

## ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره‌نویسی در بازار سرمایه

علی انصاری<sup>۱</sup> - سید مرتضی شهیدی<sup>۲</sup> - حسن آذر نیوش<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۴/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۸

### چکیده

مطابق تعریف ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار، تعهد پذیره‌نویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت پذیره‌نویسی به فروش نرسیده باشد. با انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی ناشر قصد انتقال ریسک‌های مختلف موجود در جریان پذیره‌نویسی به یک حمایت‌کننده قابل‌اطمینان را دارد. بدین ترتیب قرارداد تعهد پذیره‌نویسی نقش بیمه تأمین مالی در عرضه انواع اوراق بهادار را ایفاء می‌کند. با توجه به روش‌های موجود در بازار سرمایه کشورهای مختلف جهت انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی، این قرارداد می‌تواند ماهیت حقوقی متفاوتی داشته باشد. در روش معمول در بازارهای سرمایه منتخب نظیر آمریکا، متعهد پذیره‌نویس اقدام به تملک اوراق بهادار می‌کند؛ ولی در روش معمول بازار سرمایه ایران با انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی مالکیت اوراق بهادار به متعهد پذیره‌نویس منتقل نمی‌شود، بلکه با انعقاد قرارداد، ناشر حق التزام متعهد پذیره‌نویس به انعقاد قرارداد ثانویه را به دست می‌آورد، با توجه به التزام موجود در این قرارداد قصد طرفین در قالب عقد جایز نمی‌تواند قرار گیرد و این نوع تعهد پذیره‌نویسی را باید نوعی قرارداد مقدماتی دانست که برخلاف روش جاری در بازار سرمایه کشورهای منتخب، صرفاً رابطه شخصی و عهدی بین طرفین ایجاد کرده و نقل و انتقال مالکیتی در آن صورت نمی‌پذیرد.

**واژگان کلیدی:** انتقال ریسک، بیع سهام، بیمه، تعهد پذیره‌نویسی، پذیره‌نویسی

ansari@khu.ac.ir

۱. دانشیار حقوق خصوصی دانشگاه خوارزمی

Shahidi@ujsas.ac.ir

۲. استادیار حقوق خصوصی دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری (نویسنده مسئول)

hasan.azarniyush1370@gmail.com

۳. کارشناس ارشد حقوق خصوصی دانشگاه خوارزمی

## مقدمه

با توجه به اهمیت روزافزون بازارهای سرمایه نسبت به بازار پول در سراسر دنیا و جریان سرمایه‌ها از بازار پول به بازار سرمایه و نیاز به تأمین مالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه، قراردادهای جدیدی نیز در زمینه تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها متداول می‌شود. فرآیند پذیره‌نویسی اوراق بهادار به‌عنوان مخاطره‌آمیزترین بخش در زمینه تأسیس شرکت‌ها و فروش اوراق بهادار جدید انتشار شناخته می‌شوند. یکی از مهم‌ترین فعالیت‌هایی که بانک‌های سرمایه‌گذار در جریان پذیره‌نویسی اوراق بهادار انجام می‌دهند؛ تعهد پذیره‌نویسی اوراق بهادار است. امروزه اهمیت و تأثیر انجام این فعالیت در بازار سرمایه بر هیچ‌کس پوشیده نیست. قرارداد تعهد پذیره‌نویسی به‌طور سنتی بین بانک سرمایه‌گذار و شرکت ناشر اوراق بهادار منعقد و مطابق این قرارداد به روش‌های مختلفی، فروش اوراق بهادار شرکت ناشر تضمین می‌شود. آنچه مقاله حاضر را شایسته بررسی می‌کند این امر است که شناخت دقیق ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره‌نویسی می‌تواند، در موارد بروز اختلاف راهگشای حل اختلافات موجود شود، همچنین با تبیین تفاوت‌های موجود بین قرارداد رایج در بازار سرمایه ایران و شیوه معمول بازارهای سرمایه با سابقه بیشتر، زمینه را برای تقویت بازار سرمایه ایران فراهم کرد. مقاله حاضر درصدد بررسی تطبیقی روش انجام تعهد پذیره‌نویسی در بازار سرمایه ایران و سایر کشورها و نیز تبیین ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره‌نویسی در هر یک از روش‌های موجود است.

۱- پذیره‌نویسی<sup>۱</sup>

تأسیس شرکت سهامی عام نیازمند طی مراحل مختلف و دریافت مجوزهای پیش‌بینی شده در قانون، از نهادهای نظارتی مختلف است. پس از طی مراحل مذکور و اخذ مجوزهای موردنیاز، مرحله مراجعه به عموم، جهت تعهد و پرداخت سرمایه تعهد نشده شرکت توسط مؤسسان، آغاز که به آن پذیره‌نویسی عمومی گفته می‌شود.

برخی این‌گونه نظر داده‌اند که شرکت در شرف تأسیس دارای شخصیت حقوقی است اما یک شخصیت حقوقی ناقص؛ به همین دلیل می‌توان مخارجی برای شرکت در شرف تأسیس در نظر گرفت یا به نام شرکت در حال تأسیس حساب بانکی افتتاح و یا پول قرض کرد.

---

۱. Subscription.

درحالی که اگر شرکت در شرف تأسیس موجودیت حقوقی نداشته باشد نمی‌توان برای معدوم، ایجاد تعهد کرد. پس در این مورد مؤسسان کننده شرکت محسوب شده و به کنندگی عمل می‌کنند.<sup>۱</sup> به نظر می‌رسد با توجه به ماده ۵۸۳ قانون تجارت، قائل شدن شخصیت حقوقی برای شرکتی که تأسیس نشده و با توجه به مرحله‌ای که در آن قرار داشته و تأسیس آن نیز در ابهام قرار دارد، خالی از اشکال نباشد. با توجه به ایرادات مطروحه، نظریه دیگری در مورد ماهیت حقوقی پذیرهنویسی بدین تقریر ارائه شده که طرح اساسنامه، چون قبلاً به امضای مؤسسان رسیده (ماده ۸ لایحه قانونی ۱۳۴۷) بیانگر ایجاب آنان در انعقاد قرارداد شرکت با پذیرهنویسان است که البته به تنهایی، شخص حقوقی را ایجاد نمی‌کند. بدین ترتیب، پذیرهنویسی به انعقاد قراردادی منجر می‌شود که برای پذیرهنویس هم ایجاد تعهد می‌کند و هم ایجاد حق. تعهد او آوردن حصه‌ای است که تعهد کرده، مانند تعهدی که یک شریک با مسئولیت محدود در شرکت با مسئولیت محدود دارد و حق او نیز این است که عضو شرکت باشد.<sup>۲</sup> با عنایت به اینکه در زمان پذیرهنویسی شرکتی وجود ندارد، چون مؤسسان به نام و حساب شرکت عمل نمی‌کنند، نمی‌توان به سبب عدم وجود شرکت در زمان پذیرهنویسی عمل آنان را باطل تلقی کرد؛ زیرا آنان به نام خود عمل می‌کنند و پیشنهادشان به پذیرهنویسان این است که به قرارداد شرکتی که قبلاً بین مؤسسان منعقد شده بپیوندند؛ به همین علت، قانون‌گذار در ماده ۱۵ لایحه قانونی ۱۳۴۷ مقرر کرده: «امضای ورقه تعهد سهم به‌خودی خود مستلزم قبول اساسنامه شرکت و تصمیمات مجامع عمومی صاحبان سهام است»؛ درواقع، پذیرهنویس با امضای ورقه تعهد سهم، اساسنامه شرکت را که به منزله قرارداد شرکت است امضا کرده و بدین وسیله در زمره طرف‌های قرارداد شرکت قرار گرفته است. البته، اساسنامه شرکت در این مرحله فقط در حد طرح بوده و ممکن است بعداً در مجمع عمومی مؤسس اصلاح شود که احتمالاً این نظر با توجه به وضعیت قانونی ما قابل قبول‌تر باشد، با قبول این نظریه هم ایراد عدم وجود ماهیت حقوقی شرکت در شرف تأسیس برطرف می‌شود و هم منشأ تعهد را می‌توان قرارداد منعقد شده بین طرفین دانسته و ایراد ایقاع بودن روابط بین طرفین نیز مرتفع می‌شود.

۱. نصیری مرتضی، حقوق چندملیتی، (تهران: نشر دانش امروز، ۱۳۷۰)، ص ۱۵۳.

۲. اسکینی ربیعا، حقوق تجارت (شرکت‌های تجاری)، جلد دوم، (تهران: انتشارات سمت، ۱۳۸۹)، ص ۴۲.

