

الفصل الثاني
إدارة وتسويق عملية الاكتتاب
وفيه ثلاثة مباحث

المبحث الأول: مسؤوليات مدير الاكتتاب.

المبحث الثاني: التكييف الفقهي للعلاقة بين الشركة المساهمة،
ومدير الاكتتاب.

المبحث الثالث: ضمان الإصدار.

المبحث الأول

مسؤوليات مدير الاكتتاب

مدير الاكتتاب له وظيفة هامة عند الاكتتاب في الشركات المساهمة، وذلك أن الشركة المساهمة حينما تريد أن تطرح أسهما للاكتتاب فإن الأنظمة لا تسمح لها بأن تطرحها مباشرة للناس، بل لابد أن يكون ذلك بواسطة ما يسمى بمدير الاكتتاب.

ومن أهم المهام التي يقوم بها مدير الاكتتاب:

- ١- تقديم المشورة لجهة الإصدار بشأن حجم الإصدار، ومدى مناسبته وتوقيته.
- ٢- إدارة الاكتتاب، وما يترتب على ذلك من إتمام جميع الإجراءات الإدارية والقانونية.
- ٣- تسويق الأسهم للجمهور عبر الوسائل التسويقية المتاحة^(١).

(١) انظر: البورصة لمحمد ياسين ص ٢٤ ، ٢٥.

المبحث الثاني

التكييف الفقهي للعلاقة

بين الشركة المساهمة ومدير الاكتتاب

المطلب الأول: إدارة الاكتتاب وعلاقتها بعقد الوساطة المالية (السمسة)

ذكرنا في المبحث السابق أن من المهام الرئيسية لمدير الاكتتاب تسويق الأسهم للجمهور عبر الوسائل التسويقية المتاحة، وهذا التسويق يتم بإحدى طريقتين:

الأولى: أن يقتصر عمل مدير الاكتتاب على تسويق الاكتتاب للمستثمرين والوساطة بين الشركة والمكتتبين حتى إتمام إجراءات الاكتتاب، وذلك من غير تعهد بتغطية الاكتتاب فيما لو لم يحصل الاكتتاب بالأسهم المطروحة أو بحد أدنى منها، ويتم تقدير أجرة مدير الاكتتاب في هذه الحالة إما بمدة عمله في إدارة الاكتتاب بغض النظر عن مقدار العمل، أو يكون تقدير الأجرة بمقدار العمل الذي يقوم به مدير الاكتتاب.

الثانية: أن يكون التسويق مصحوباً بتعهد من مدير الاكتتاب بتغطية كامل الكمية المطروحة، أو حد أدنى منها وهو ما يسمى بـ: (ضمان الإصدار)، وله صور متعددة منها: أن يلتزم المدير بشراء ما يتبقى من الأسهم بعد انتهاء الاكتتاب مقابل مبلغ محدد عوضاً عن هذا الالتزام، ومن صوره أن يقوم مدير الاكتتاب بشراء

الأسهم من الشركة بسعر أقل من قيمة بيعها على المكتتبين، حيث يمثل الفرق ثمن مصروفات مدير الاكتتاب بالإضافة إلى ربحه^(١).

ومن هنا تتبين العلاقة الوثيقة بين إدارة الاكتتاب وعقد الوساطة المالية (السمسرة)، فمدير الاكتتاب يقوم بمهمة الوسيط بين الشركة والمكتتبين سواء ضمن مدير الاكتتاب يبيع كل الأسهم المطروحة أم لم يضمن بيعها، فهو في كلتا الحالتين يعد سمساراً للشركة.

المطلب الثاني: أنواع الوساطة المالية في الاكتتاب وهي نوعان

النوع الأول: الوساطة المقدرة بالزمن:

وذلك بأن يتم الاتفاق بين الشركة ومدير الاكتتاب على طرح أسهم الشركة للاكتتاب، وتسويقها في مدة معينة على أن يستحق مدير الاكتتاب أجره المسمى بانقضاء المدة المحددة لعمله في إدارة الاكتتاب بغض النظر عما تم تسويقه من الأسهم المطروحة.

