکدیگر تطبیق داده می‌شوند. این دفتر سفارش صرفاً متعلق به همان شبکه است و نه کل بازار فارکس؛ زیرا بازار فارکس ذاتاً بازاری غیرمتمرکز است و هیچ دفتر سفارش واحدی که تمامی سفارش‌های بازار را در بر گیرد، وجود ندارد.

مکانیسم اجرای معاملات در ای‌سی‌ان به این صورت است که وقتی یک معامله‌گر در یک پلتفرم ای‌سی‌ان اقدام به ثبت یک سفارش می‌کند، این سفارش بلافاصله به این شبکه گسترده ارسال می‌شود. سیستم ای‌سی‌ان به‌طور خودکار و الگوریتمی، بهترین قیمت موجود در شبکه را برای معامله‌گر پیدا می‌کند. بهترین قیمت به این معناست که مثلاً اگر معامله‌گر قصد خرید دارد، سیستم سفارش معامله‌گر را با پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروشندگان در شبکه تطبیق می‌دهد. در این مدل، تعدد تأمین‌کنندگان نقدینگی معمولاً موجب افزایش عمق بازار^۱ و کاهش اسپرد^۲، بخصوص در جفت ارزهای اصلی می‌شود و امکان اجرای سفارش‌های با حجم بالا را با تأثیر کمتر بر قیمت فراهم می‌کند.

۲.۲. مدل پردازش مستقیم (اس‌تی‌پی)^۳

مدل پردازش مستقیم به‌عنوان یک شیوه پردازش و اجرای سفارشات، یکی از مدل‌های عملیاتی ای‌بوک محسوب می‌شود. کارگزاران در اعمال این شیوه از اجرای سفارشات، همواره رابطه حقوقی یکسانی با مشتریان خود ندارند؛ برخی از کارگزاران صرفاً سفارش مشتری را برای اجرا به تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کنند، اما بسیاری از آنان از نظر قراردادی خود طرف معامله مشتری هستند و بلافاصله یا همزمان با انجام معامله، با انعقاد معاملات پوششی^۴، ریسک ناشی از آن را به تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کنند (Securities and Futures Commission, 2020, p. 11). بنابراین، وجه مشترک کارگزاریانی که به روش اس‌تی‌پی عمل می‌کنند، انتقال سفارش یا

^۱ . عمق بازار به میزان نقدینگی موجود در بازار برای خرید و فروش یک دارایی خاص اشاره دارد. این مفهوم نشان‌دهنده‌ی ظرفیت بازار برای جذب حجم بالای معاملات بدون ایجاد تغییرات چشمگیر در قیمت‌ها است.

^۲ . اسپرد (Spread): اسپرد در بازارهای مالی عبارت است از تفاوت قیمتی که برای خرید یک دارایی با قیمتی که برای فروش همان دارایی ارائه می‌شود.

3. Straight Through Processing (STP)

4. Hedging

انتقال ریسک معاملات به تأمین‌کنندگان نقدینگی و در نتیجه قرار گرفتن در زمره مدل‌های عملیاتی ای‌بوک است.

فرآیند کار به این صورت است که کارگزار اس‌تی‌پی قیمت‌های زنده را از چند تأمین‌کننده نقدینگی، که معمولاً بانک‌ها یا مؤسسات مالی بزرگ هستند، دریافت می‌کند. سپس این قیمت‌ها را در پلتفرم معاملاتی خود تجمیع کرده و بهترین قیمت را به مشتری نمایش می‌دهد. هنگامی که مشتری سفارشی را ثبت می‌کند، کارگزار متناسب با مدل عملیاتی خود، یا سفارش را مستقیماً برای اجرا به یکی از تأمین‌کنندگان نقدینگی که بهترین قیمت را ارائه کرده است، یا هم‌زمان به چند تأمین‌کننده ارسال می‌کند، یا در فرضی که خود از نظر قراردادی طرف معامله مشتری است، هم‌زمان یا بلافاصله با انجام معامله، از طریق معاملات پوششی ریسک خود را به همان تأمین‌کنندگان منتقل می‌سازد. از این رو، اس‌تی‌پی معمولاً سرعت اجرای بسیار بالایی داشته و ارتباط معامله‌گر با نقدینگی بازار را تسهیل می‌کند.

اگرچه هر دو مدل اس‌تی‌پی و ای‌سی‌ان، از کارگزاران ای‌بوک و اصطلاحاً بدون میز معاملاتی هستند، اما از حیث سازوکار اجرای سفارش تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند. در مدل ای‌سی‌ان، سفارش‌های اعضای همان شبکه در دفتر سفارشات متعلق به همان شبکه گردآوری و با یکدیگر تطبیق داده می‌شوند. از آنجا که هر شبکه ای‌سی‌ان تنها بخشی از نقدینگی بازار فارکس را در اختیار دارد، دفتر سفارش آن نیز صرفاً به همان شبکه اختصاص دارد و نماینده کل بازار فارکس نیست. در مقابل، در مدل اس‌تی‌پی، کارگزار معمولاً سفارش‌ها یا موقعیت خالص مشتریان را برای اجرا یا پوشش ریسک به تعداد محدودی از تأمین‌کنندگان نقدینگی که با آنان رابطه قراردادی دارد منتقل می‌کند. از این رو، یک شبکه ای‌سی‌ان معمولاً نسبت به یک سامانه اس‌تی‌پی از مشارکت‌کنندگان بیشتر و در نتیجه عمق نقدینگی بالاتری برخوردار است (Kudrin, 2023).

با توجه به مفاد قراردادهای برخی از کارگزاران مورد بررسی، در آن دسته از مدل‌های عملیاتی ای‌بوک مثل ای‌سی‌ان که کارگزار صرفاً سفارش مشتری را دریافت و برای اجرا به بازار یا تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کند و خود در مقام طرف معامله مشتری قرار نمی‌گیرد، رابطه میان مشتری و کارگزار به نمایندگی تعبیر شده است.^۱ در این ساختار، مشتری با ارسال سفارش،

^۱ برای مثال در بند ۱۱.۱.۳ توافقنامه مشتریان شرکت Interactive Brokers (U.K.) Limited آمده است « For Forex transactions (including Forex CFDs), IBUK generally will act as agent or riskless principal and charge a fee.» و عین همین عبارت در توافقنامه مشتریان شرکت Interactive Brokers (U.K.) Limited, 2023, p. 20; Interactive Luxembourg SARL آمده است.

اختیار انجام معامله را برای حساب و به نفع خود به کارگزار واگذار می‌کند و کارگزار نیز در حدود این اختیار، اقدام لازم را برای اجرای سفارش به عمل می‌آورد؛ بنابراین، آثار اقتصادی معامله، از جمله سود و زیان حاصل از آن، متوجه مشتری خواهد بود و کارگزار صرفاً عهده‌دار اجرای دستور وی است.

این تعبیر با چارچوب مقرراتی ناظر بر فعالیت واسطه‌های مالی نیز مغایر نمی‌باشد. در نظام‌های نظارتی مختلف، اقدام کارگزار در مقام نماینده مشتری، در برابر اقدام وی در مقام اصیل و طرف معامله، به‌عنوان دو وضعیت متمایز شناسایی شده است. برای نمونه، در مجموعه دستورالعمل‌های سازمان رفتار مالی بریتانیا، و نیز کمیسیون اوراق بهادار و سرمایه‌گذاری استرالیا، «انجام معامله به‌عنوان نماینده»^۱ در کنار و به‌صورت متمایز از «انجام معامله به‌عنوان اصیل»^۲ به‌عنوان دو فعالیت جداگانه شناسایی شده است (ASIC, 2025; FCA, 2026). همچنین در چارچوب دستورالعمل بازارهای ابزارهای مالی اتحادیه اروپا «اجرای سفارش از طرف مشتری»^۳ مورد شناسایی قرار گرفته و برای آن الزامات مستقلی، از جمله رعایت بهترین نتیجه برای مشتری، مقرر شده است. (European Parliament & Council of the European Union, 2024)

بنابراین، نمایندگی کارگزار در اجرای سفارش مشتری، نه مفهومی بیگانه با ساختار حقوقی بازارهای مالی، بلکه یکی از وضعیت‌های شناخته‌شده فعالیت واسطه‌های مالی است. بر این اساس، هرگاه مفاد قرارداد و نحوه عملی اجرای سفارش نشان دهد که کارگزار معامله را برای حساب مشتری انجام می‌دهد و خود در مقام طرف معامله وی قرار نمی‌گیرد، رابطه طرفین را می‌توان بر مبنای اعطای نیابت تحلیل نمود.