## ۲- تعهد پذیرهنویسی<sup>۱</sup>

تعهد پذیرهنویسی به عنوان فعالیت واسطه‌ای میان ناشران و سرمایه‌گذاران شناخته می‌شود. با انجام فعالیت تعهد پذیرهنویسی، از یک طرف اشخاصی که نیازمند سرمایه هستند به سرمایه دسترسی پیدا کرده و از طرف دیگر اشخاصی که دارای منابع و سرمایه مازاد هستند، می‌توانند سرمایه خود را حفظ و افزایش دهند؛ همچنین این فعالیت به خوبی نقش واسطه‌ای نهادهای مالی را نیز مشخص می‌کند.<sup>۲</sup>

با نگاه دقیق به تعریف بانک سرمایه‌گذار یا همان شرکت تأمین سرمایه می‌توان ادعا کرد، فلسفه نام‌گذاری بانک سرمایه‌گذار نیز به دلیل انجام فعالیت‌های مشابه تعهد پذیرهنویسی توسط این بانک‌ها بوده است. در ادبیات مالی سرمایه‌گذاری به معنای خرید اوراق بهادار یا دیگر دارایی‌های مالی است. به عبارت دیگر نام‌گذاری بانک‌های سرمایه‌گذار به این دلیل است که این بانک‌ها اوراق بهادار تازه منتشر شده از شرکت‌ها را برای فروش مجدد به عموم خریداری می‌کنند.<sup>۳</sup>

### ۲-۱- تعهد پذیرهنویسی در روش رایج بازارهای سرمایه منتخب

روش معمول تعهد پذیرهنویسی در اکثر بازارهای سرمایه، بدین ترتیب است که متعهد پذیرهنویس، اوراق بهادار را به منظور فروش به عموم، از شرکت ناشر خریداری می‌کند. این روش تعهد پذیرهنویسی، مخاطره فروش اوراق بهادار به قیمت پایین‌تر به سرمایه‌گذاران را برای متعهد پذیرهنویس، به همراه خواهد داشت.<sup>۴</sup> در تعریف این روش از تعهد پذیرهنویسی گفته شده است: فرآیند خرید اوراق بهادار از ناشر توسط متعهد پذیرهنویس و فروش دوباره آن در بازار سرمایه را تعهد پذیرهنویسی می‌گویند، مانند عملی که دلان در قرن هجدهم انجام می‌دادند.<sup>۵</sup> در این شیوه، شخص متعهد پذیرهنویس با انعقاد یک تعهد قطعی و استوار، تمام یا بخش

۱. Underwriting.

۲. Stowell David, Investment banks (hedge funds, and private equity), (Usa, Academic Press, ۲۰۱۲), p ۲۱.

۳. Fleuriet Michel, Op.cit. p ۳۳.

۴. صباغیان کاخکی راضیه، «بررسی روش‌های انجام تعهد پذیرهنویسی و مقررات مربوط به آن در کشورهای مختلف» اقتصاد و بورس، شماره ۶۲ (اردیبهشت ۱۳۸۶) ص ۴۱.

۵. Iannotta Iannotta, GIInvestment banking(A Guide to Underwriting and Advisory Services), (Germany, Springer-Verlag Berlin Heidelberg, ۲۰۱۰), p preface viii.

بزرگی از اوراق بهادار منتشرشده را از شرکت ناشر به قیمت ثابت خریداری می‌کند. در این مورد نیز متعهد پذیرهنویس به منظور به دست آوردن بخشی از قیمت سهامی که به عموم فروخته می‌شود مسئولیت‌ها و ریسک‌هایی را نیز متحمل می‌شود.<sup>۱</sup> این فعالیت در واقع فروش اوراق بهادار توسط ناشران را تضمین نموده و متعهد پذیرهنویس نیز این اوراق را به امید کسب سود به سرمایه‌گذاران واگذار می‌کند.<sup>۲</sup>

در این شیوه، دو رویکرد عمده برای تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار وجود دارد: الف- روش مذاکره ب- روش رقابتی یا همان روش مزایده. در روش مذاکره‌ای جریان تعهد پذیرهنویسی با بحث و گفتگو و ارائه پیشنهاد میان متعهد پذیرهنویس و شرکت ناشر آغاز می‌شود. در این مورد، از آنجاکه یک توافق عمومی انتشار از لحاظ ذات و شروط قرارداد متغیر است، متعهد پذیرهنویس تصمیم می‌گیرد ریسک‌های موجود را بین دیگر متعهدان پذیرهنویس توزیع و اقدام به تشکیل سندیکا یا همان گروه خرید کند. هر سندیکا، شامل تعدادی از متعهدان پذیرهنویسی است که قبول کرده‌اند ریسک‌ها و مسئولیت‌های وابسته به توزیع اوراق بهادار را میان خود تقسیم کنند. تعهدات قراردادی میان متعهدان پذیرهنویس حاضر در سندیکا نیز معمولاً با انعقاد یک قرارداد مجزای درون سندیکایی تنظیم می‌شود. تقریباً به‌طور ثابت، متعهد پذیرهنویس عامل که در ابتدا با ناشر برای طراحی توزیع اوراق بهادار مذاکره می‌کند؛ به‌عنوان مدیر سندیکا انتخاب شده و بعد از تشکیل سندیکا معمولاً قرارداد تعهد پذیرهنویسی جداگانه‌ای میان ناشر و مدیر سندیکای تعهد پذیرهنویسی، به نیابت از سندیکا منعقد می‌شود. در روش دوم یا همان روش رقابتی، پس از اعلام ایجاب تعهد پذیرهنویسی اوراق بهادار از طرف ناشر، معمولاً دو یا چند سندیکا با ارائه پیشنهادهاى خود به ناشر با یکدیگر رقابت می‌کنند و سندیکای برنده تعهد پذیرهنویسی اوراق را بر عهده خواهد داشت.<sup>۳</sup>

## ۲-۲- قرارداد تعهد پذیرهنویسی در روش معمول در بازار سرمایه ایران

مطابق تعریفی که در بند ۲۹ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار از تعهد پذیرهنویسی ارائه شده، تعهد پذیرهنویسی تعهد شخص ثالث برای خرید اوراق بهاداری است که ظرف مهلت

۱. Greene Edward F», Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System»Notre Dame Law, ۵۶(۱۹۸۱)p ۷۶۲.

۲. Stowell David, op.cit. p ۲۱.

۳. Greene Edward F, op.cit. p ۷۶۲.



پذیره‌نویسی به فروش نرسد. در تعریفی دیگر برخی نویسندگان، تعهد پذیره‌نویسی را قبول تعهد کردن یا بیمه کردن در قبال حوادث ناشی از نوسانات قیمت‌ها در دوره پذیره‌نویسی اوراق تازه انتشار می‌دانند.<sup>۱</sup> در این روش، متعهد پذیره‌نویس با انعقاد قرارداد، سهام را از ناشر خریداری نمی‌کند. به عبارت دیگر متعهد پذیره‌نویس عمل سرمایه‌گذاری را انجام نمی‌دهد تا از تفاوت قیمت سهام سود کند، بلکه این شرکت‌ها از کارمزد خدمات ارائه‌شده و قبول ریسکی که انجام می‌دهند سود می‌برند. در این مورد، شرکت ناشر تا پایان فرآیند پذیره‌نویسی مالک اوراق بهادار است و صرفاً بعد از پایان فرآیند پذیره‌نویسی متعهد پذیره‌نویس، متعهد به خرید اوراق بهادار به فروش نرسیده است؛ به عبارت دیگر متعهد پذیره‌نویس در طول فرآیند تعهد پذیره‌نویسی حق عینی نسبت به اوراق بهادار موضوع پذیره‌نویسی ندارد و قصد طرفین نیز ایجاد چنین حقی در لحظه انعقاد قرارداد نبوده است.

### ۳- بررسی ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیره‌نویسی در شیوه معمول بازارهای سرمایه منتخب و در قالب عقد بیع

همان‌گونه که بیان شد؛ در این شیوه از تعهد پذیره‌نویسی، شرکت ناشر، اوراق بهادار منتشرشده را به قیمت ثابت و کمتر از قیمت بازار به متعهد پذیره‌نویس واگذار می‌کند. شرکت‌های عامل متعهد پذیره‌نویس با استفاده از فعالیت تعهد پذیره‌نویسی می‌توانند انواع اوراق بهادار را خریداری یا تعهد به خرید کنند.