وهذه الوساطة المقدرة بالزمن جائزة باتفاق الفقهاء لأنها من قبيل الإجارة على عمل مباح قد حدد له مدة معينة وأجرة معلومة، والإجارة جائزة بإجماع أهل العلم^(٢).

(١) انظر: البورصة لمحمد ياسين ص ٢٤ ، ٢٥.

(٢) المبسوط ١١٥/١٥، المنتقى شرح الموطأ ١١٣/٥، الأم ٢٦/٤، المغني ٥/٨.

النوع الثاني: الوساطة المقدرة بالعمل:

وذلك بأن يتم الاتفاق بين الشركة المساهمة ومدير الاكتتاب على تفاصيل العمل الذي سيقوم به مدير الاكتتاب ويستحق المدير أجره بإتمامه للعمل المتفق عليه.

وقد اختلف الفقهاء في حكم تقدير أجرة الوسيط بالعمل على قولين:

القول الأول: جواز ذلك، سواء كان العمل قليلاً أو كثيراً.

وهو قول بعض الحنفية والمالكية في المشهور عندهم والشافعية والحنابلة^(١).

واستدلوا بما يلي:

الدليل الأول: ما رواه ابن عمر رضي الله عنهما أن النبي ﷺ عامل أهل خير بنصف ما يخرج منها على أن يعملوها بأموالهم وأنفسهم^(٢).

الدليل الثاني: أن الرسول ﷺ وأبا بكر استأجرا عبد الله بن أريقط هاديا خريتا، وهو الماهر بالهداية، ليدلّهما على طريق المدينة^(٣).

(١) بدائع الصنائع ٤/١٨٥، التاج والإكليل ٧/٦٠٠، الأم ٤/٣٠، المغني ٨/٤٢.

(٢) أخرجه البخاري، كتاب الحرث والمزراعة، باب المزارعة بالشرط ونحوه ٣/٣٧.

(٣) أخرجه البخاري، كتاب الإجارة، باب استئجار المشركين عند الضرورة ٣/١١٦.

وجه الاستدلال من الدليلين: أنه ﷺ جعل أجرهم في مقابل عمل معلوم، فدل ذلك على جواز تقدير أجرة الوسيط بالعمل بجامع الإجارة في الكل.

الدليل الثالث: أنه يجوز عقد الإجارة مقدراً بزمان، فجاز مقدراً بعمل كالحياطة^(١).

القول الثاني: تحريم ذلك سواء كان العمل قليلاً أم كثيراً.

وهو المذهب المعتمد عند الحنفية^(٢).

واستدلوا بما يلي:

إن تقديره بالعمل فيه غرر وجهالة، فالبيع قد يتم بكلمة واحدة، وقد لا يتم بعشر كلمات، ثم إن الوسيط لا يستطيع القيام بالعمل بنفسه إلا إن ساعده البائع، فاختلف شرط من شروط صحة الإجارة وهي أن تكون على عمل معلوم أو إلى أجل معلوم^(٣).

ونوقش استدلالهم: بأن الغرر هنا مغتفر لحاجة الناس للتقدير بالعمل، لأن من شروط تحريم الغرر عدم حاجة الناس له، ولذا نقل ابن عابدين^(٤) عن بعض الحنفية ممن قال بالجواز تعليلهم كون الغرر مغتفراً هنا بحاجة الناس له.

(١) المغني ٤٢/٨.

(٢) المبسوط للسرخسي ١١٥/١٥.

(٣) المبسوط للسرخسي ١١٥/١٥، بدائع الصنائع للكاساني ٣٢/٤.

(٤) هو محمد أمين بن عمر بن عبد العزيز عابدين، توفي عام ١٢٥٢هـ، فقيه من أئمة الأحناف، من مصنفاته: رد المختار على الدر المختار، والعقود الدرية. انظر: الأعلام للزركلي ٢٦٧/٦.

قال رحمه الله: (سئل محمد بن سلمة ^(١) عن أجره السمسار، فقال: أرجو أنه لا بأس به، وإن كان في الأصل فاسداً، لكثرة التعامل به، وكثير من هذا غير جائز فجوزوه لحاجة الناس إليه كدخول الحمام) ^(٢).

الترجيح:

القول الذي يترجح هو القول بجواز تقدير الأجرة بالعمل لقول أدلته وسلامتها من المناقشة.