۳.۲. ماهیت حقوقی سفارش‌گذاری

همان‌طور که در مقدمه این نوشتار اشاره شد، این سوال ممکن است مطرح شود که آیا انواع سفارش‌گذاری، از منظر حقوقی می‌تواند نوع عقد منعقد را از نظر تعلیق یا تنجیز تحت تأثیر قرار دهد یا خیر؟ به‌طور مشخص، این ابهام وجود دارد که سفارش‌های شرطی مانند حد خرید یا حد فروش و همچنین انواع سفارش‌های مربوط به مدیریت معامله مثل حد سود و حد ضرر که اجرای

First (Brokers Luxembourg SARL, n.d, p. 29) در نمونه‌ای دیگر در بند ۱۴.۱ توافقنامه مشتریان شرکت

Prudential Markets این چنین آمده است «It is understood that the Company executes the Client Orders in CFDs as an agent, i.e. the Company executes Client's orders in third party Execution Venue(s).» (First Prudential Markets, 2021, p. 20)

1. dealing in investments as agent
2. dealing in investments as principal
3. executing an order on behalf of a retail client

آن‌ها منوط به رسیدن قیمت بازار به سطحی مشخص در آینده است، ممکن است به انعقاد عقد معلق بینجامد.

از لحاظ کیفیت انشاء، عقد به معلق و منجز تقسیم می‌شود؛ وابسته کردن عقد به امر احتمالی دیگر را تعلیق و به آن امر احتمالی که عقد به آن وابسته و معلق شده است معلق علیه گفته می‌شود؛ به عبارت دیگر تعلیق به معنی وابسته و منوط کردن امری به امر احتمالی دیگر و تنجیز به معنی قطعی کردن امری است (شهیدی، ۱۳۹۰، ص ۶۵). در عقد معلق طرفین اراده خود را به طور منجز بیان میدارند ولی تأثیر آن را موقوف به امر دیگری می‌کنند تا پس از وقوع شرط تحقق پیدا کند. به عبارت دیگر عقد معلق در مرحله انشاء و توافق با سایر عقود تفاوتی ندارد و تأثیر عقد است که در این گونه قراردادها منوط به امر احتمالی می‌شود؛ برخی حقوقدانان تعلیق را سه نوع دانسته اند؛ اول، تعلیق در انشاء یعنی وابسته کردن تشکیل و ایجاد معامله که باطل است؛ دوم، تعلیق در منشاء یعنی وابسته کردن وجود و تحقق ماهیت عقد که صحیح است؛ سوم، تعلیق در اثر یعنی وابسته کردن اثر عقد به امر دیگر که صحیح است؛ به عبارت دیگر انشاء، فعل ایجاد کردن عقد است و منشاء محصول انشاء است و اثر عقد، نتیجه منشاء است (شهیدی، ۱۳۹۰، ص ۶۶)؛ البته برخی از حقوقدانان منشاء و اثر عقد را مترادف میدانند (کاتوزیان، ۱۳۹۳، ص ۵۵)؛ در هر حال تعلیق در انشاء باطل و تعلیق در منشاء صحیح است و عقد معلق که مشهور فقهای امامیه آن را باطل میدانند عقدی است که انشاء در آن معلق شده باشد. از دلایل این بطلان، عدم اجازه شارع مبنی بر تفکیک و فاصله بین عقد و اثر آن نام برده شده (بیگدلی، ۱۴۰۵). چنانچه منظور طرفین تعلیق در انشاء باشد معمولاً از زمان آینده استفاده می‌شود و در مقابل چنانچه منظور طرفین تعلیق در منشاء باشد معمولاً از زمان گذشته استفاده می‌شود؛ به عنوان نمونه اگر خریدار بگوید ۱۰۰ یورو در برابر دلار از تو می‌خرم به شرط این‌که تا پایان این جلسه معاملاتی قیمت هر یورو برسد به ۰.۹۷۰۰ دلار و فروشنده نیز بگوید قبول است، چنین تعلیقی تعلیق در انشاء محسوب می‌شود اما اگر خریدار بگوید ۱۰۰ یورو در برابر دلار از تو خریدم به‌ازای هر یورو ۰.۹۷۰۰ دلار، به شرط این‌که قیمت یورو در برابر دلار در بازار تا پایان این جلسه معاملاتی به این عدد برسد، این تعلیق در منشاء است. (بیات، ف. و بیات، ش.، ۱۳۹۷، ص ۱۲۱)

پیش از این اشاره شد که تأثیر نوع سفارش‌گذاری بر نوع عقد منعقد شده به صورت مجرد بلکه باید با توجه به رابطه حقوقی بین معامله‌گر و کارگزار بررسی و تحلیل کرد. اگر اقدام کارگزار در اجرای سفارش و انعقاد معامله بر مبنای نیابت اعطا شده از سوی معامله‌گر باشد، تحلیل به

سطح دیگری وارد شده و مسئله روشن تر می شود. با احراز رابطه نمایندگی، دیگر موضوع اصلی، بررسی این نیست که آیا معامله گر عقد را معلق و وابسته به امری احتمالی کرده است یا خیر و آیا این، تعلیق در انشا است یا در منشا؛ بلکه موضوع، تعیین حدود اختیارات نماینده است. در این چارچوب، ثبت یک سفارش معلق توسط معامله گر، در واقع به معنای اعلام این دستور به کارگزار است که «اختیار داری بعد از این که قیمت به سطح تعیین شده رسید، به حساب من، یک عقد منجز در بازار منعقد کنی». بنابراین، نه معامله ای که توسط کارگزار با موضوع مبادله ارز منعقد می شود معلق است و نه ادنی که معامله گر به کارگزار برای مبادله می دهد، بلکه معامله گر با این نحو سفارش گذاری در حال تعیین حدود اختیار برای کارگزار است. به طوری که به محض برقراری شرط، کارگزار یک عقد کاملاً منجز و قطعی را منعقد و اجرا می کند. مثلاً اگر قیمت فعلی هر یورو در بازار ۱۰۳۰۰۰ دلار باشد و معامله گر تحلیل کرده است که اگر قیمت بالا برود و هر یورو از ۱۰۱۰۰۰ دلار عبور کند احتمال بالاتر رفتن آن بیش از نزول آن است، به کارگزار دستور می دهد که در صورت عبور قیمت از ۱۰۱۰۰۰، در قیمت ۱۰۱۱۰۰۰ برای معامله گر خرید کند. در این صورت به محض ارسال سفارش، کارگزار اختیار خرید را دارد ولی باید شروط معامله گر را در اعمال این اختیار لحاظ کند. بر این اساس، اگر معاملات با موانع دیگری مواجه نباشند، کلیه سفارشات، صرف نظر از نوع آنها، در نهایت به انعقاد عقود منجز می انجامند و قابل تطبیق با عقد معلق نمی باشد.

۳. کارگزار بی بوک

در مقابل مدل ای بوک، مدل بی بوک قرار دارد که در آن، کارگزار همواره طرف اصلی معامله با مشتری است.^۱ این مدل نیز مطابق با چارچوب مقرراتی ناظر بر فعالیت واسطه های مالی می باشد (ASIC, 2025; European Parliament & Council of the European Union, 2024; FCA, 2026). این ساختار، که با عنوان مدل بازارساز^۲ نیز شناخته می شود، از حیث رابطه قراردادی با

۱. برای مثال در بند ۲.۱ توافقنامه مشتریان شرکت MEX Global Markets آمده است «We will deal with you

(MEX Markets, n. d., p. 24) «as principal and not as agent on your behalf» همچنین در بند ۷.۱.۷.

توافقنامه مشتریان شرکت Exclusive Markets Ltd درج شده است «We will deal with you as principal and not as agent on your behalf. This means that any trades are agreed directly between you and us and we will be the counterparty to all of your trades.» (Exclusive Markets Ltd, 2022, p.5)

2. Market Maker

مشتری، با آن دسته از کارگزاران استی‌پی که خود طرف معامله مشتری هستند شباهت دارد، هرچند میان این دو از حیث نحوه اجرای سفارش و مدیریت ریسک تفاوت‌های مهمی وجود دارد. در مدل بازارساز، کارگزار به جای آنکه معاملات مشتری را در بازار بین‌بانکی اجرا کند، خود به‌عنوان طرف قرارداد تمامی معاملات مشتری عمل می‌کند و سفارش‌ها در درون خود کارگزاری و از طریق میز معاملاتی کارگزار تسویه می‌شوند (Menkveld, 2011, p. 2). این تغییر بنیادین در نقش کارگزار، راهبرد آن در قبال بازار بین‌بانکی را به کلی دگرگون می‌سازد. در مدل بی‌بوک، اتصال به بازار بین‌بانکی یک خدمت اصلی و پیش‌فرض برای اجرای سفارشات نیست، بلکه ابزاری راهبردی و واکنشی برای مدیریت ریسک کارگزار محسوب می‌شود. این ویژگی، مهم‌ترین تفاوت بازارسازان با آن دسته از کارگزاران استی‌پی است که اگرچه از نظر قراردادی خود طرف معامله مشتری هستند، اما معمولاً ریسک معاملات را بلافاصله یا همزمان از طریق معاملات پوششی به تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کنند. فلسفه وجودی مدل بازارساز، درونسازی جریان سفارشات¹ است، در این مدل، کارگزار وقتی به جای انتقال معاملات به بازار بین‌بانکی، خود طرف مقابل تمامی سفارشات قرار می‌گیرد امیدوار است که در برآیند کل معاملات، زیان مشتریان از سود آن‌ها بیشتر باشد تا سود خالص کارگزار از این محل تأمین گردد. در وضعیت ایده‌آل، کارگزار ترجیح می‌دهد هیچ اتصالی به بازار بین‌بانکی نداشته باشد تا تمامی سود و زیان مشتریان مستقیماً به حساب مالی او واریز شود، بدون آنکه هزینه پوشش ریسکی پرداخت کند. با این حال، در عمل، همواره احتمال ظهور معامله‌گران موفق یا روندهای قدرتمند بازار وجود دارد که در آن تعداد زیادی از مشتریان همسو با روند، موقعیت‌های سودده اتخاذ می‌کنند. در چنین شرایطی، کارگزار بی‌بوک با ریسک زیان‌های سنگین و حتی ورشکستگی مواجه می‌شود. لذا کارگزار که به دلیل شرایط به وجود آمده امکان متعادل‌سازی حجم خرید و فروش مشتریان در سیستم داخلی را ندارد، مابه‌التفاوت را از بازار بین‌بانکی تهیه می‌کند. اینجاست که اتصال به بازار بین‌بانکی، نه به‌عنوان وظیفه ذاتی، بلکه به‌عنوان مکانیزم دفاعی و واکنشی برای مدیریت ریسک مطرح می‌شود. برای نمونه، اگر مشتریان بوند خریداری کنند و قیمت آن صعودی شود، کارگزار برای جبران زیان پرداخت سود به مشتریان، خود در بازار بین‌بانکی موقعیت خرید معکوس می‌گیرد. (CMC Markets plc, 2019, p. 9; Kamate & Kumar, 2024, p. 11)