مطابق ماده ۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران، سهام شرکت‌ها برای پذیرش در بورس باید سهام عادی بانام باشد. قانون‌گذار ایران در مورد ماهیت سهام مقرره خاصی را تصویب نکرده تا بتوان با استناد به آن ماهیت سهام در ایران را مشخص کرد. ماده ۲۴ ل.ا.ق.ت. سهم را قسمتی از سرمایه شرکت سهامی می‌داند که مشخص میزان مشارکت و تعهدات و منافع صاحبان آن در شرکت سهامی بوده که در ادامه ماده ۴۰ قانون مذکور، شرایط انتقال سهام بانام را فارغ از ماهیت آن بیان کرده است. البته قانون‌گذار در ماده ۶۷ قانون اجرای احکام مدنی مصوب ۱۳۵۶/۸/۱ سهم را در زمره اموال منقول آورده است؛ اما

۱. مشاوران و کارشناسان مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، نهادهای مالی، جلد دوم، (تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار ۱۳۸۹). ص ۶۵۴.



عدم تعیین دقیق ماهیت سهام در متون قانونی سبب شده است در رویه و دکتین در مورد ماهیت سهم بانام اختلاف نظرهایی به وجود آید. تعریف مقرر در ماده ۲۴ ل.ا.ق.ت به این امر اشاره دارد هرکسی به اندازه سهمی که از شرکت در اختیار دارد مالکیت همان مقدار از سرمایه شرکت را نیز در اختیار خواهد داشت. از جهت دیگر ماده ۵۸۳ ق.ت برای همه شرکت‌های تجاری مذکور در قانون تجارت شخصیت حقوقی قائل شده، این شخصیت حقوقی مستلزم آن است که مالکیت همه سرمایه در اختیار شرکت باشد. در این مورد باید گفت، از یک سو سهامدار به نسبت مقدار سهامی که در شرکت دارد، مالک سرمایه شرکت بوده و از سوی دیگر شخصیت حقوقی مستقل نیز مستلزم این امر است که شرکت مالک کل دارایی باشد تا بتواند آزادانه تمام اقدامات لازم را انجام دهد. در این مورد نه می‌توان حق سهامدار در شرکت را نادیده گرفت و مالکیت را از وی سلب کرد و نه می‌توان شخصیت حقوقی شرکت را نادیده گرفت. برخی متوجه این ایراد شده و در این مورد بیان کرده‌اند؛ ماهیت ورقه سهام بانام که یک ورقه بهادار است، از کنندگی سهام فراتر می‌رود. ورقه سهام، ورقه‌ای است که حقوق مربوط به سهام در آن منعکس شده است؛ بنابراین می‌تواند بر طبق مقررات حاکم بر اموال عینی انتقال داده شود. خریدار نه تنها مالکیت سند را به دست می‌آورد، بلکه مالکیت وی نسبت به تمامی حقوق مربوط به سهام نیز محقق می‌شود. سندی که به ورقه بهادار ارتباط دارد، در بردارنده یک حق با ارزش است. حقوق به سند اوراق بهادار مربوط می‌شود و با سند ادغام می‌شود و سند را یک دارایی عینی می‌سازد از این رو تمام آثار یک حق عینی که کامل‌ترین آن حق مالکیت است به ورقه بهادار تعلق می‌گیرد<sup>۱</sup>. البته در مقام نقد این نظریه گفته شده است ادغام حقوق متعلق به سهم با خود ورقه سهم و سند دلیلی برای تبدیل این حق به حق عینی تلقی نمی‌شود، زیرا در حال خود سند و نوشته برخلاف اسکناس و پول، فی نفسه نه ارزش مالی اعتباری دارد و نه ماهیت حقوقی مستقل، بلکه دلالت بر حق سهامدار می‌کند. به بیان دیگر ماهیت سهم و ورقه سهم با پول و اسکناس قابل مقایسه نیست<sup>۲</sup>.

به نظر می‌رسد دارنده سهام به تعداد سهامی که به وی اختصاص یافته است؛ آورده داشته و به

۱. غمامی مجید و ابراهیمی، مریم، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته شده در بورس» نشریه مطالعات حقوق تطبیقی (دانشگاه تهران)، شماره دوم (پاییز و زمستان ۱۳۹۱) ص ۱۳۹.

۲. جعفری خسروآبادی نصرالله و شهیدی، سید مرتضی، «باز پژوهی فقهی - حقوقی ماهیت اوراق سهام و قرارداد واگذاری آن» دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۹ (پاییز و زمستان ۱۳۹۴) ص ۴۱.



آن میزان در تشکیل سرمایه شرکت مشارکت دارد؛ اما این موضوع، به هیچ وجه به معنای مالکیت مشاع سهامدار در سرمایه یا دارایی شرکت نیست. ساختار حقوقی شرکت‌های تجاری با وجود شخصیت حقوقی مستقل، ماهیت متفاوتی نسبت به شرکت‌های مدنی دارد و سهامدار مالک مشاع اموال شرکت نیست. بلکه شرکت خود مالک اموال و دارایی خویش است؛ اما از سوی دیگر می‌توان این گونه تحلیل کرد که خود شرکت موضوع حق و مملوک سهامداران است. در این رابطه موضوع مالکیت، مال عینی و ملموس نیست. بلکه شرکت به عنوان یک مفهوم ذهنی و اعتباری موضوع مالکیت قرار می‌گیرد و هر یک از اعضاء و سهامداران شرکت به نسبت میزان سهام خود در این مالکیت سهیم و شریک هستند. بدین ترتیب نوعی مالکیت مشاع تحقق می‌یابد که موضوع آن نه عین مادی خارجی، بلکه یک مال اعتباری است. مالی که وجود آن در عالم اعتبار فرض می‌شود و مالکیت آن بر اساس ارزش تجارت در جریان تقویم و محاسبه می‌شود.<sup>۱</sup>

#### ۴- ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی در شیوه متداول در ایران

همان گونه که بیان گردید در قرارداد تعهد پذیرهنویسی معمول در ایران، با انعقاد قرارداد، مالکیت سهام به شخص متعهد پذیرهنویس منتقل نمی‌شود. در واقع با انعقاد این قرارداد، شرکت ناشر در صدد انتقال ریسک‌های موجود در فرآیند پذیرهنویسی به یک حمایت کننده و کسب اطمینان از فروش سهام منتشر شده است. سوالی که در اینجا مطرح می‌شود این است که ماهیت حقوقی قرارداد منعقد بین شرکت ناشر و متعهد پذیرهنویسی در قالب کدام یک از نهادهای شناخته شده در حقوق ایران قرار می‌گیرد؟

##### ۴-۱- بررسی ماهیت قرارداد تعهد پذیرهنویسی در قالب عقد بیمه

صنعت بیمه رابطه تکمیلی با بازار سرمایه دارد، با توجه به وجود مخاطرات فعالیت‌ها و افزایش ریسک‌ها، نقش بیمه در بازار سرمایه بسیار مهم خواهد بود؛ زیرا اطمینان به وجود یک حمایت کننده در مواقع خطر، سبب ایجاد امنیت، رشد و توسعه پایدار خواهد شد. بیمه تجمیع خسارت‌های احتمالی با انتقال آن‌ها به بیمه‌گری است که تعهد می‌کند در صورت وقوع حادثه، خسارت مربوط بر بیمه‌گذار را جبران کرده و یا خدمات جبران خسارت را در اختیار بیمه‌گذار

۱. عبدی پور فرد، ابراهیم، پیشین، ص ۱۳۸.