وعلى هذا فإنه يجوز للشركة المساهمة أن تتعاقد مع مدير الاكتتاب على قيام المدير بعمل معين ويستحق مدير الاكتتاب أجرته عند إنجازه لذلك العمل.

* * * * *

(١) هو الإمام المحدث المفتي أبو عبد الله الحرّاني، توفي عام ١٩١هـ. انظر: سير أعلام النبلاء.

(٢) حاشية ابن عابدين ٦/٦٣.

المبحث الثالث

ضمان الإصدار

المطلب الأول: بيان المراد بضمان الإصدار

ضمان الإصدار هو أحد الاحتياطات التي تلجأ لها بعض الشركات المساهمة عند طرح أسهمها للاكتتاب، وذلك لتضمن بيع جميع الأسهم المطروحة أو حد أدنى منها، وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي في القرار رقم ٧/١/٦٥ ضمان الإصدار بأنه: (الاتفاق عند تأسيس شركة مع أن يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار)^(١).

وعند التأمل في الواقع العملي نجد أن ضمان الإصدار له صور متعددة منها:

١- أن يلتزم مدير الاكتتاب بشراء ما يتبقى من الأسهم المطروحة بعد اكتتاب عامة الناس فيها بقيمتها الاسمية بدون مقابل على هذا الضمان.

٢- أن يلتزم مدير الاكتتاب بشراء ما يتبقى من الأسهم المطروحة بعد اكتتاب عامة الناس فيها بقيمتها الاسمية مقابل مبلغ مقطوع على هذا الالتزام.

٣- أن يلتزم مدير الاكتتاب بشراء ما يتبقى من الأسهم المطروحة بعد اكتتاب عامة الناس بأقل من قيمتها الاسمية.

(١) قرارات وتوصيات مجمع الفقه ص ١٣٦.

٤- أن يشتري مدير الاكتتاب من الشركة المساهمة جميع الأسهم المطروحة للاكتتاب قبل طرحها للاكتتاب بسعر أقل من السعر المحدد لبيعها على المكتبتين ويمثل الفارق بين القيمتين المصروفات الإدارية للأعمال التي قام بها مدير الاكتتاب إضافة إلى ربحه من شرائه للأسهم ثم بيعها على المكتبتين.

ولما كان لضمان الإصدار أكثر من صورة اختلفت الآراء في التخرج المناسب له بناء على الاختلاف في تصوير ضمان الإصدار.

المطلب الثاني: التخرجات الشرعية لضمان الإصدار

الفرع الأول: تخرجه على عقد الضمان:

تخرج ضمان الإصدار على عقد الضمان هو ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم ٧/١/٦٥، حيث جاء فيه: إن "ضمان الإصدار: هو الاتفاق عند تأسيس شركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار.

وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره، وهذا لا مانع منه شرعا إذا كان تعهد الملتزم بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه — غير الضمان — مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم" (١).

(١) قرارات وتوصيات مجمع الفقه ص ١٣٦.

المسألة الأولى: مستند هذا التخريج:

إن تعهد الملتزم بالاكتتاب فيما يتبقى من الأسهم فيه معنى الضمان، إذ أن مدير الاكتتاب يضمن للشركة المساهمة بيع أسهمها، وذلك يتم إما باكتتاب المستثمرين في كل الأسهم المطروحة، أو اكتتاب المستثمرين في بعضها وشراء مدير الاكتتاب لما يتبقى من الأسهم بعد الاكتتاب.

المسألة الثانية: ما يترتب على هذا التخريج:

رتب القائلون بهذا التخريج على ذلك حرمة أخذ مدير الاكتتاب أجراً مقابل هذا التعهد، وأن يكون شراؤه للأسهم المتبقية بالقيمة الاسمية دون مقابل، لأن أخذ الأجر على الضمان محرم، وقد علل المجمع حرمة أخذ الأجر على الضمان بأنه يشبه القرض الذي جر نفعا على المقرض، وذلك ممنوع شرعاً^(١)، فمنع القائلون بهذا التخريج أخذ الأجر على هذا الضمان، وكذلك منعوا شراء مدير الاكتتاب للأسهم المتبقية بأقل من قيمتها الاسمية، وأجازوا الصورة الأولى من صور ضمان الإصدار المتمثلة في التزام مدير الاكتتاب بشراء ما يتبقى من الأسهم المطروحة بعد اكتتاب عامة الناس فيها بقيمتها الاسمية بدون مقابل على هذا الضمان، كما أجازوا لمدير الاكتتاب أخذ أجرة على قيامه بإعداد الدراسات وتسويق الأسهم وغير ذلك من الأعمال الأخرى.