1. Internalization of Order Flow

این مدل، تضاد منافع ساختاری با معامله‌گر ایجاد می‌کند؛ زیرا کارگزار کنترل کامل بر پلتفرم دارد و ممکن است برای محدود کردن ریسک خود، در اجرای سفارشات دخالت کند. همچنین اسپردها در این مدل اغلب ثابت و چندین برابر بیشتر از مدل ای‌بوک است تا منبع درآمدی قطعی برای کارگزار باشد. به‌طور خلاصه، مدل بی‌بوک با درون‌سازی سفارشات و اتصال‌گزینی به بازار بین‌بانکی، بازار بین‌بانکی را نه مقصد نهایی سفارشات، بلکه ابزاری حاشیه‌ای برای بقای کارگزار قرار می‌دهد و از این رو، شفافیت و کیفیت اجرای سفارشات را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۱.۳. ماهیت حقوقی سفارشات در کارگزاران بازارساز

با توجه به این‌که در بازار جفت ارزها، کارگزاران بازارساز به‌عنوان طرف اصلی معامله با مشتریان خود عمل می‌کنند، ماهیت حقوقی سفارشات معاملاتی نیازمند تحلیل دقیق‌تری است. در این الگوی معاملاتی، سفارشات ارسالی از سوی معامله‌گران را از یک منظر می‌توان ایجابی دانست که خطاب به کارگزار اعلام می‌شود و با قبول کارگزار، عقد مستقیماً بین معامله‌گر و کارگزار منعقد می‌گردد. موبد این دیدگاه عباراتی است که در توافقات کارگزاران بازارساز برای اعلام قیمت و حجم معامله از سوی معامله‌گر در کنار عنوان «سفارش»^۱ از عنوان «پیشنهاد»^۲ نیز استفاده کرده‌اند (Exclusive Markets Ltd, 2022, p. 9; MEX Markets, n. d., p. 14). پذیرش این دیدگاه در خصوص ماهیت حقوقی سفارشات ارسالی از سوی معامله‌گران، دو مسئله و چالش را به وجود می‌آورد؛

۱.۱.۳. تنجیز یا تعلیق عقد

از آنجا که در سفارش بازار، معامله با فاصله بسیار کوتاهی پس از ارسال دستور، منعقد و سپس اجرا می‌شود، اساساً شبهه تعلیق عقد در آن مطرح نیست و موضوع این بحث صرفاً ناظر به سفارش‌های معلق یا شرطی است. مسئله این است که آیا معاملاتی که در نتیجه صدور این سفارشات منعقد می‌شوند به معنی انعقاد عقد معلق است؟ و مهم‌تر این‌که آیا این تعلیق، تعلیق در منشا است یا تعلیق در انشا عقد؟ این مسئله از آن جهت حائز اهمیت است که چنانچه صدور این نوع سفارشات به معنی قصد تعلیق انشای عقد باشد، چنین عقدی محکوم به بطلان خواهد بود. نکته‌ای که قبل از بررسی این مسئله شایان ذکر است، این‌که هرچند سفارش‌های حد خرید، حد فروش، توقف خرید، توقف فروش، حد ضرر، حد سود، حد ضرر متحرک و نظایر آن‌ها از حیث

¹. order

². offer

کارکرد و اعمال استراتژی‌های معاملاتی با یکدیگر تفاوت دارند، اما همگی از منظر مسئله مورد بحث در زمره سفارش‌های شرطی یا معلق قرار می‌گیرند؛ زیرا در همه آن‌ها انعقاد معامله و در مرحله بعد، اجرای آن منوط به تحقق شرایط از پیش تعیین شده، یعنی رسیدن قیمت در بازار به یک عدد خاص به عنوان trigger price است. از این رو، تفاوت‌های عملکردی این سفارش‌ها در نتیجه تحلیل حاضر تأثیری ندارد و همه آن‌ها در قالب یک تحلیل بررسی می‌شوند.

در پاسخ به این مسئله بررسی‌ها حاکی از این است که ثبت و ارسال هر نوع سفارش شرطی یا معلق را اگر ایجابی از سوی معامله‌گر در نظر بگیریم این ایجاب منجر به انعقاد عقد معلق چه از نوع تعلیق در انشا و چه از نوع تعلیق در منشا نمی‌شود. این پاسخ مبتنی به موارد زیر است.

الف- بر اساس سایت رسمی سکوی معاملاتی متاتریدر (MetaQuotes Ltd., n.d) در تعریف سفارش معلق آمده است «سفارش معلق اعلام اراده معامله‌گر به یک شرکت کارگزاری برای خرید یا فروش اوراق بهادار در آینده تحت شرایط از پیش تعریف شده است». این تعریف که به دلیل استفاده کارگزاران و معامله‌گران از این سکوی معاملاتی، نه تنها از مفاد ضمنی توافق کارگزاران و معامله‌گران محسوب می‌شود، بلکه با توجه به کثرت قابل توجه استفاده از آن توسط بازیگران و ذینفعان بازار؛ می‌توان به عنوان یک تعریف رایج و مقبول، به آن تمسک جست. تعریف مذکور که از حیث نوع کارگزار مطلق است، سفارش معلق را دستوری برای معامله در آینده معرفی می‌کند. لذا مفهوم این تعریف این است که سفارش معلق منجر به انعقاد معامله در آینده و بعد، اجرای آن می‌شود. بر این اساس در لحظه ارسال و ثبت سفارش، در ترمینال معاملاتی معامله‌گر معاملاتی منعقد نمی‌شود. این وضعیت به تنهایی موجب منتفی شدن فرض تعلیق در منشا و اثر می‌باشد.

ب- بر اساس رویه عملی اجرای سفارشات، اگرچه هر معامله، مقارن با تحقق Trigger Price منعقد می‌شود، اما قیمت نهایی و قطعی معامله در مرحله بعد از آن، یعنی بر اساس Execution Price تعیین شده و آثار معامله بر مبنای قیمت اخیر اجرا می‌گردد. لذا در غالب موارد، قیمت نهایی که معامله بر اساس آن اجرا می‌شود یا Execution Price، با قیمت مورد شرط یا Trigger Price متفاوت است. در یک عقد معلق شرایط از قبل تعیین می‌شود و معامله بر اساس همان شرایط منعقد می‌گردد؛ یا در مورد تعلیق در انشا، اگر صحت آن فرض شود، معامله باید دقیقاً طبق شرایط از پیش تعیین شده منعقد و اجرا شود، نه در قیمت متفاوت؛ مثلاً در خصوص تعلیق در منشا اگر معامله‌گر بگوید یک لات یورو در قیمت ۱.۱۰۰۰۰ فروخته و کارگزار قبول کند و معامله منعقد شده در نظر گرفته شود، در زمان تحقق شرط، کل حجم سفارش باید در همان قیمت

۱۰۰۰۰ اجرا شده باشد؛ در حالی که در بسیاری موارد اینگونه نیست و ممکن است سفارش در قیمت متفاوتی اجرا شده باشد. همین‌طور است در خصوص تعلیق در انشا.