قرار دهد. ریسک را می‌توان مهم‌ترین عنصر عقد بیمه دانست. ریسک با توجه به حوزه‌های فعالیتی مختلف، می‌تواند مفاهیم متفاوتی داشته باشد. در اصطلاح ادبی ریسک بر احتمال خطر یا ضرر آینده دلالت دارد و آن را اقدام به عملی دانسته‌اند که آینده‌اش معلوم نیست.<sup>۱</sup> به‌طور سنتی ریسک در قالب عدم اطمینان تعریف می‌شود<sup>۲</sup>، عدم اطمینان از نتایج یک عمل و قرار گرفتن در معرض این عدم اطمینان، مهم‌ترین مؤلفه‌های تشکیل‌دهنده انواع ریسک‌ها هستند. ریسک موردتوجه بیمه، به مفهوم احتمال وقوع حادثه است؛ خطر مورد پوشش بیمه اتفاق یا پیشامد احتمالی است که زمان وقوع و تحقق آن نامعلوم است و تحقق آن به میل و اراده دو طرف قرارداد بیمه، به‌ویژه بیمه‌گذار وابسته نیست.<sup>۳</sup>

#### ۱-۱-۴- ریسک‌های موجود در جریان پذیرهنویسی سهام

ریسک انتظار: ریسک انتظار به دلیل فاصله زمانی بین ارائه درخواست تضمین فروش اوراق بهادار به متعهد پذیرهنویس و مراحل اخذ مجوز انتشار اوراق و فرایند عملیاتی حاصل می‌شود. به دلیل تغییرات حاصل در بازار مالی یا صنعت، ممکن است که قیمت پیشنهادی اولیه با نوسانات زیادی مواجه شود و حتی این امکان وجود دارد که به قیمتی دور از انتظار نزول کند. در این مورد باید گفت، تحمل این ریسک بر عهده ناشر خواهد بود، زیرا قرارداد تعهد پذیرهنویسی بین ناشر و متعهد پذیرهنویس هنوز منعقد نشده است.<sup>۴</sup>

ریسک بازار: به معنی احتمال تغییر در ارزش معاملاتی دارایی‌ها است که قیمت این دارایی‌ها را با قیمت مورد انتظار یا برنامه‌ریزی‌شده متفاوت می‌کند.<sup>۵</sup> ریسک بازار را می‌توان عامل بالقوه زیان مالی دانست که با تغییر قیمت متوسط و مورد انتظار به قیمتی پایین‌تر، موجب ورود زیان به مالک دارایی‌ها می‌شود.<sup>۶</sup> در فرآیند پذیرهنویسی، ممکن است قیمت سهام در اثر نوسانات بازار

۱. عمید حسن، فرهنگ فارسی عمید، (تهران: انتشارات راه ارشد، ۱۳۸۹). ص ۵۹۱.

۲. رجدا جورج ای، اصول بیمه و مدیریت ریسک (مفاهیم اساسی در مدیریت ریسک و بیمه)، (تهران: پژوهشکده بیمه، ۱۳۹۴). ص ۵.

۳. کریمی آیت، مبانی علمی و نظری بیمه‌های اموال، (تهران: بیمه مرکزی ایران، ۱۳۷۹). ص ۲۸.

۴. قهقی کاشانی محمد و همکاران، توسعه نهادهای مالی در ایران با تأکید بر دستورالعمل‌های موردنیاز در تشکیل و فعالیت نهاد مالی جدید، (تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۲). ص ۲۸۱.

۵. Coleman Thomas S, Quantitative Risk Management (A Practical Guide to Financial Risk), (usa, John Wiley & Sons, ۲۰۱۲). P ۱۷۹.

۶. Kaliski Burton S, Encyclopedia of Business and Finance, (usa, Macmillan Reference, ۲۰۰۱). P ۲۳۸.



از قیمت تعیین شده به وسیله شرکت‌هایی که سهام را قیمت‌گذاری کرده‌اند پایین‌تر آمده و این نوسان قیمت می‌تواند موجب متضرر شدن ناشر سهام شود. در تعهد پذیره‌نویسی، متعهد پذیره-نویس بعد از ارزش‌گذاری سهام، تعهد می‌کند در صورت به فروش نرسیدن سهام، سهام را به قیمت تعیین شده از ناشر خریداری کند. بدین ترتیب ریسک نزول قیمت سهام در نتیجه عدم فروش آن‌ها از ناشر به متعهد پذیره‌نویس منتقل می‌شود. همچنین با انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی متعهد پذیره‌نویس، متحمل ریسکی می‌شود که ریسک قیمت‌گذاری نامیده می‌شود. ریسک قیمت‌گذاری در اثر تغییر شرایط بازار پس از امضای قرارداد تعهد پذیره‌نویسی، به واسطه عملیات تضمین فروش اوراق بهادار حاصل می‌شود و بر عهده متعهد پذیره‌نویس خواهد بود.<sup>۱</sup> به عبارت دیگر با انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی، متعهد پذیره‌نویس با تحمل ریسک قیمت‌گذاری، ریسک بازار متوجه ناشر سهام را پوشش می‌دهد.

ریسک نقدینگی: بیانگر کمبود نقدینگی یا معادل آن جهت انجام تعهدات قابل‌انتظار یا غیرقابل‌انتظار است. این ریسک می‌تواند ناشی از عدم توانایی در تأمین منابع مالی موردنیاز به دلیل شرایط اقتصادی یا عدم فروش دارایی‌ها باشد.<sup>۲</sup> در صورت عدم فروش سهام شرکت در طی فرآیند پذیره‌نویسی، شرکت ناشر با عدم تأمین منابع مالی برای شروع فعالیت خود روبرو خواهد شد و با توجه به عدم تأمین سرمایه شرکت، ریسک نقد شوندگی سهام مذکور می‌تواند به عدم تأسیس شرکت نیز منتهی شود. همان‌گونه که قبلاً گفته شد، متعهد پذیره‌نویس با انعقاد قرارداد تعهد پذیره‌نویسی، تعهد می‌کند تا در صورت به فروش نرسیدن سهام تا زمان سررسید فرآیند پذیره‌نویسی، سهام مذکور را از ناشر خریداری کند. با توجه به این تضمین خرید، ریسک نقد شوندگی سهام توسط متعهد پذیره‌نویس پوشش داده می‌شود. البته در صورتی که ارزش سرمایه‌گذاری صورت گرفته، توسط شرکت تأمین سرمایه کاهش یافته و فروش مجدد اوراق پس از خرید از ناشر با دشواری روبرو شود، می‌تواند منجر به ورشکستگی متعهد پذیره-نویس گردد. البته بدین منظور معمولاً شرکت‌های تأمین سرمایه از طریق تشکیل سندیکا اقدام به تعهد پذیره‌نویسی می‌کنند؛ که بدین ترتیب ریسک مذکور در بین شرکت‌های تأمین سرمایه متعدد تقسیم می‌شود.

۱. فقهی کاشانی محمدمو همکاران، پیشین، ص ۲۸۱.

۲. Erik banks, Liquidity Risk (Managing Funding and Asset Risk), (uk, Palgrave Macmillan, ۲۰۱۴). P۴.

## ۲-۱-۴- وجوه اشتراک و افتراق عقد بیمه با قرارداد تعهد پذیرهنویسی

بیمه از عقود شناخته‌ای شده‌ای است که تا حدودی با قرارداد تعهد پذیرهنویسی شباهت دارد. شاید مهم‌ترین دلیلی که در نگاه نخست سبب می‌شود تا قرارداد تعهد پذیرهنویسی نوعی عقد بیمه به نظر آید؛ ایجاد قرارداد مذکور جهت انتقال ریسک است، بدین جهت که ریسک‌های مختلف موجود در جریان تعهد پذیرهنویسی را به شخص متعهد پذیرهنویس منتقل می‌کند و در مقابل، ناشر اقدام به ابرامش خاطر و اطمینان - که امری نامحسوس است - می‌کند؛ بنابراین قرارداد تعهد پذیرهنویسی را می‌توان بیمه ریسک عدم فروش سهام و به تبع آن کاهش احتمالی قیمت سهام دانست. در قرارداد تعهد پذیرهنویسی، متعهد پذیرهنویس با مطالعه دقیق سهام و شرایط بازار و عوامل دیگر، سیاست‌هایی را اتخاذ می‌کند که ریسک را به حداقل رسانده و خود را از تغییر ناگهانی و غیرمترقبه قیمت‌ها مصون بدارد. از سوی دیگر، متعهد پذیرهنویس در مقابل متعهد شدن خویش برای خرید سهام به فروش نرسیده در فرآیند پذیرهنویسی، مبلغی را از شرکت ناشر دریافت می‌کند که می‌توان آن را مشابه حق بیمه در قرارداد بیمه دانست. در قرارداد بیمه، در صورت مصون ماندن بیمه‌گذار از خسارت در پایان دوره، بیمه‌گر هیچ تعهدی ندارد و حق بیمه به‌عنوان حق‌الزحمه شرکت بیمه تلقی خواهد شد. در قرارداد تعهد پذیرهنویسی نیز در صورت فروش تمام سهام در طی فرآیند پذیرهنویسی، متعهد پذیرهنویسی هیچ تعهدی ندارد و مبلغ اولیه دریافتی را نیز به‌عنوان حق تعهد نزد خود نگاه خواهد داشت.