المسألة الثالثة: مناقشة هذا التخريج:

(١) انظر: قرارات وتوصيات مجمع الفقه ص ٢٥.

يمكن أن يناقش هذا التخريج من وجوه:

الوجه الأول: عدم التسليم بأن هذا التعهد من قبيل الضمان فليس كل تعهد يعد ضماناً بالمعنى الذي يذكره الفقهاء، فالفقهاء يذكرون الضمان ويريدون به: ضم ذمة الضامن إلى المضمون عنه في التزام الحق، فيثبت في ذمتها جميعاً^(١).

وتعهد مدير الاكتتاب في هذه الصورة ليس فيه ضم لذمته إلى ذمة أخرى، بل هو مجرد تعهد بشراء الأسهم المطروحة للاكتتاب أو شراء جزء منها.

الوجه الثاني: التسليم بتسمية هذا التعهد من قبيل الضمان تجوزاً، ومع ذلك فالمعنى الذي من أجله حرم أخذ أجر على الضمان ليس متحققاً في صورة ضمان الإصدار، وهو كونه يشبه القرض الذي جر نفعاً على المقرض، إذ أن ضمان الإصدار لا قرض فيه ولا مقرض، بل هو مجرد ضمان من مدير الاكتتاب للشركة المساهمة بشراء ما يتبقى من أسهمها بعد الاكتتاب، والأجر الذي يأخذه مدير الاكتتاب هو مقابل هذا التعهد.

الفرع الثاني: تخريجه على بيع الوضعية:

بيع الوضعية: بيع يمثل الثمن الأول، مع نقصان شيء معلوم منه، وهو جائز باتفاق الفقهاء من حيث الجملة^(٢).

المسألة الأولى: مستند هذا التخريج:

(١) المغني ٧/٧١.

(٢) انظر: بدائع الصنائع ٥/٢٢٩، بلغة السالك ٣/٢١٩، المغني ٦/٢٧٦.

إن الشركة المساهمة تباع الأسهم المتبقية على مدير الاكتتاب بالقيمة الاسمية لتلك الأوراق ناقصاً نسبة محددة، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع على مدير الاكتتاب الربح المتحقق لمدير الاكتتاب.

المسألة الثانية: ما يترتب على هذا التخريج:

يترتب على هذا التخريج جواز شراء مدير الاكتتاب لأسهم الشركة المصدرة بأقل من قيمتها الاسمية، لأن هذا الفارق يمثل ربح مدير الاكتتاب من هذه العملية، وهو ربح مباح لأنه ناتج عن عملية بيع وشراء حقيقية.

المسألة الثالثة: مناقشة التخريج:

نوقش هذا التخريج من وجهين:

الوجه الأول: إن مدير الاكتتاب لا يملك الأسهم الحقيقية، يدل على ذلك أن الشركة المصدرة للأسهم تشترك على مدير الاكتتاب أن يبيع السهم بالقيمة الاسمية، وليس له الزيادة على ذلك، ولو كان مالكا للأسهم لما كان لها أن تقيده بذلك.

ويمكن أن يجاب على هذا: بعدم التسليم بذلك، بل إن هذا البيع حقيقي يملك فيه مدير الاكتتاب الأسهم حقيقة، وأما شرط الشركة المساهمة هنا، فهو شرط صحيح لأنه شرط مباح لا يحل حراماً ولا يحرم حلالاً، وفيه مصلحة للبائع والمبيع.

الوجه الثاني: إن في العقد غرراً، ووجه ذلك: أن النسبة المتبقية

بعد تصريف الأسهم والتي التزم مدير الاكتتاب بشرائها، غير معلومة، فقد يكون المتبقي مليون سهم، أو ألف سهم، أو لا يتبقى شيء.