پ- عقد معلق هرچند پیش از تحقق معلق علیه وجود نهایی پیدا نکرده است، با وجود این، عقد معلق منعقد شده و پیش از تحقق معلق علیه نیز در حدود مقتضای خود دارای برخی آثار حقوقی است (زارع، ا.، زارع، م. و مفتاحی، ۱۳۹۷، ص ۷۵؛ شهیدی، ۱۳۹۰، ص ۷۶؛ صفایی، ۱۳۸۷، ص ۲۹؛ کاتوزیان، ۱۳۹۳، ص ۶۲). یکی از این آثار این است که هیچ یک از خریدار و فروشنده حق فسخ عقد منعقد شده را ندارد. این التزام در سفارشات ارسال شده در پلتفرم‌های معاملاتی وجود ندارد. در این موارد معامله‌گران می‌توانند تا قبل از تحقق شرط و انعقاد معامله، سفارش خود را حذف کنند یا آن را ویرایش نمایند و تنها بعد از تحقق شرط است که التزام به آن ایجاد می‌شود. بنابراین می‌توان گفت، از آنجا که ارسال سفارش التزامی ایجاد نمی‌کند، این نشان دهنده این است که تا قبل از تحقق شرط یا معلق علیه عقدی منعقد نشده است. از مجموع موارد یاد شده می‌توان این‌گونه نتیجه گرفت که چون در زمان ارسال سفارش و ثبت آن و پیش از تحقق معلق علیه عقدی منعقد نمی‌شود، لذا فرض تعلیق در منشا منتفی است. همچنین از آنجا که معامله‌گر التزامی نیز به حفظ اراده خود ندارد و می‌تواند از آن عدول کند، این‌که گفته شود قصد واقعی تعلیق در انشا است نیز قابل دفاع نیست که به واسطه آن بتوان حکم به بطلان داد. ممکن است عدم التزام به سفارش این تصور را ایجاد کند که سفارش صرفاً در حد مرحله مقدماتی و مذاکرات پیش‌قراردادی است؛ لکن از آنجا که هدف اصلی از مرحله مقدماتی ایجاد التزام نیست (کاتوزیان، ۱۳۹۳، ص ۲۷۷)، به طوری که حتی اگر منتهی به توافق طرفین نسبت به ارکان عقد نیز شود، حداکثر در حد وعده عقد می‌باشد (شهیدی، ۱۳۹۰، ص ۱۴۵)، قابل انطباق با سفارش که در صورت تحقق شرط، الزام‌آور است، نمی‌باشد. اگر بخواهیم این سفارش را در قالب ایجاب در نظر بگیریم به نظر می‌رسد مناسب‌تر این است که آن را ایجابی معلق بدانیم که تا قبل فعال شدن trigger price یا به عبارت دیگر، تحقق معلق علیه، قابلیت ترکیب با قبول را ندارد و ایجاب‌کننده می‌تواند از آن عدول کند (شهیدی، ۱۳۹۰، ص ۴۱۷).

۲.۱.۳. معلوم بودن قیمت

مسئله دوم، مربوط به هر دو نوع سفارشات بازار و سفارشات معلق یا شرطی است. در سفارشات بازار، معامله‌گر درخواست اجرای معامله در بهترین قیمت جاری بازار را ثبت می‌کند، اما تا لحظه اجرای تمام حجم سفارش، بهترین قیمت بازار می‌تواند دستخوش تغییراتی شود که نتیجه نهایی معامله را تحت تاثیر قابل توجهی قرار دهد. در مورد سفارشات شرطی نیز، اگرچه معامله‌گر قیمت

مشخصی به‌عنوان Trigger Price را تعیین می‌کند، اما در عمل به دلیل نبود نقدینگی کافی یا سفارش متقابل که سفارش معامله‌گر را دقیقاً در قیمت مطلوب او پوشش دهد، ممکن است Execution Price دقیقاً برابر با Trigger Price نبوده و معامله در قیمتی متفاوت از قیمت درخواستی اجرا شود؛ این احتمال مطابق با آنچه در مقررات نهادهای ناظر بر این بازار آمده است (European Commission, 2026¹; FCA, 2025; NFA, 2021)، در بیانیه‌ها و توافقنامه‌های کارگزاران قید شده و کارگزاران تضمینی مبنی بر اجرای معاملات، دقیقاً مطابق قیمت اعلامی معامله‌گران نمی‌دهند و معامله‌گر نیز این احتمال را در شرایط استفاده از خدمات می‌پذیرد (Exclusive Markets Ltd., 2022, p. 62; MEX Global Markets Pte Ltd., n.d., p. 49). این وضعیت می‌تواند با یکی از شرایط اساسی صحت معاملات یعنی شرط معلوم و معین بودن مورد معامله که در ماده ۱۹۰ قانون مدنی تصریح شده است، در تعارض باشد. بر اساس این ماده، مورد معامله باید معلوم باشد و جهل به آن موجب بطلان معامله است. همچنین مطابق ماده ۳۴۲ قانون مدنی، مقدار، جنس و وصف مبیع باید معلوم باشد که البته در مورد ثمن نیز همین شرط جاری است. بنابراین، این سوال مطرح می‌شود که چگونه می‌توان معاملاتی را که در آن‌ها قیمت نهایی در لحظه ایجاب مشخص نیست، با موازین حقوقی ایران تطبیق داد.

تفاوت احتمالی میان قیمت مشاهده‌شده یا قیمت فعال‌سازی سفارش با قیمت اجرای معامله، لزوماً به معنای مجهول بودن ضابطه تعیین ثمن نیست؛ زیرا در این موارد، قیمت نهایی بر اساس معیاری از پیش مشخص، یعنی بهترین قیمت بازار در زمان اجرای سفارش، تعیین می‌شود. از این رو، در تعیین وضعیت حقوقی سفارشات بازار و سفارشات شرطی در بازار جفت ارزها، باید به بررسی وضعیت حقوقی تعیین ثمن در قراردادهای، در شرایطی که ثمن نه به طور کامل مجهول است و نه به طور کامل معلوم است یا به عبارت دقیق‌تر، نسبت به ثمن علم اجمالی وجود دارد، پرداخت. در این رابطه نظرات مختلفی در فقه و نیز به تأسی از آن، دیدگاه‌هایی در بین حقوقدانان و محققین وجود دارد که به بیان آن‌ها می‌پردازیم.

مطابق دیدگاه مشهور در فقه امامیه یکی از شرایط اساسی صحت عقد بیع، معلوم و معین بودن ثمن در لحظه انعقاد عقد است. این دیدگاه مبتنی بر ادله‌ای مانند اجماع فقیهان (حلی، ۱۴۱۳ق.، ص ۲۴۴) و حدیث نبوی «نهی النبی عن بیع الغرر» است که در کتب فقهی (اراکی، ۱۴۱۴ق.، ص ۴۸۳؛ حسینی مراغی، ۱۴۱۷ق.، ص ۳۱۲؛ کاشف الغطاء، ۱۴۲۲ق.، ص ۲۵۷؛ نایینی، ۱۳۷۳ق.،

1. این مقرر از ۱۲ فوریه ۲۰۲۸ قابل اجرا خواهد بود.

ص ۳۸۱) و حتی کتب لغت (ابن منظور، ۱۴۱۴ق، ص ۱۳) به آن اشاره شده است. محقق حلی در شرایع الاسلام تصریح می‌کند: «شرط است که قدر و جنس و وصف ثمن معلوم باشد و اگر تعیین آن به یکی از طرفین سپرده شود، عقد منعقد نمی‌گردد» (حلی، ۱۴۰۸، صص ۷-۱۳). همین دیدگاه در خصوص شرایط مبیع در قانون مدنی ایران نیز انعکاس یافته است. بر این اساس، در نگاه اول به نظر می‌رسد سفارشات بازار در فارکس که در آن‌ها قیمت نهایی در لحظه ارسال سفارش مشخص نیست و همچنین سفارشات شرطی که ممکن است در قیمتی متفاوت از قیمت تعیین شده اجرا شوند، به دلیل وجود جهل در ثمن، باطل باشند.

صرف‌نظر از ایرادات وارد به ادله دیدگاه مشهور (برای مطالعه بیشتر، همچنین رک. قبولی درافشان و لطیف‌زاده، ۱۳۹۸)، در مقابل این دیدگاه، برخی با استناد به ادله مختلف از جمله روایت رفاعه نخاس به سند صحیح که از امام صادق (ع)^۱ نقل شده است، قابلیت تعیین ثمن را کافی می‌دانند (بحرانی، ۱۳۶۳، ص ۴۶۱). بر اساس این نظر اگر طرفین در زمان انعقاد عقد بیع، تعیین ثمن را به طرف مقابل یا ثالث یا حاکم واگذار کنند، یا بر قیمت بازار توافق نمایند، در تمامی این موارد عقد صحیح است؛ با این توضیح که در این موارد، در تعیین ثمن اختیار مطلق و اگذار نشده است، بلکه طرفین به طور ضمنی همان قیمت متعارف یا قیمت روز را نیت کرده‌اند. آیت‌الله خویی (۱۳۷۷، ص ۳۲۲) در این مورد استدلال می‌کند که این شیوه معامله آن‌گونه نیست که موجب شود ندانیم ثمن یا منفعت مالیت دارد یا فاقد ارزش مالی است و نیز چنان نیست که در میزان ثمن به حدی جهل محقق باشد که موجب تحقق خطر شود. این دیدگاه مبتنی بر تفسیر تعدیل یافته از مفهوم غرر است و بر این اساس، اگر روش تعیین ثمن به گونه‌ای باشد که جهل مرتفع گردد، عقد صحیح خواهد بود (جمعی از نویسندگان، ۱۴۲۳، ص ۱۷۱). همچنین است فرضی که شیوه تعیین ثمن از نظر عرفی موجب رفع خطر و غرر باشد (حسینی مراغی، ۱۴۱۷ق، ص ۳۲۱).