از سوی دیگر اگرچه می‌توان گفت قرارداد تعهد پذیرهنویسی نقش بیمه را در بازار سرمایه ایفا می‌کند و هر دو زمره عقود تأمینی هستند ولی این مشابهت سبب یکی دانستن این دو نهاد نمی‌شود و باید به بررسی تفاوت‌هایی نیز بپردازیم که آن‌ها را از یکدیگر متمایز می‌سازند. جبران زیان یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های عقد بیمه است. جبران زیان به این مفهوم است که بیمه‌شده پس از وقوع زیان به همان وضعیت و حالت قبل از وقوع زیان برگردانده شود.<sup>۱</sup> در قرارداد تعهد پذیرهنویسی، در صورت عدم فروش اوراق بهادار، خسارت به مفهوم خسارت مادی و قابل جبران وارد نشده است. بلکه ممکن است، عدم فروش اوراق سهام به عدم تشکیل شرکت یا به افت قیمت سهام و زیان شرکت منجر شود. به عبارت دیگر زیان وارده به شرکت زیان مستقیم و بلا واسطه نیست. بلکه عدم فروش سهام، ممکن است به موارد مذکور منجر

۱. رجدا، جورج ای، پیشین، ص ۴۸.

شود؛ بنابراین تعهد پذیرهنویسی در جهت جبران خسارت نیست. بلکه به منظور جلوگیری از ورود خسارت است. از جهت دیگر، عنصر شانس در قراردادهای بیمه نسبت به سایر قراردادها نقش فعال‌تری ایفا می‌کند. در یک قرارداد بیمه‌ای، ممکن است یک طرف قرارداد بیشتر از آنچه پرداخت و هزینه کرده است، عایدات داشته باشد. مثلاً اگر فردی برای یک بیمه‌نامه مسکن به ارزش ۲۰۰ هزار دلار، ۶۰۰ دلار حق بیمه پرداخت کند، ممکن است با وقوع خسارت، ۲۰۰ هزار دلار عایدات داشته باشد. در مقابل، ممکن است این فرد با وجود پرداخت حق بیمه برای چندین سال، هیچ‌گونه خسارتی دریافت نکند.<sup>۱</sup>

در قرارداد تعهد پذیرهنویسی، نمی‌توان مبلغ پرداخت شده توسط ناشر به متعهد پذیرهنویس را با مبلغ حق بیمه پرداختی بیمه‌گذار مقایسه کرد، زیرا تعهدات بیمه‌گر با متعهد پذیرهنویس متفاوت است. تعهد بیمه‌گر جهت جبران خسارت در اثر وقوع حوادث پیش‌بینی شده در قرارداد است که این ویژگی عقد بیمه را از سایر عقود متمایز می‌کند. در قرارداد بیمه، قصد خرید و فروش وجود ندارد و در صورت وقوع خسارت قرارداد جداگانه‌ای بین طرفین منعقد نمی‌شود، بلکه صرفاً خسارت پرداخت خواهد شد. درحالی‌که تعهد متعهد پذیرهنویس، خرید اوراق سهام به فروش نرفته است؛ به عبارت دیگر جنس تعهد در قرارداد تعهد پذیرهنویسی با قرارداد بیمه با یکدیگر متفاوت است. اگرچه هم در بیمه و هم در پوشش با استفاده از یک قرارداد، ریسک انتقال داده می‌شود و ریسک جدیدی به وجود نمی‌آید، اما این دو مفهوم تفاوت‌های زیادی با یکدیگر دارند.

تفاوت دیگر قرارداد تعهد پذیرهنویسی با قرارداد بیمه را می‌توان در این امر دانست که در همه معاملات حدود تعهدات طرفین و نحوه انجام آن با توافق آن‌ها معین می‌شود، آن‌ها می‌توانند کالایی را با توافق، به قیمت کمتر از قیمت واقعی معامله کنند و کسی نیز متعرض آنان نخواهد شد، ولی در قرارداد بیمه چنین نیست و هرگز نباید پس از وقوع حادثه و در اثر آن، وضعیت مالی بیمه‌گذار بهتر از زمان قبل از حادثه باشد. بیمه‌گر حق ندارد وجهی بیش از خسارت وارده بپردازد و از مرز ایجاد تأمین یا فراتر بگذارد.<sup>۲</sup> در قرارداد تعهد پذیرهنویسی شرکت ناشر با فروش سهام به شخص متعهد پذیرهنویس به نوعی قصد کسب منفعت را نیز دارد

۱. همان ص ۴۰۶.

۲. عرفانی توفیق، بیمه در حقوق اسلام و ایران، (تهران: انتشارات کیهان، ۱۳۷۱)، ص ۵۲.

و با فروش سهام به متعهد پذیرهنویس منفعتی نیز عاید شرکت ناشر می‌شود، درحالی که در قرارداد بیمه صرفاً جبران ضرر صورت می‌گیرد و کسب منفعتی متصور نیست.

#### ۲-۴- بررسی ماهیت قرارداد تعهد پذیرهنویسی در قالب عقد وکالت

عقد وکالت از رایج‌ترین عقود مدنی است که به موجب آن یکی از طرفین، طرف دیگر را برای انجام امری نایب خود قرار می‌دهد؛ بدین معنی که موکل اقدام وکیل را در مورد انجام اعمال حقوقی، به منزله اقدام خود می‌داند و به او اختیار می‌دهد که بنام و حساب موکل تصرفاتی انجام دهد؛ تصرفاتی که در اصل موکل باید انجام دهد.<sup>۱</sup> اختیارات وکیل می‌تواند یکی از عقود معین مثل بیع، اجاره، هبه و... باشد که هر یک آثار حقوقی خاص خود را دارد. با عقد وکالت مالی به وکیل انتقال داده نمی‌شود یا وکیل مالی را به موکل انتقال نمی‌دهد، بلکه در صورتی که وکیل اختیار انتقال اموال را داشته باشد می‌تواند با استفاده از اختیارات خود مال موکل را با رعایت غبطه و صرفه و صلاح وی انتقال دهد یا مالی را برای موکل خریداری کند. به عبارت دیگر، وکالت منجر به تملیک نمی‌شود. حتی چنانچه در وکالت‌نامه اختیار انتقال اموال مورد وکالت به وکیل تصریح شده باشد تا زمانی که این انتقال صورت نگیرد و وکیل به مورد وکالت عمل نکند هیچ‌گونه حق مالکانه‌ای به جهت در دست داشتن وکالت‌نامه ایجاد نمی‌شود.<sup>۲</sup>

با توجه به آنچه در مورد وکالت گفته شد، به نظر می‌رسد قرارداد تعهد پذیرهنویسی می‌تواند در قالب عقد وکالت نیز منعقد شود، بدین شرح متعهد پذیرهنویس که تعهد به خرید اوراق سهام به فروش نرفته در جریان پذیرهنویسی را دارد وکالتی را به شرکت ناشر اعطا می‌کند، بر مبنای این وکالت، شرکت ناشر اختیار فروش سهام به فروش نرفته در جریان پذیرهنویسی، به متعهد پذیرهنویس را به دست می‌آورد. با توجه به محتوای این عقد وکالت، شرکت ناشر می‌تواند سهام به فروش نرفته در جریان پذیرهنویسی را تا سقف معین و قیمت معین از قرار هر سهم، به متعهد پذیرهنویس منتقل کند. به عبارت دیگر، شرکت ناشر که در واقع همان وکیل است، می‌تواند سهام را به موکل یا همان متعهد پذیرهنویس، انتقال دهد و محتوای عقد وکالت هم به

۱. کاتوزیان ناصر، دوره حقوق مدنی - عقود معین (عقود اذنی - وثیقه‌های دین) جلد چهارم، (تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۲). ص ۱۰۷.

۲. مدنی سیدجلال‌الدین، «وکالت در حقوق مدنی» ماهنامه کانون (کانون سردفتران و دفتریاران)، شماره ۷۳، (مهر ۱۳۸۶) ص ۹۰.

ترتیبی است که وکیل اختیار این کار را دارد و ملزم به فروش سهام نیست. در این صورت، مبلغ اولیه پرداخت شده توسط شرکت ناشر به متعهد پذیرهنویس در مقابل دریافت این وکالت قرار می‌گیرد. بین وکالت در این قرارداد و وکالت‌های معمول تفاوت وجود دارد، در وکالت‌های معمول دریافت پول به وسیله وکیل اشکالی ندارد، اما در این قرارداد موکل پول دریافت می‌کند؛ هر چند اشکالی نداشته و معنی از آن صورت نگرفته است.<sup>۱</sup>

در نگاه نخست شاید عقد وکالت مبنایی صحیح برای شناخت ماهیت قرارداد تعهد پذیرهنویسی به نظر برسد، ولی با نگاه دقیق‌تر به قرارداد تعهد پذیرهنویسی و عقد وکالت، وجوه افتراق این دو قرارداد نیز نمایان می‌شود. عقد وکالت در زمره عقود جایز اذنی قرار دارد در حالی که قرارداد تعهد پذیرهنویسی بر مبنای التزام شخص متعهد پذیرهنویس بر مفاد قرارداد منعقد می‌شود و لازم است. به عبارت دیگر غرض عقلایی ایجاد قرارداد تعهد پذیرهنویسی با جایز بودن عقد وکالت تأمین نمی‌شود؛ چون شرکت ناشر باید اطمینان داشته باشد که طرف مقابل تا تاریخ معین به مفاد قرارداد ملتزم باشد و این امر با جایز بودن عقد وکالت محقق نمی‌شود.