ويمكن أن يجاب على هذا: بأن هذا الاعتراض مبني على خلاف الفقهاء في حكم ما لو باعه بعضا من الصيرة — دون تسمية ذلك البعض — كل قفيز بدرهم.

وقد اختلف الفقهاء في هذه المسألة على قولين:

القول الأول: التحريم:

وهذا هو قول الجمهور من الحنفية، والمالكية، والشافعية، والظاهرية والمعتمد عند الحنابلة^(١).

واستدلوا: بأن الثمن مجهول حالة العقد، فالعقد فيه غرر.

ونوقش استدلالهم: بأن الجهالة هنا ليست مفضية للمنازعة، لأن الثمن معلوم وهو قدر ما يقابل كل جزء من المبيع، والغرر منتف في الحال لأن القفيز قدر معلوم، وثن ما يقابل هذا القدر معلوم، فانتفى الغرر ههنا، لأن الجهالة كما تنتفي بالعلم بثمن السلعة بالجملة فهي تنتفي بالعلم بثمن السلعة بالتفرقة.

القول الثاني: جواز هذه البيع:

(١) المبسوط ٨٢/٢٦، المدونة ٤٧١/٣، المجموع ٣٨٠، المغني ٢٠٨/٦، المحلى ٥٠٩/٧.

وهو قول عند المالكية، والحنابلة^(١).

واستدلوا: بالقياس على ما لو أجره الدار كل شهر بدرهم مع عدم العلم بمدة الاستئجار، وكذا ما لو أجره كل دلو بتمرة كما روى علي رضي الله عنه أنه استقى لرجل من اليهود كل دلو بتمرة، وجاء به إلى النبي ﷺ فأكل منه^(٢).

الترجيح:

الراجح والله أعلم هو القول بجواز هذا البيع لقوة ما استدلوا به وسلامته من المناقشة.

وعلى هذا نقول إن الجهالة في مقدار الأسهم التي ستؤول إلى ملكية مدير الاكتتاب غير مؤثرة، لأن العلم بسعر السهم الواحد كاف في نفي الجهالة كما هو القول الراجح في المسألة السابقة.

الترجيح في حكم ضمان الإصدار:

يرى الباحث أنه لا يمكن تخريج ضمان الإصدار تخريجاً واحداً يشمل جميع صورته، وذلك لاختلاف صور ضمان الإصدار وإن اتحدت في المسمى.

وعلى هذا يمكن أن يقال: إن ضمان الإصدار إن كان التزاماً مجرداً من قبل مدير الاكتتاب للشركة المساهمة بشراء ما يتبقى من

(١) المنتقى ١٤٥/٥، الفروع ٣١/٤.

(٢) رواه ابن ماجه، كتاب الرهون، باب الرجل يستقي كل دلو بتمرة ويشترط رقم (٢٤٤٦). وقال في مجمع الزوائد ٩٧/٤: رجاله رجال الصحيح إلا أن فيه انقطاعاً.

الأسهم بعد الاكتتاب بأقل من قيمتها الاسمية بدون عوض على هذا الالتزام كان ذلك بيع وضيعة بين الشركة المساهمة ومدير الاكتتاب، وهو مماثل لبيع بعض الصبرة كل قفيز منها بدرهم، وهو بيع جائز شرعاً على الصحيح من قولي الفقهاء.

وإن كان ضمان الإصدار تمثل في تسويق مدير الاكتتاب للأسهم المطروحة والتزامه بشراء ما يتبقى من الأسهم بعد التسويق بقيمتها الاسمية فإنه جائز شرعاً إن كان ذلك الالتزام بدون عوض مقابل لهذا الالتزام لأنه مماثل لبيع بعض الصبرة كل قفيز منها بدرهم، فإن كان ذلك الالتزام مقابل عوض محدد فهو محرم شرعاً لأن فيه غرراً ظاهراً.

وإن كان ضمان الإصدار تمثل في شراء مدير الاكتتاب لجميع الأسهم قبل طرحها للاكتتاب بأقل من قيمتها الاسمية ثم قام بتسويقها لحسابه بالقيمة الاسمية، كان ذلك العقد بيع وضيعة محض لا مدخل للوساطة فيه.

* * * * *