^۱ . متن روایت به این شرح است: عن رفاعۃ النخاس قال: «قلت لابی عبدالله علیه السلام: ساومت رجلا بجاریۃ فباعنیها بحکمی فقبضتها منه علی ذلک، ثم بعثت الیه ب«الف» درهم، فقلت: هذه «الف» درهم حکمی، علیک ان تقبلها، فابی ان یقبلها منی، و قد کنت مسستها قبل ان ابعث الیه بالثمن. فقال: اری ان تقوم الجاریۃ قیمۃ عادله، فان کان قیمتها اکثر مما بعثت الیه کان علیک ان ترد علیه ما نقص من القیمۃ، و ان کان ثمنها اقل مما بعثت الیه فهو له...». رفاعه نخاس گفت: «به امام صادق علیه السلام عرض کردم: برای خرید کنیزی با فروشنده صحبت کردم. او کنیز را به هر قیمتی که من حکم کنم فروخت. من کنیز را گرفتم و برای او هزار درهم فرستادم و گفتم این هزار درهم را باید بپذیری. او امتناع کرد و من پیش از ارسال کنیز با او آمیزش کرده بودم. امام علیه السلام فرمود: به نظر من کنیز با قیمت عادله باید ارزیابی شود. اگر قیمت آن بیش از قیمتی که ارسال کردی بود، باید مقدار زیادی را برای او بفرستی و اگر کمتر بود، بقیه مال او باشد.» (حر عاملی، ۱۴۱۶ق، ص ۳۶۴-۳۶۵).

با تطبیق این مبانی فقهی بر سفارشات بازار و سفارش شرطی در فارکس، می‌توان به تحلیل دقیق‌تری دست یافت. در سفارش بازار، اگرچه معامله‌گر در لحظه فشردن دکمه ارسال سفارش، قیمت زمان ارسال را ملاحظه می‌کند، اما قیمت نهایی که اجرای سفارش با آن تکمیل می‌شود را نمی‌داند، لکن ضابطه تعیین قیمت، که همان بهترین قیمت جاری بازار است به‌طور کامل روشن و شفاف است. این امر مصداق بارز قابلیت تعیین ثمن است که در دیدگاه غیرمشهور فقهی مورد پذیرش قرار گرفته است. به عبارت دیگر، در این نوع معامله، جهل مطلق به ثمن وجود ندارد، بلکه تنها تعیین نهایی ثمن به زمان اجرای سفارش موکول شده است. در این فرض، در زمان اجرای سفارش، قیمتی که اجرای سفارش در آن تکمیل می‌شود قیمتی است که در آن لحظه باید بهترین قیمت بازار باشد نه این‌که کارگزار اختیار تعیین این قیمت را داشته باشد؛ زیرا معیار قیمت از پیش مشخص شده، به طوری که قیمت نهایی همان بهترین قیمت بازار در لحظه اجرا است. همین استدلال در مورد سفارشات شرطی نیز صادق است، چرا که در این سفارشات، اگرچه ممکن است معامله در قیمتی متفاوت از Trigger Price اجرا شود، اما هم ضابطه ثمن که بهترین قیمت در لحظه اجرای سفارش است، از قبل مشخص است و هم این‌که این شرط وجود دارد که منظور از بهترین قیمت بازار، بهترین قیمت بعد از تحقق Trigger Price است.

از نظر حقوقی هرچند مواد ۱۹۰، ۳۳۹ و ۳۴۲ قانون مدنی حکایت از این دارد که ثمن قرارداد حتماً باید در زمان انعقاد قرارداد مشخص باشد و نمی‌توان عقد بیع را با ثمن مجهول که ممکن است محل اختلاف شود منعقد ساخت، اما ماده ۲۱۶ همان قانون در برخی موارد خاص، علم اجمالی نسبت به موضوع را کافی دانسته است. به نظر می‌رسد یکی از مواردی را که می‌توان موجب تعدیل این قاعده دانست، عرفی است که موجب رفع جهالت مطلق و تبعاً غرر و اختلاف می‌شود (قبولی درافشان و لطیف‌زاده، ۱۳۹۸، ص ۲۹) و هر جا که معامله در عرف خطرناک و قابل سرزنش به شمار نیاید علم اجمالی به مورد معامله کافی است (صفایی، ۱۳۹۱، ص ۵۲). بر این اساس برخی حقوقدانان بیعی را که ثمن آن نه توسط طرفین بلکه توسط شخص ثالث باید معین شود را باطل نمی‌دانند. در این فرض بیع زمانی واقع می‌شود که شخص ثالث نماینده دو طرف باشد و بخواهد تراضی نیمه تمام را تکمیل کند. در این صورت بیع زمانی منعقد می‌شود که ثمن از سوی ثالث تعیین شود و قبل از آن، آنچه واقع می‌شود پیش قراردادی است که انعقاد بیع منوط به تعیین ثمن توسط ثالث است (کاتوزیان، ۱۳۸۷؛ ص ۱۵۱). بنای این قاعده نفی غرر و جلوگیری از اختلافات احتمالی آینده ذکر شده است (شاطی صالح احمد التیمی، رادان، ضیاء، و پورخاقان

شاهرضایی، ۱۴۰۴، ص ۵۷). با وجود این، اگر به جای تعیین ثمن مشخص در زمان انعقاد عقد، ضوابط تعیین آن در آینده به طور مشخص و روشن تعیین شود، غرر و احتمال اختلاف در آینده تا حد زیادی منتفی می‌شود (زینلی، مرادخانی و عسگری، ۱۴۰۳، ص ۹۶؛ قاسم زاده، ۱۳۸۳، ص ۱۲۱؛ کلهر و شجاع سنگچولی، ۱۴۰۳، ص ۱۹)؛ در نگاهی دیگر، اعطای اختیار تعیین ثمن به شخص ثالث یا حتی به یکی از طرفین عقد را می‌توان با عقد وکالت مقایسه نمود. در عقد وکالت وکیل در انعقاد عقد باید غبطه و مصلحت موکل خود را در حدود متعارف رعایت کند. در این قیاس می‌توان این‌گونه نظر داد که شخص ثالث و یا یکی از طرفین قرارداد که مامور تعیین میزان ثمن است، اختیارش با این شرط بنایی همراه است که ثمن را باید در حدود متعارف تعیین کند. این تحلیل را می‌توان موید نظریه اقلیت در فقه دانست. چرا که معاملینی که اختیار تعیین قیمت را به ثالث می‌سپارند، با شرط بنایی رعایت مصلحت، از شمول غرر بیرون به نظر می‌رسند. همچون موکلی که اختیار کل انعقاد قرارداد را به وکیل می‌سپارد. البته در بازار فارکس، کارگزار هیچ سطحی از اختیار را برای تعیین بهترین قیمت ندارد، بلکه از تعهدات اوست که معامله منعقد شده با ضابطه بهترین قیمت بازار را، در بهترین قیمت بازار اجرا کند. کارگزار به هیچ عنوان بجز بهترین قیمت بازار نمی‌تواند از جانب خود معامله را با قیمتی اجرا کند و سپس آن را به داوری عرف بگذارد که آیا عرف این قیمت را منصفانه یا قابل پذیرش می‌داند یا خیر. از این حیث، باید میان «تعیین ثمن بر اساس ضابطه‌ای که در آینده تحقق می‌یابد» و «واگذاری اختیار تعیین ثمن به یکی از طرفین» تفکیک کرد. در فرض نخست، طرفین در زمان انعقاد قرارداد، ضابطه تعیین ثمن را مشخص کرده‌اند و تحقق نهایی قیمت در آینده صرفاً اجرای همان ضابطه است؛ اما در فرض دوم، میزان ثمن به اراده شخصی که اختیار تعیین آن به او واگذار شده وابسته است. در سفارش‌های مورد بحث، مقصود از ارجاع به قیمت بازار، فرض نخست است و نه اعطای اختیار تعیین دلخواه ثمن به کارگزار. بنابراین، در این تحلیل، کارگزار صرفاً مجری ضابطه تعیین قیمت است و تفاوت احتمالی میان قیمت مشاهده‌شده یا قیمت تعیین شده با قیمت نهایی اجرای معامله، مادام که ناشی از تغییر وضعیت بازار و اجرای سفارش بر مبنای بهترین قیمت بازار در زمان اجرا باشد، به معنای اعطای اختیار تعیین ثمن به کارگزار نیست. تعیین بهترین قیمت بازار به عنوان یک معیار عینی و به دور از داوری‌های سلیقه‌ای در زمان اجرای سفارش، به عنوان ثمن قرارداد به‌ویژه در خصوص معاملات الکترونیکی مانند بازار فارکس و رمزارزها با وجود مکانیزم‌های خودکار تعیین قیمت و شفافیت اطلاعاتی بیشتر با حداقل امکان بروز اختلافات مواجه است. در این تحلیل، عرف بازار