شاید در مقام پاسخ به ایراد گفته شود که مشکل جایز بودن عقد وکالت را می‌توان با وکالت بلاعزل مرتفع کرد. در این مورد نیز می‌توان گفت، جواز در عقد وکالت، جواز ذاتی است که از خود مقتضای ذات عقد حاصل می‌شود. امر ذاتی نیز قابلیت تبدیل ندارد، مگر با تبدل ماهیت خود آن شیء؛ بنابراین وقتی حقیقت عقد وکالت اعطای نیابت است، پذیرش این امر که نایبی بتواند خلاف نظر منوب‌عنه تصمیمی بگیرد، قابل قبول نیست. به عبارت دیگر مقتضای ذات عقد وکالت جواز است؛ چون حقیقت این عقد حدوداً و بقائاً وابسته به اذن منوب‌عنه است. در این صورت، وقتی در عنصر رضایت این عقد خللی حاصل می‌شود، نیابت موردنظر از بین می‌رود. با توجه به آنچه گفته شد، در شرایطی که وکالت در ضمن عقد لازمی نیز شرط شده باشد، در این صورت ضمانت اجرای تخلف موکل از شرط عدم عزل، محدود به جبران خسارت ناشی از این پیمان‌شکنی و ایجاد خیار تخلف شرط می‌شود و به اصل اختیار موکل صدمه نمی‌رساند.<sup>۲</sup> به عبارت دیگر، تحت هر شرایطی اگر موکل از اذنش برگشت دیگر آن عقد به‌عنوان وکالت نافذ

۱. معصومی نیا علی و سیدی نیا، سید اکبر، «بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله» فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰ (زمستان ۱۳۸۹) ص ۱۶۶.

۲. مصطفوی سید مصطفی، «بررسی فقهی و حقوقی تأسیس وکالت بلاعزل» رهنمون، شماره ۹ و ۱۰ (زمستان و بهار ۱۳۸۳-۱۳۸۴) ص ۲۱.

نیست. از جهت دیگر، اثر اصلی عقد و کالت، اذن و اختیار است؛<sup>۱</sup> بنابراین تعهد در این عقد به عنوان اثر فرعی عقد ظاهر می شود. در صورتی که اثر اصلی قرارداد تعهد پذیرهنویسی، تعهد شخص متعهد پذیرهنویس است و نمی توان با استفاده از عقد اذنی ماهیت این قرارداد را تشریح کرد.

### ۳-۴- بررسی ماهیت قرارداد تعهد پذیرهنویسی در قالب قولنامه

قول دیگری که می توان در مورد قرارداد تعهد پذیرهنویسی مطرح کرد، نظریه تشابه قرارداد تعهد پذیرهنویسی با قولنامه و پیش قرارداد است. در مقررات و قوانین ایران، نهادی با عنوان قولنامه بیان نشده از این رو، برخی از حقوقدانان در مبحث بیع یا خسارات حاصل از عدم اجرای تعهدات از آن سخن گفته اند.<sup>۲</sup> در مورد قولنامه تعاریف مختلفی از سوی حقوقدانان ارائه شده است. برای نمونه یکی از صاحب نظران حقوق، قولنامه را چنین تعریف کرده: «قولنامه نوشته ای است غالباً عادی، حاکی از توافق بر واقع ساختن عقدی در مورد معینی که ضمانت اجرای تخلف از آن پرداخت مبلغی است.»<sup>۳</sup> به عبارت دیگر، در مواردی که خریدار و فروشنده قصد انجام معامله را دارند، ولی مقدمات کار را فراهم نکرده اند و به جهت اطمینان خاطر، ابتدا قراردادی منعقد می کنند و طی آن متعهد می شوند که معامله را با شرایط معین ظرف مهلت مشخص انجام دهند. مثلاً به طور معمول در خرید و فروش خانه یا اتومبیل ابتدا بین خریدار و فروشنده قراردادی تنظیم می شود و سپس فروشنده به دنبال انجام کارهای مربوط به تنظیم سند رسمی از قبیل پرداخت مالیات و اخذ مجوز از شهرداری می رود و خریدار نیز با اطمینان بیشتری سعی در تهیه ثمن معامله می کند. قراردادی که پیش از مراحل تنظیم می شود، «وعده قرارداد» یا «پیش قرارداد» گفته می شود و در عرف نیز «قولنامه» خوانده می شود.<sup>۴</sup>

آنچه در مورد قولنامه مسلم است، این است که قولنامه قراردادی مشمول حکم ماده ۱۰ ق.م

۱. توکلی احمدرضا، «تفاوت عقود اذنی با نهاد حقوقی اذن» پژوهش نامه ی فقه و حقوق اسلامی، شماره پنجم (بهار و تابستان ۱۳۸۹) ص ۷۴.

۲. امامی سید حسن، حقوق مدنی (در اموال، مالکیت، حق انتفاع... بیع و معاوضه)، جلد اول، (تهران: کتابفروشی اسلامیة، ۱۳۸۵). ص ۲۳۷.

۳. جعفری لنگرودی محمدجعفر، ترمینولوژی حقوق، ص ۵۵۲.

۴. خان محمدی حشمت اله، «بررسی ماهیت حقوقی قولنامه در حقوق ایران» ماهنامه دادرسی (سازمان قضایی نیروهای مسلح)، شماره ۱۰۱، (آذر و دی ۱۳۹۲) ص ۳۱.

است. منتها این قرارداد که حکایت از انتقال مالکیت از فروشنده به خریدار ندارد و طرفین نیز نخواستند با امضای قولنامه از آثار انتقال بهره‌مند شوند. بلکه فروشنده تعهد به فروش مورد معامله و خریدار، تعهد خرید آن را کرده است. به عبارت دیگر طرفین برای اینکه زمینه را آماده سازند و در آینده نیز به وقوع قرارداد مطمئن باشند، در برابر هم تعهد می‌کنند که در یک مدت معین و یا حصول شرایط مورد توافق قرارداد را منعقد سازند.

می‌توان قراردادهای مقدماتی را به منظور جلوگیری از اختلاط مفاهیم به دو گروه اصلی تقسیم کرد: ۱- مواردی که مقصود از قرارداد مقدماتی تنها ایجاد التزام بر انعقاد عقد اصلی است. در این فرض، دو طرف مایل نیستند که مفاد عقد اصلی در خارج تحقق یابد؛ می‌خواهند ملتزم به انجام آن شوند و انشاء نهایی عقد مورد نظر را موقوف به تراضی دیگری سازند. برای مثال، داوطلب خرید زمینی هنوز تمام پول آن را فراهم نکرده است و مالک نیز می‌بایست مقدمات انجام معامله را فراهم آورد. درباره شرایط معامله به توافق رسیده‌اند، لیکن آماده انشاء نهایی نیستند. پس خریدار تعهد می‌کند که زمین را به مبلغ معین بخرد و فروشنده نیز در برابر ملتزم به انتقال می‌شود. رابطه این دو، شخصی است و هیچ حق عینی از پیمان به وجود نمی‌آید. به همین جهت، معمول است که مبلغی از ثمن به عنوان بیعانه پرداخت شود و «وجه التزام» انجام دادن معامله قرار گیرد. بدین ترتیب که هرگاه خریدار نقض عهد کند، حقی بر آن نداشته باشد و اگر فروشنده امتناع ورزد، بیعانه را به اضافه معادل آن به خریدار بدهد. سندی را که حاوی این قرارداد مقدماتی است، در عرف دادوستد «قولنامه» می‌نامند. آثار قولنامه و معنی قید «وجه التزام» در آن تابع قصد دو طرف است، ولی در حدود مفاد خود عقدی است الزام‌آور و معنی وعده ساده اخلاقی را نمی‌دهد. ۲- جایی که یکی از دو طرف مفاد عقد نهایی و شرایط آن را انشاء و وقوع عقد را موقوف به اراده طرف دیگر می‌کند، بدین گونه که هرگاه او نیز به مفاد عقد رضایت دهد، بدون نیاز به اراده و انشاء دیگر واقع شود.<sup>۱</sup>

با توجه به آنچه در مورد قولنامه گفته شد، می‌توان قرارداد تعهد پذیره‌نویسی را نوعی قرارداد مقدماتی دانست که منظور از آن ایجاد التزام بر انعقاد عقد دیگری است. در این فرض، طرفین مایل به انعقاد عقد اصلی نیستند و تنها خود را ملتزم می‌کنند. این رابطه نوعی رابطه

۱. کاتوزیان ناصر، قواعد عمومی قراردادها (مفهوم، اعتبار و انعقاد قرارداد)، جلد اول، (تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۸). ص ۳۷۸.





شخصی است که هیچ حق عینی از آن حاصل نمی‌شود و طرفین نیز قصد ایجاد حق عینی از این قرارداد را ندارند. این قرارداد را باید نوع دوم از پیش قرارداد مذکور در تقسیم‌بندی فوق دانست؛ یعنی قراردادی که تنها یکی از طرفین در مقابل طرف دیگر قرارداد ملزم به انجام دادن عقد نهایی می‌شود. در قرارداد تعهد پذیرهنویسی نیز، صرفاً متعهد پذیرهنویس، ملزم به خرید سهام به فروش نرسیده در جریان پذیرهنویسی است. ممکن است در مورد این نظریه بدین شرح ایراد شود که در انعقاد قولنامه، معمول است که مبلغی از ثمن به‌عنوان بیعانه پرداخت می‌شود و وجه التزام انجام ندادن معامله قرار می‌گیرد. بدین ترتیب، هرگاه خریدار از انجام دادن تعهد، خودداری کند، حقی نسبت به وجه التزام ندارد و اگر فروشنده امتناع کند، بیعانه را به‌اضافه معادل آن باید به خریدار بپردازد.<sup>۱</sup>

با توجه به آنچه گفته شد، در مورد قرارداد تعهد پذیرهنویسی باید قائل به این مطلب شد که مبلغ اولیه پرداخت شده از جانب شرکت ناشر به متعهد پذیرهنویس به‌عنوان وجه التزام نزد وی باقی می‌ماند و در صورت عدم انجام معامله، متعهد پذیرهنویس مبلغ فوق را تملک می‌کند. ولی در این مورد، مبلغ اولیه در مقابل تعهد شخص متعهد پذیرهنویس قرار دارد و نمی‌توان آن را وجه التزام عدم انجام تعهد تلقی کرد. به نظر می‌رسد، آنچه در مورد بیعانه و وجه التزام بودن مبلغ بیعانه در مورد قولنامه بیان شده است به جهت شیوه معمول این قراردادها در انتقال اموال غیرمنقول است. ولی با توجه به این که این قراردادها، مشمول ماده ۱۰ ق. م بوده و الزام‌آور می‌باشند؛ بنابراین می‌توان پرداخت مبلغ اولیه از جانب شرکت ناشر را در مقابل تعهد شخص متعهد پذیرهنویس دانست و قیمت تعهد وی محسوب کرد.

به‌عنوان نتیجه بحث در مورد قرارداد تعهد پذیرهنویسی باید گفت، گاهی اوقات طرفین قراردادی را منعقد می‌کنند و در ضمن این قرارداد شرطی درج می‌شود که با حصول آن شرط، عقد دیگری محقق می‌شود. بدین ترتیب عقد اول پیش قرارداد عقد دوم است. طبیعی است که بدون انعقاد عقد اول، عقد دوم به‌هیچ‌وجه محقق نخواهد شد و با وجود عقد اول نیز ممکن است عقد دوم منعقد و محقق نشود و این همان چیزی است که از «شرط» به معنای عهد و التزام انتظار داریم.<sup>۲</sup> از سوی دیگر یکی از اصول کلی حقوقی اصل وفای به عهد می‌باشد؛ مطابق این اصل

۱. کاتوزیان ناصر، قواعد عمومی قراردادها (مفهوم، اعتبار و انعقاد قرارداد)، ص ۳۷۷.

۲. صائمی علی‌اصغر، «شروط ابتدایی در فقه و بررسی ماده ۱۰ قانون مدنی» مجله الهیات و حقوق، شماره ۹ و ۱۰، (پاییز و زمستان ۱۳۸۲) ص ۷۹.



هر کسی موظف است امری را که متعهد شده، انجام دهد. جوامع امروزی وفای به عهد را برتر از یک اصل اخلاقی و متخلف از آن را ملزم به جبران خسارت می‌دانند. چنان‌که در ماده ۲۲۱ قانون مدنی به این مسئله اشاره شده است. این امر در حقوق ما در اجاره به شرط تملیک نیز دیده می‌شود. بر این اساس فردی ملک خود را به دیگری اجاره می‌دهد و با دریافت مبلغی به صورت ماهیانه تعهد می‌کند که با پرداخت آخرین قسط مستأجر مالک عین مستأجره شود. در قرارداد تعهد پذیرهنویسی، طرفین در لحظه انعقاد قرارداد قصد خرید و فروش سهام را ندارند. قصد آن‌ها به نوعی انتقال ریسک‌های ناشی از عدم فروش سهام است که در قالب یک قرارداد غیر بیمه‌ای انجام می‌گیرد. در این قرارداد کلیه شرایط و مشخصات قرارداد خرید و فروش سهام به فروش نرسیده در جریان پذیرهنویسی، مورد توافق قرار می‌گیرد. این توافق مقدماتی بدین ترتیب منعقد می‌شود که یکی از طرفین خود را به مفاد و شرایط مزبور متعهد می‌کند و شرکت ناشر می‌تواند در صورت تحقق شرایط، بدون نیاز به ابراز اراده مجدد متعهد پذیرهنویس و صرفاً با انتخاب و خواست خود، قرارداد فروش سهام را منعقد کند. حال ممکن است با توجه به قرارداد پذیرهنویسی، در صورت عدم فروش سهام و انعقاد قرارداد دوم، شرکت ناشر ملزم به انجام اعمال دیگری باشد که این امر خللی به اعتبار قرارداد اولیه وارد نخواهد کرد.

### نتیجه‌گیری

جهت تحلیل ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی باید نخست شیوه‌های مختلف انعقاد این قرارداد را مدنظر قرارداد و پس از شناسایی تعهدات هر یک از طرفین قرارداد اقدام به تحلیل ماهیت حقوقی این قرارداد کرد. در مورد ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی در شیوه متداول در بازار سرمایه سایر کشورها نظیر آمریکا؛ باید تعهد حاصل از این قرارداد را تعهدی استوار و قطعی دانست که اثر اصلی آن ایجاد حق عینی نسبت به اوراق بهادار موضوع قرارداد است. بررسی ماهیت حقوقی این شیوه از قرارداد تعهد پذیرهنویسی نیازمند شناخت ماهیت سهام به عنوان عنصر اصلی این قرارداد است. در این مورد با توجه به تشتت آراء باید بیان کرد؛ ساختار حقوقی شرکت‌های تجاری به گونه‌ای است که سهامدار مالک مشاع اموال شرکت نمی‌شود، بلکه شرکت خود مالک دارایی خویش است؛ اما از سوی دیگر، می‌توان این گونه تحلیل کرد که خود شرکت موضوع حق و مملوک سهامداران است. پس موضوع مالکیت را نباید مالی



عینی و ملموس دانست بلکه شرکت به عنوان یک مفهوم ذهنی و اعتباری موضوع مالکیت قرار می‌گیرد در واقع سهم در این مورد قابلیت تعیین خارجی را دارد و می‌توان آن را شبیه عین کلی دانست که این مال کلی بعد از انحلال شرکت عینیت پیدا می‌کند. با توجه به آنچه گفته شد می‌توان ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی در شیوه خرید ابتدایی این سهام توسط متعهد پذیرهنویس را همانند عقد بیع در حقوق موضوع ایران دانست و در صورت اجرا این شیوه از قرارداد در بازار سرمایه ایران، آن را در قالب عقد بیع منعقد کرد.