خود معیار مستقل قابل پذیرش بودن میزان تفاوت دو قیمت یا جهل به ثمن و همینطور مجوزی برای واگذاری اختیار تعیین قیمت به کارگزار نیست؛ بلکه عرف، صرفاً مؤید آن است که تعیین ثمن بر اساس چنین ضابطه‌ای، یعنی ارجاع به بهترین قیمت بازار در زمان اجرای معامله، به طور متعارف غرر و خطر ناشی از جهل را برطرف می‌کند. بنابراین، آنچه موجب رفع جهل و غرر می‌شود، وجود ضابطه روشن و قابل تعیین برای تعیین ثمن است و به نظر می‌رسد عرف، پذیرش و متعارف بودن این ضابطه را تأیید می‌کند. این شیوه تعیین قیمت نیز منحصر به بازارهای مالی بین‌المللی نیست و در معاملات داخلی نیز نمونه‌هایی از تعیین ثمن بر اساس ضوابطی که در زمان انعقاد قرارداد هنوز به عدد نهایی تبدیل نشده‌اند، مشاهده می‌شود؛ از جمله در برخی قراردادهای تولید و فروش خودرو یا قراردادهای پیمانکاری که قیمت نهایی ممکن است بر اساس شاخص‌ها، هزینه‌های تحقق‌یافته، شرایط بازار یا ضوابط از پیش تعیین شده در مقطع بعدی مشخص شود. لذا مقصود از عرف در بحث حاضر، عرف اختصاصی کارگزاران خارجی فارکس نیست، بلکه پذیرش عرفی امکان تعیین ثمن بر اساس ضابطه‌ای مشخص و قابل احراز است. بنابراین با توجه به این‌که هدف مقنن از وضع این شرط، حمایت از طرفین قرارداد است، به نظر می‌رسد با به حداقل رسیدن امکان بروز اختلاف، جهل و غرر به میزانی نباشد که به راحتی بتوان به پشتوانه آن، حکم به بطلان این معاملات، از این منظر داد.

در فرضی که سفارش‌گذاری در کارگزار بازارساز را ایجاب مستقیم معامله بدانیم، مورد دیگری که فرآیند تعیین قیمت در بازارهای فارکس و رمزارزها را می‌تواند توجیه کند، شباهت نحوه تعیین قیمت با فرآیند تعیین قیمت و انعقاد معاملات از طریق مزایده و مناقصه است. در مزایده، خریداران بهای کالا را تعیین می‌کنند و فروشنده از قبل پذیرش خود را نسبت به بالاترین قیمت اعلام می‌کند. از همین جهت برای جلوگیری از تعیین قیمت نامطلوب، سازوکاری از سوی برگزارکننده مزایده یا مناقصه پیش‌بینی می‌شود تا کمترین قیمت که مزایده از آن آغاز می‌شود معین گردد (کاتوزیان، ۱۳۸۷؛ ص ۱۵۲). ماده ۱۲۸ قانون اجرای احکام مدنی در همین رابطه مقرر می‌دارد «مزایده از قیمتی که به ترتیب مقرر در مواد ۷۳ تا ۷۵ معین شده شروع می‌شود و مال متعلق به کسی است که بالاترین قیمت را قبول کرده است». ملاحظه می‌گردد این مقرر قانونی از قاعده اصلی مبنی بر معلوم و معین بودن ثمن در هنگام تراضی عدول کرده و به نوعی قابلیت تعیین ثمن را پذیرفته است. سفارش‌گذاری‌ها در بازار جفت ارزها و در کارگزاران بازارساز، بی‌شباهت به این فرایند نیست. در سفارش بازار که معامله‌گر معامله به بهترین قیمت جاری بازار را ایجاب می‌کند،

هرچند که طرف معامله او کارگزار است و خطاب ایجاب او همچون مزایده افراد متعددی نیستند که با یکدیگر رقابت می‌کنند، اما فرایند تشخیص بهترین قیمت بازار همچون مزایده است. کارگزار بازارساز برای پوشش ریسک خود معامله را در قیمتی اجرا می‌کند که در همان لحظه، سفارش متقابلی برای آن وجود داشته باشد و یا اگر در خود دفتر سفارشات کارگزار سفارش متقابلی در آن قیمت وجود نداشته باشد، سفارش را در قیمتی اجرا می‌کند که خود بتواند سفارش معکوسی با یک تامین‌کننده نقدینگی در بازار بین‌بانکی و خارج از دفتر سفارشات خود منعقد کند. بنابراین، قیمتی که سفارش معامله‌گر در آن اجرا می‌شود بهترین قیمتی است که در آن لحظه می‌توان معامله را بر اساس آن منعقد نمود. گاه ممکن است به دلیل حجم زیاد سفارش، تمام سفارش در یک قیمت ثابت اجرا نشود و بخشی از آن در قیمت ارزان‌تر یا گران‌تر از قیمت‌های قبلی اجرا شود؛ چرا که بهترین قیمت تا آخرین لحظه‌ای که همه سفارش تکمیل شود ممکن است تغییر کند. در خصوص سفارش‌های معلق و شرطی نیز همین امر حاکم است چرا که سفارش‌های شرطی نیز بعد از تحقق شرط، تبدیل به سفارش‌های بازار می‌شوند و با بهترین قیمت بازار اجرا می‌گردند.

چنانکه پیش‌تر اشاره شد، تحلیل ماهیت حقوقی انواع سفارش‌گذاری در کارگزاران بازارساز باید با در نظر گرفتن تمام ابعاد صورت گیرد؛ در تفسیری دیگر، این تحلیل با نظر داشت دو جنبه انجام می‌شود. اول این‌که کارگزار خود مستقیماً در مقابل معامله‌گر اقدام به اتخاذ موقعیت معاملاتی می‌کند و دیگری، تعریف سفارش‌گذاری به پیشنهاد یا ایجاب برای انجام یک معامله. در کنار تعریف سفارش‌گذاری به پیشنهاد یا ایجاب، عباراتی نیز وجود دارد که این احتمال را تقویت می‌کند که معامله‌گر حتی در فرضی که طرف مقابل او خود کارگزار است، اراده یا ایجاب او مستقیماً و بدون واسطه وارد حیطه عقد نمی‌شود؛ بلکه این اراده با واسطه‌ای تراضی را تشکیل می‌دهد. به‌عنوان مثال، خود عناوینی مثل «سفارش» و «دستور» انجام معامله که هم در دستورالعمل‌های پلتفرم‌های معاملاتی از آن یاد شده و هم در کنار عنوان ایجاب، در توافق‌نامه‌های رسمی کارگزاری‌ها از آن‌ها استفاده شده، حاکی از این موضوع است. توضیح این وضعیت می‌تواند این‌گونه باشد که معامله‌گر با ارسال سفارش به کارگزار، دستور انجام اعلام اراده و تبعاً انعقاد عقد را به کارگزار می‌دهد. در این فرض با توجه به این‌که از یک سو کارگزار اراده و ایجاب معامله‌گر را اعلام می‌کند و از سوی دیگر در طرف مقابل این اعلام اراده، خود کارگزار قرار دارد و همچنین با توجه به این‌که برخلاف کارگزارهای مدل ای‌بوک خریدار و فروشنده از هویت یکدیگر آگاه هستند، این فرضیه را مطرح می‌کند که معامله‌گر برای انجام معامله به کارگزار وکالت می‌دهد، تا

کارگزار به وکالت از معامله‌گر در مقابل خودش معامله کند. در این چارچوب، همچون سفارش‌گذاری در کارگزاران ای‌بوک، ماهیت سفارش‌گذاری را در قالب تعیین حدود اختیار برای وکیل می‌توان در نظر گرفت. فرضیه معامله کارگزار با خود، به‌ویژه در جایی تقویت می‌شود که معامله به قدری وارد زیان می‌شود که خود کارگزار بدون ارسال سفارش از سوی معامله‌گر وارد می‌شود و اقدام به بستن موقعیت معاملاتی می‌کند. یعنی بدون این‌که هیچ‌گونه ایجاب مستقیمی از سوی معامله‌گر صادر شود، کارگزار به وکالت از او، موقعیت معاملاتی که در مقابل خود کارگزار بود را می‌بندد. با وجود این، تعبیر صریحی همچون ایجاب و قبول، در جهت مقابل، مانع اتکای قابل اطمینان به این فرضیه می‌شود. بنابراین، از آنجا که اختیار وکیل در معامله با خود نیازمند اذن صریح موکل است، وجود قرائن مخالف، اساساً مانع احراز صراحت در اعطای نیابت، به‌ویژه در معامله کارگزار با خود است. به نظر می‌رسد در خصوص این نوع کارگزاران، فقط در فرض بستن اجباری معاملات به دلیل زیان بیش از حد می‌توان نظریه وکالت کارگزار در معامله با خود را بر اساس اختیار صریح ناشی از قرارداد چارچوب مشتریان قابل احراز و شبهات ناشی از تعلیق عقد و جهل به عوضین را در قالب تعیین حدود اختیار برای کارگزار قابل رفع دانست. البته در این صورت کارگزار در بستن اجباری معاملات، حسب قرارداد چارچوب و بر اساس مقررات ناظر، موظف به اقدام در بهترین قیمت در زمان بستن معامله است؛ به طوری که به محض تحقق شرایط بستن اجباری، بستن موقعیت معاملاتی باید در بهترین قیمت جاری بازار و با رعایت مصلحت معامله‌گر باشد.

نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر انواع سفارش‌گذاری برخط بر وضعیت حقوقی معاملات فارکس، صرفاً از حیث دو مسئله تعلیق عقد و معلوم بودن عوضین، و با در نظر گرفتن نقش و جایگاه حقوقی کارگزاران انجام شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تحلیل حقوقی سفارش‌های معاملاتی را نمی‌توان مستقل از جایگاه قراردادی کارگزار و نحوه اجرای سفارش بررسی کرد و تفکیک میان مدل‌های مختلف کارگزاری، در تعیین ماهیت حقوقی سفارش و آثار آن اهمیت اساسی دارد.

در برخی مدل‌های ای‌بوک که کارگزار سفارش مشتری را دریافت و برای اجرا به بازار یا تأمین‌کنندگان نقدینگی منتقل می‌کند و خود در مقام طرف معامله مشتری قرار نمی‌گیرد، ارسال سفارش را می‌توان در چارچوب تعیین حدود اختیار نماینده تحلیل کرد. در این فرض، سفارش‌های معلق یا شرطی نه به معنای انشای عقد معلق، بلکه به منزله تعیین حدود اختیار برای

کارگزار (نماینده) قابل تلقی هستند. به این ترتیب، عقد منعقد منجز بوده و مسئله تعلیق در انشا یا منشا قابل طرح به نظر نمی‌رسد.

در مدل بی‌بوک و نیز در مواردی که کارگزار از نظر قراردادی خود طرف معامله با مشتری است، تحلیل ماهیت سفارش متفاوت می‌شود. در این وضعیت، چنانچه ارسال سفارش را ایجاب فرض کنیم، سفارش شرطی را می‌توان با توجه به سازوکار عملی ثبت، امکان حذف یا ویرایش آن پیش از فعال شدن و عدم انعقاد معامله در زمان ارسال سفارش، به عنوان «ایجاب معلق» تحلیل کرد؛ به این معنا که تا پیش از تحقق شرط، عقدی میان طرفین منعقد نشده و با تحقق شرایط مقرر، ایجاب قابلیت پذیرش پیدا می‌کند. از این منظر، تعبیر سفارش شرطی به تعلیق در انشا یا منشا، از مبنای قابل اتکایی برخوردار نخواهد بود. از حیث معلوم بودن عوضین نیز، صرف تفاوت میان Execution Price و Trigger Price، به دلیل نوسانات بازار یا اسلیپیج، لزوماً به معنای مجهول بودن مطلق عوض نیست. چنانچه سازوکار اجرای سفارش، قیمت معامله را بر اساس ضابطه‌ای عینی و قابل تشخیص، مانند «بهترین قیمت جاری بازار در زمان اجرای سفارش»، تعیین کند، می‌توان از قابلیت تعیین قیمت سخن گفت. بنابراین، معلوم بودن عوض را نباید الزاماً به معنای تعیین عدد قطعی و نهایی قیمت در لحظه ارسال سفارش دانست؛ بلکه امکان تعیین آن بر اساس معیار مشخص و قابل احراز نیز می‌تواند در تحلیل این شرط مورد توجه قرار گیرد. چنانکه تعیین چنین ضابطه‌ای در بسیاری از معاملات داخلی، در قالب رویه، پذیرفته شده است. این شیوه را می‌توان بامزایده و نیز فرضی که متعاملین اختیار تعیین قیمت را با شرط بنایی مصلحت به ثالث می‌سپارند قیاس نمود. در خصوص بسته شدن اجباری موقعیت‌های معاملاتی نیز، با توجه به این‌که کارگزار بر اساس شرایط مصرح در قرارداد چارچوب برای بستن موقعیت اقدام می‌کند، تحلیل رابطه بر مبنای وکالت کارگزار در معامله با خود می‌تواند زمینه رفع هر دو شبهه را فراهم سازد.

در مجموع، یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که در چارچوب تحلیل ارائه‌شده، شبهات مذکور در ساختارهای معاملاتی مورد بررسی قابل رفع به نظر می‌رسد؛ با این حال، این نتیجه به معنای تأیید اعتبار کلی معاملات فارکس در حقوق ایران نیست و صرفاً ناظر به دو مسئله تعلیق و معلوم بودن عوضین است. همچنین، با توجه به بررسی نمونه‌ای قراردادهای کارگزاران و میسر نبودن مطالعه تمامی کارگزاران فعال، یافته‌های این پژوهش در خصوص کارگزاری که تحت چارچوب‌های نظارتی مشابه از مدل‌های عملیاتی مشابه استفاده می‌کنند، قابل استفاده است و نباید به معنای یکسان بودن تمامی روابط قراردادی یا تعمیم مطلق نتایج به همه کارگزاران تلقی شود.

منابع

- (۱) قانون مدنی
- (۲) قانون اجرای احکام مدنی
- (۳) ابن منظور، محمد بن مکرم (۱۴۱۴ق.). لسان العرب (جلد ۵). بیروت: دار صادر.
- (۴) اراکی، محمد علی (۱۴۱۴ق.). الخيارات. قم: مؤسسه در راه حق.
- (۵) امیریان، شیرین (۱۳۹۱). جنبه‌های حقوقی نقش کارگزار در معاملات بورس اوراق بهادار. (پایان‌نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.
- (۶) بحرانی، یوسف (۱۳۶۳). الحدائق الناضرة (جلد ۱۸). قم: مؤسسه النشر الإسلامی.
- (۷) برارپور، ابراهیم (۱۳۹۷). تحلیل مبانی فقهی و حقوقی فارکس. (پایان‌نامه دکتری). دانشگاه عدالت، تهران، ایران.
- (۸) بیات، فرهاد و بیات، شیرین (۱۳۹۷). حقوق مدنی (شرح جامع قانون مدنی). تهران: انتشارات ارشد.
- (۹) بیگدلی، عطاءالله. (۱۴۰۵). تحلیل احکام و مبانی «عقد معلق» در حقوق ایران، بر اساس امکان یا امتناع واسازی عقد از آثار آن در فقه امامیه و حقوق فرانسه. (e78242) پژوهش‌نامه حقوق اسلامی، [doi: 10.30497/law.2026.249386.3921](https://doi.org/10.30497/law.2026.249386.3921)
- (۱۰) ترابی، محمد و الهام، صادق (۱۴۰۲). بررسی فقهی معاملات بازار فارکس. مطالعات اقتصاد اسلامی، ۱۵(۲)، ۴۹۶-۴۶۷.
- (۱۱) جمعی از نویسندگان (۱۴۲۳ق.). موسوعة الفقه الإسلامی طبقاً لمذهب أهل البيت علیهم السلام (جلد ۲۲). قم: مؤسسه دائرة المعارف فقه اسلامی بر مذهب اهل بیت (علیهم السلام).
- (۱۲) حاجی غیائی فرد، محمدحسین و نیکومرام، هاشم (۱۳۹۸). آسیب شناسی مکانیزم انجام معاملات در بازار ارز جهانی (فارکس) و ارائه مدل پیشنهادی بازار متشکل ارزی مبتنی بر واقعیت اقتصادی کشور. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۳۹(۱۰)، ۱۳۵-۱۶۹.
- (۱۳) حر عاملی، محمد بن الحسن (۱۴۱۶ق.). وسائل الشیعة (جلد ۱۷). قم: مؤسسه آل البيت علیهم السلام لإحياء التراث.
- (۱۴) حسینی مراغی، عبد الفتاح بن علی (۱۴۱۷ق.). العناوین الفقہیة (جلد ۲). قم: مؤسسه النشر الإسلامی
- (۱۵) حلی، جعفر بن حسن (۱۴۰۸ق.). شرائع الاسلام (جلد ۲). قم: موسسه اسماعیلیان.
- (۱۶) حلی، حسن بن یوسف (۱۴۱۳ق.). مختلف الشیعة فی أحكام الشریعة (جلد ۵). قم: دفتر انتشارات اسلامی.
- (۱۷) خاتمی سبزواری، سید مرتضی؛ ظهیری، علی و عندلیبی، رضا (۱۴۰۲). بررسی فقهی معاملات بازار فارکس. فقه، ۳۰(۱۱۴)، ۹۷-۶۵.
- (۱۸) خویی، سید ابوالقاسم (۱۳۷۷). مصباح الفقاهة (جلد ۵). قم: انتشارات دآوری.