در مورد ماهیت حقوقی قرارداد تعهد پذیرهنویسی در شیوه متداول در بازار سرمایه ایران، با توجه به تعریف ارائه شده در ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار باید گفت؛ با انعقاد قرارداد اولیه برعکس شیوه پیش گفته هیچ گونه حق عینی نسبت به سهام مورد تعهد ایجاد نمی‌شود، پس جهت تحلیل ماهیت حقوقی این شیوه از قرارداد باید سراغ قالب قراردادی رفت که رابطه اولیه طرفین شخصی بوده و هدف اصلی انعقاد قرارداد را نیز توجیه کند. در وهله نخست با توجه به انتقال ریسک در این قرارداد، این تصور در ذهن ایجاد می‌شود که قرارداد مزبور مشابه عقد بیمه می‌باشد؛ زیرا هدف اصلی از انعقاد هر دو قرارداد حدوث اطمینان خاطر و انتقال ریسک است؛ اما با دقت نظر در شرایط خاص عقد بیمه، نظیر لزوم جبران زیان و عدم امکان کسب سود برای زیان دیده، این نتیجه حاصل می‌شود که نمی‌توان قرارداد مزبور را مشابه عقد بیمه دانست؛ زیرا قرارداد تعهد پذیرهنویسی به منظور جلوگیری از ورود زیان منعقد می‌شود و در صورت حصول نتیجه و خرید سهام توسط متعهد پذیرهنویس، کسب سود نیز برای شرکت ناشر متصور است و شرکت ناشر صرفاً به وضعیت سابق بازگردانده نمی‌شود. همچنین با توجه به تعهد نهایی متعهد پذیرهنویس و وجود التزام غیرقابل فسخ از جانب وی نمی‌توان ماهیت حقوقی این قرارداد را در قالب عقدی جایز تحلیل کرد اما می‌توان با توجه به وجود التزام غیرقابل فسخ از جانب متعهد پذیرهنویس و همچنین نبود التزام برای ناشر جهت فروش اوراق بهادار به فروش نرفته در جریان پذیرهنویسی قرارداد مزبور را مشابه نهاد قولنامه در حقوق موضوعه ایران دانست که متعهد پذیرهنویس در صورت وجود سهام در سررسید، ملتزم به انعقاد قرارداد ثانویه و خرید اوراق مزبور می‌شود و ناشر با انعقاد قرارداد اولیه صرفاً حق التزام متعهد پذیرهنویس را به دست می‌آورد و التزامی به فروش اوراق بهادار به متعهد پذیرهنویس برای ناشر متصور نیست.

## منابع

- اسکینی، ربیعا، حقوق تجارت (شرکت‌های تجاری)، جلد دوم، (تهران: انتشارات سمت، ۱۳۸۹).
- امامی، سید حسن، حقوق مدنی، جلد اول، (تهران: کتاب‌فروشی اسلامی، ۱۳۸۵).
- توکلی، احمدرضا، «تفاوت عقود اذنی با نهاد حقوقی اذن»، پژوهش‌نامه فقه و حقوق اسلامی، شماره پنج، بهار و تابستان ۱۳۸۹.
- جعفری خسروآبادی، نصرالله و شهیدی، سید مرتضی، «باز پژوهی فقهی - حقوقی ماهیت اوراق سهام و قرارداد واگذاری آن»، دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۹، پاییز و زمستان ۱۳۹۴.
- جعفری لنگرودی، محمدجعفر، ترمینولوژی حقوق، (تهران: انتشارات گنج دانش، ۱۳۷۲)
- حلی (محقق)، نجم الدین جعفر بن حسن، شرایع الاسلام فی مسائل الحلال و الحرام، جلد دوم، (قم: موسسه اسماعیلیان، ۱۴۰۸ق).
- خان محمدی حشمت اله. (۱۳۹۲). «بررسی ماهیت حقوقی قولنامه در حقوق ایران»، ماهنامه دادرسی، شماره ۱۰۱، آذر و دی ۱۳۹۲.
- راد پور، میثم و همکاران، ریسک بازار (رویکرد ارزش در معرض خطر)، (تهران: آتی‌نگر، ۱۳۸۸).
- رجدا، جورج ای، ترجمه مهدوی، غدی و عابد، مجتبی، اصول بیمه و مدیریت ریسک (مفاهیم اساسی در مدیریت ریسک و بیمه)، جلد اول، (تهران: پژوهشکده بیمه، ۱۳۹۴).
- ستوده تهرانی، حسن، حقوق تجارت، جلد دوم، (تهران: نشر دادگستر، ۱۳۸۸).
- صائمی، علی اصغر، «شروط ابتدایی در فقه و بررسی ماده ۱۰ قانون مدنی»، مجله الهیات و حقوق، شماره ۹ و ۱۰، پاییز و زمستان ۱۳۸۲
- صباغیان کاخکی، راضیه، «بررسی روش‌های انجام تعهد پذیره‌نویسی و مقررات مربوط به آن در کشورهای مختلف»، اقتصاد و بورس، شماره ۶۲، اردیبهشت ۱۳۸۶.
- عبدی پور فرد، ابراهیم، مباحث تحلیلی از حقوق تجارت (اوراق تجاری، بورس و اوراق بهادار، حق کسب یا پیشه یا تجارت)، (قم: پژوهشگاه حوزه و دانشگاه، ۱۳۹۴).
- عرفانی، توفیق، بیمه در حقوق اسلام و ایران، (تهران: انتشارات کیهان، ۱۳۷۱).
- علیزاده اصل، محمد و موسویان، سید عباس، «بررسی ضابطه غرر در معاملات جدید»، دو فصلنامه علمی - پژوهشی تحقیقات مالی اسلامی، شماره ۹، پاییز و زمستان ۱۳۹۴
- عمید، حسن، فرهنگ فارسی عمید، (تهران، انتشارات راه ارشد، ۱۳۸۹)
- غمامی، مجید و ابراهیمی، مریم، «ماهیت حقوقی سهام پذیرفته‌شده در بورس»، نشریه مطالعات حقوق تطبیقی، شماره ۲، پاییز و زمستان ۱۳۹۱.

- فقهی کاشانی، محمدو همکاران، توسعه نهادهای مالی در ایران با تأکید بر دستورالعمل‌های موردنیاز در تشکیل و فعالیت نهاد مالی جدید، (تهران: پژوهشکده پولی و بانکی، ۱۳۹۲).
- کاتوزیان، ناصر، دوره حقوق مدنی- عقود معین (عقود اذنی- وثیقه‌های دین)، جلد چهارم، (تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۲).
- کاتوزیان، ناصر، قواعد عمومی قراردادها (مفهوم، اعتبار و انعقاد قرارداد)، جلد اول، (تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۸۸).
- کریمی، آیت، مبانی علمی و نظری بیمه‌های اموال، (تهران، بیمه مرکزی ایران، ۱۳۷۹).
- کیانی، کریم، حقوق بازرگانی، (تهران: بی تا، ۱۳۵۷)
- لطفی، اسدالله، «بررسی جهات تحقق غرر در عقد بیمه»، پژوهشنامه حقوق اسلامی، شماره ۴۰، پاییز وزمستان ۱۳۹۳.
- مدنی، سید جلال‌الدین، «وکالت در حقوق مدنی»، ماهنامه کانون (کانون سردفتران و دفتریاران)، شماره ۷۳، مهرماه ۱۳۸۶.
- مشاوران و کارشناسان مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، نهادهای مالی، جلد دوم، (تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار-شرکت اطلاع‌رسانی و خدمات بورس تهران، ۱۳۸۹).
- مصطفوی، سید مصطفی، «بررسی فقهی و حقوقی تأسیس وکالت بلا عزل»، رهنمون، شماره ۹ و ۱۰، ۱۳۸۴.
- معصومی نیا، علی و سیدی نیا، سید اکبر، «بررسی فقهی قرارداد اختیار معامله»، فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، شماره ۴۰، زمستان ۱۳۸۹.
- نصیری، مرتضی، حقوق چندملیتی، (تهران: نشر دانش امروز، ۱۳۷۰).

### English Sources

- Coleman, Thomas S, *Quantitative Risk Management (A Practical Guide to Financial Risk)*, (Hoboken-New Jersey- usa: John Wiley & Sons, ۲۰۱۲).
- Erik banks, *Liquidity Risk (Managing Funding and Asset Risk)*, (Basingstoke-uk: Palgrave Macmillan, ۲۰۱۴).
- Fleuriet, Michel, *Investment Banking Explained (An Insider's Guide to the Industry)*, (New York -USA: McGraw Hill Professional, ۲۰۰۸).
- Greene Edward F, «Determining the Responsibilities of Underwriters Distributing Securities Within an Integrated Disclosure System», Notre Dame Law,

January, issue ۵, volume ۵۶،۱۹۸۱.

- Iannotta, Giuliano, *Investment banking (A Guide to Underwriting and Advisory Services)*, (Berlin –Germany: Springer-Verlag Heidelberg, ۲۰۱۰).

- Kaliski, Burton S, *Encyclopedia of Business and Finance*, (New York- usa: Macmillan Reference, ۲۰۰۱).

- Stowell, David, *Investment banks (hedge funds, and private equity)*, (boston- Usa: Academic Press, ۲۰۱۲).