- ۱۹) زارع، ایوب؛ زارع، محمد؛ و مفتاحی، مهدی (۱۳۹۷). مبانی و آثار تعلیق در عقد. مطالعات علوم سیاسی، حقوق و فقه، ۴(۳)، ۷۰-۸۰.
- ۲۰) زینلی، فرشته؛ مرادخانی، احمد؛ و عسگری، علیرضا (۱۴۰۳). بررسی فقهی حقوقی ثمن شناور در معاملات نوین. فقه، ۳۱(۱۱۹)، ۷۴-۱۰۲.
- ۲۱) سمیعی، صدیقه (۱۳۹۰). بررسی رابطه حقوقی کارگزار و مشتری (اصیل) در بازار بورس اوراق بهادار. (پایان نامه کارشناسی ارشد). دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.
- ۲۲) شاطی صالح احمد التیمی، محمد؛ رادان جبلی، علی؛ ضیاء، حسنین؛ و پورخاقان شاهرضایی، زینب (۱۴۰۴). مطالعه تطبیقی ثمن شناور در کنوانسیون بیع بین المللی کالا ۱۹۸۰ وین، حقوق ایران، عراق و انگلستان. مطالعات فقه اقتصادی، ۷(۲)، ۴۹-۶۴.
- ۲۳) شهیدی، مهدی (۱۳۹۰). تشکیل قراردادها و تعهدات. تهران: انتشارات مجد.
- ۲۴) شهیدی، سید مرتضی؛ و جعفری خسروآبادی، نصراله (۱۳۹۶). ماهیت فقهی-حقوقی عمل کارگزاری در معاملات بورسی. دوفصلنامه دانشنامه حقوق اقتصادی، ۲۴(۱۲)، ۲۳-۴۲.
- ۲۵) صادقی، محمد؛ و قدیمی، احسان (۱۴۰۰). مرتبه حقوقی سفارش خرید و فروش در سامانه معاملات اوراق بهادار. دوفصلنامه تخصصی حقوق فناوری های نوین، ۲(۴)، ۲۳-۴۹.
- ۲۶) صفایی، سید حسین (۱۳۸۷). قواعد عمومی قراردادها. تهران: نشر میزان.
- ۲۷) صفایی، سید حسین (۱۳۹۱). نگاهی دیگر به ضابطه کفایت علم اجمالی در "مورد معامله": تفسیر ماده ۲۱۶ قانون مدنی بر مبنای قاعده غرر. فصلنامه تحقیقات حقوقی، ۱۵(۵۹)، ۴۱-۶۱.
- ۲۸) قاسم زاده، سید قاسم (۱۳۸۳). اصول قراردادها و تعهدات. تهران: نشر دادگستر.
- ۲۹) قبولی درافشان، سید محمد مهدی؛ و لطیف زاده، مهدیه (۱۳۹۸). تأملی فقهی حقوقی بر ماده ۴۰۱ قانون مدنی. آموزه های فقه مدنی، ۱۱(۲۰)، ۲۳-۴۸.
- ۳۰) کاتوزیان، ناصر (۱۳۸۷). عقود معین (جلد ۱). تهران: شرکت سهامی انتشار.
- ۳۱) کاتوزیان، ناصر (۱۳۹۳). قواعد عمومی قراردادها (جلد ۱). تهران: شرکت سهامی انتشار.
- ۳۲) کاشف الغطاء، محمد حسین بن علی (۱۴۲۲ق.). تحریر المجله (جلد ۱). قم: مرکز تحقیقات و الدراسات العلمیه.
- ۳۳) کلهر، سینا؛ و شجاع سنگجولی، مهرویه (۱۴۰۳). بررسی تطبیقی اثر عقد بیع با ثمن شناور در حقوق موضوعه ایران و کنوانسیون بیع بین المللی کالا مصوب ۱۹۸۰ وین. حقوق و مطالعات نوین، ۵(۲)، ۱-۲۲.
- ۳۴) نایینی، محمد حسین (۱۳۷۳ق.). منیه الطالب. تقریرات توسط موسی خوانساری نجفی (جلد ۱). تهران: المکتبه المحمدیه.

۳۵) نوری، سمیه؛ سالارزایی، امیرحمزه؛ و مختاری افراکتی، نادر (۱۳۹۸). تحلیل فقهی بازار بین‌المللی فارکس با تکیه بر ممنوعیت آن در قوانین ایران. پژوهش‌نامه حقوق اسلامی، ۲۰(۱)، ۷۷-۹۶.

- 36) ASIC. (2025). Dealing and providing custodial or depository service as secondary service (Information Sheet 141). Retrieved from. <https://www.asic.gov.au/for-finance-professionals/afs-licensees/applying-for-and-managing-an-afs-licence/licensing-certain-service-providers/dealing-and-providing-custodial-or-depository-service-as-secondary-service>
- 37) Cartea, Á., Sánchez-Betancourt, L. (2021). The shadow price of latency: Improving intraday fill ratios in foreign exchange markets. *SIAM Journal on Financial Mathematics*, 12(1), 254-294.
- 38) CFTC. (2017). Order instituting proceedings pursuant to sections 6(c) and 6(d) of the Commodity Exchange Act, making findings, and imposing remedial sanctions: In the matter of Forex Capital Markets, LLC, FXCM Holdings, LLC, Dror Niv, and William Ahdout (CFTC Docket No. 17-09).
- 39) CMC Markets plc. (2019). Annual report and financial statements 2019. Retrieved from. https://www.annualreports.com/HostedData/AnnualReportArchive/c/LSE_CMCX.L_2019.pdf
- 40) European Commission. (2026). Commission Delegated Regulation (EU) 2026/825 of 14 April 2026 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying the criteria to be taken into account in establishing and assessing the effectiveness of order execution policies of investment firms and repealing Commission Delegated Regulations (EU) 2017/575 and (EU) 2017/576. *EUR-Lex*. Retrieved from. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1784861178064&uri=CELEX%3A32026R0825>
- 41) European Parliament & Council of the European Union. (2024). Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU (recast)(consolidated text). *EUR-Lex*. Retrieved from. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%253A02014L0065-20240328>
- 42) eXcentral Ltd. (2021). Client Agreement (Version 0.7). Retrieved from. https://www.excentral.com/wp-content/uploads/excentral/eu/2016/12/eXcentral-Client_Agreement-1.pdf
- 43) Exclusive Markets Ltd. (2022). Client Agreement. Retrieved from. <https://www.exclusivemarkets.com/public/uploads/exclusive-markets-ltd-client-agreement-2022.pdf>
- 44) FCA. (2025). COBS 11: Dealing and managing. *FCA Handbook*. Retrieved from <https://handbook.fca.org.uk/handbook/cobs11>
- 45) FCA. (2026). PERG 2.7 Activities: a broad outline. *FCA Handbook*. Retrieved from. <https://handbook.fca.org.uk/handbook/perg2/perg2s7>
- 46) First Prudential Markets LLC. (2021). Client Agreement. Retrieved from. <https://tinyurl.com/32bzcmhd>
- 47) Forex TB Limited. (2020). Client Agreement. Retrieved from. https://www.forextb.com/eu/wp-content/uploads/forextb/eu/2020/08/Forex-TB_Client-Agreement.pdf
- 48) Forman, J. (2016). The retail spot foreign exchange market structure and participants. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2753823>
- 49) Interactive Brokers Luxembourg SARL. (n.d.). Customer agreement. Retrieved from.

https://gdcdyn.interactivebrokers.com/Universal/servlet/Registration_v2.formSampleView?formdb=4469

- 50) Interactive Brokers (U.K.) Limited. (2023). Client agreement for products carried by Interactive Brokers (U.K.) Limited (Form 3066). Retrieved from. https://www.lynxbroker.com/media/doc/IBUK/3066_IBUK_Client_Agreement_For_Products_Carried_By_Interactive_Brokers_ENG.pdf
- 51) Iseli, T., Wagner, A. F. & Weber, R. H. (2007). Legal and economic aspects of best execution in the context of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). *Law and Financial Markets Review*, 1(4), 31-43.
- 52) Kamate, V., & Kumar, A. (2024). Dealer networks, client sophistication and pricing in OTC derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 140, Article 102986. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2023.102986>
- 53) Li, J. & Li, W. (2020). Brokers or Dealers? Trading Intermediation and Market Liquidity. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2760457>
- 54) Loras, R. (2024). The impact of transactions costs and slippage on algorithmic trading performance. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/384458498_The_impact_of_transactions_costs_and_slippage_on_algorithmic_trading_performance
- 55) Menkveld, A. J. (2011). High frequency trading and the new-market makers (Tinbergen Institute Discussion Paper No. 11-076/2/DSF21). Tinbergen Institute. <https://www.econstor.eu/handle/10419/86769>
- 56) MetaQuotes Ltd. (n.d.). Types of Execution - Trading - MetaTrader 4 Help. Retrieved from. <https://www.metatrader4.com/en/trading-platform/help/positions/orders>
- 57) MEX Global Markets Pte Ltd. (n.d.). Client Agreement (MGM-ClientAgreement_V1). Retrieved from. https://mexglobalmarkets.com/public_files/images/mexglobalmarkets/MGM-ClientAgreement_V1.pdf
- 58) NFA. (2021). Forex transactions: Interpretive Notice 9053. NFA Rulebook. Retrieved from <https://www.nfa.futures.org/rulebooksql/rules.aspx?RuleID=9053&Section=9>
- 59) Securities and Futures Commission. (2020). Report on leveraged foreign exchange trading activities carried out by licensed corporations.

منابع اینترنتی

- 60) Fernando, J. (2024). Agency Broker: What It Means, How It Works, Example [Web article]. Investopedia. Retrieved from. <https://www.investopedia.com/terms/a/agencybroker.asp>
- 61) Hayes, A. (2024). Electronic communication network (ECN): Definition and examples [Web article]. Investopedia. Retrieved from <https://www.investopedia.com/terms/e/ecn.asp>
- 62) Kudrin, A. (2023). What's The Difference between ECN and STP Brokers? [Web article]. xcritical. Retrieved from. <https://b2broker.com/news/stp-vs-ecn-forex-brokers-whats-the-difference/>