



Tharaa
Financial
Center



شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

أسلوب بديل للإدراج في الأسواق المالية

تقرير يستعرض المشهد العام لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص (SPACs)
ويناقش مناسبتها للسوق السعودي

فهرس المحتويات

3	الملخص التنفيذي
4	مقدمة
5	ما هي شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص؟
9	الفريق المؤسس لشركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص
11	مزايا شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
11	أبرز المزايا من وجهة نظر المستثمرين
11	أبرز المزايا من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها
11	أبرز المزايا من وجهة نظر المنظمين
12	إشكالات شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
12	أبرز الإشكالات من وجهة نظر المستثمرين
12	أبرز الإشكالات من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها
12	أبرز الإشكالات من وجهة نظر المنظمين
13	المشهد العالمي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
13	أولاً: حجم انتشار شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
15	ثانياً: قطاعات شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
16	ثالثاً: أداء شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
18	القواعد التنظيمية لإدراج شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
19	مناسبة شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص للسوق السعودي



Tharaa
Financial
Center

المخلص التنفيذي

انتشرت شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص (أو شركات الاستحواذ اختصاراً) بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية ثم في الأسواق الأوروبية، وحظيت مؤخراً باهتمام الأسواق الآسيوية، كطريق بديل لإدراج الشركات في الأسواق المالية، بدلاً من الإدراج عن طريق الاكتتاب العام، وذلك لما تتمتع به من مزايا تجعلها جذابة لفئة من الشركات التي قد لا يناسبها أسلوب الاكتتاب العام، كما أنها توفر أداة استثمارية جديدة، تساهم في تنويع محافظ المستثمرين وتمكنهم من الوصول إلى فئة جديدة من الاستثمارات.

وتتلخص فكرة شركات الاستحواذ بقيام مجموعة من المؤسسين بإنشاء شركة بهدف واحد هو الاستحواذ خلال مدة زمنية محددة على شركة خاصة. ويتم إدراج وحدات شركة الاستحواذ في السوق المالية من خلال اكتتاب عام، ويتاح تداولها في السوق، وفي نفس الوقت تبدأ رحلة المؤسسين في البحث عن شركة واحدة للاستحواذ عليها. فإذا وقع الاختيار على شركة وتمت موافقة المساهمين على تفاصيل صفقة الاستحواذ، يتم استبدال وحدات شركة الاستحواذ بأسهم في الشركة المستحوذ عليها، وبهذا تصبح الشركة المستحوذ عليها متداولة في السوق المالية دون المرور بالاكتتاب العام.

وبما أن شركات الاستحواذ يكتنفها الكثير من الغموض عند تأسيسها، حيث لا يعلم أحد على وجه اليقين فيما إذا كانت الشركة ستنجح في الاستحواذ على شركة مميزة، وبالتالي فإن المستثمرين يولون اهتماماً كبيراً لخبرة الفريق المؤسس وأداؤهم التاريخي، ويحرصون على أن تكون الصيغة التعاقدية مع المؤسسين محفزة لتحقيق أفضل النتائج. علاوة على ذلك، تفرض العديد من الهيئات المنظمة للأسواق المالية مجموعة من القواعد التنظيمية لضمان موائمة مصلحة المؤسسين مع المستثمرين الحاليين والمستقبليين، ومجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر في الفريق المؤسس للتحقق من كفاءتهم لتحقيق أهداف الشركة.

وتتميز شركات الاستحواذ عند مقارنتها بالاكتتابات العامة بعدة مزايا. فمن وجهة نظرة المستثمرين، تتيح شركات الاستحواذ الوصول إلى الشركات الخاصة الواعدة قبل إدراجها في السوق، وتمكنهم من المساهمة بحصة أكبر خلافاً للاكتتابات العامة، كما أنها تأتي مصحوبة بمشاركة فاعلة من مؤسسي الشركة، والذين عادة ما يتمتعون بخبرة جيدة وقدرة على انتقاء الشركات المناسبة.

أما من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها، فيتميز الإدراج عن طريق شركات الاستحواذ بقصر المدة الزمنية لإكمال المتطلبات والطرح في السوق، وانخفاض التكلفة المادية، وانحصار التفاوض مع مجموعة صغيرة من المختصين، وسهولة الانسحاب إذا لم يكن الاتفاق المطروح مرضياً للشركة. ومن وجهة نظر المنظمين، تتيح شركات الاستحواذ أسلوباً جديداً مجرباً للإدراج، مما يساهم في زيادة عدد الإدراجات في السوق، وجذب فئة جديدة من الشركات للإدراج، وتنويع المنتجات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين.

وفي المقابل، لا تسلم شركات الاستحواذ من بعض الإشكالات، فهي محفوفة بمخاطر عدم نجاح المؤسسين في إتمام صفقة استحواذ مرضية، ومحدودية الفحص النافي للجهالة، مما يزيد من احتمالية الخطأ في تقييم الشركة المستحوذ عليها، يضاف لذلك ارتفاع مكافأة الفريق المؤسس حال نجاح الصفقة.

أما من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها، فمن أبرز الإشكالات تنازل الملاك عن جزء أكبر من الأرباح في وقت مبكر. إضافة إلى غياب الأثر التسويقي للشركة المصاحب لعملية الاكتتاب العام، وعدم وجود متعهد تغطية يلتزم بإكمال المتطلبات وجمع الأموال الكافية لإتمام الإدراج. ومن وجهة نظر المنظمين، فإن قلة المتطلبات ومحدودية الفحص النافي للجهالة قد تؤدي إلى تعثر الاستحواذات مما يلقي بظلال سلبية على السوق.

إننا في مركز ثراء مالي نرى أن أسلوب الإدراج عن طريق شركات الاستحواذ يتمتع بمجموعة من المزايا التي تتوافق مع الأهداف المرسومة في برنامج تطوير القطاع المالي، وخصوصاً مبادرته المحورية السابعة والتي تهدف إلى تحفيز القطاع الخاص على الإدراج في السوق المالية السعودية، وذلك لأن إتاحة الإدراج عن طريق شركات الاستحواذ سيفتح طريقاً إضافياً مجرباً عالمياً قد يكون أكثر ملائمة لبعض الشركات، مما يساهم في زيادة عدد الإدراجات ورفع القيمة السوقية لسوق الأسهم. ولضمان نجاح التطبيق، نؤكد على أهمية حصر هذا المسار في بداية الأمر للمستثمرين المؤهلين فقط، وحصر الترخيص للشركات المالية الكبرى ذات الخبرة الواسعة في الإدراجات والتعامل مع الملكيات الخاصة.

مقدمة

ظهرت شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص¹ (أو شركات الاستحواذ اختصاراً) في الولايات المتحدة الأمريكية كطريق بديل للإدراج في الأسواق المالية، بدلاً من الإدراج عن طريق الاكتتاب العام (IPO)، حيث تمتاز هذه الشركات بمجموعة من الخصائص التي تجعلها جذابة للشركات الصغيرة والمتوسطة وللمستثمرين في آن واحد.

وتتلخص فكرتها بقيام مجموعة من المؤسسين بإنشاء شركة استحواذ ذات غرض خاص بهدف واحد هو الاستحواذ خلال مدة زمنية محددة على شركة خاصة، ويتم إدراج وحدات شركة الاستحواذ في السوق المالية من خلال اكتتاب عام، ويتاح تداولها في السوق، وفي نفس الوقت تبدأ رحلة المؤسسين في البحث عن شركة واحدة للاستحواذ عليها، فإذا وقع الاختيار على شركة وتمت موافقة المساهمين في شركة الاستحواذ والمساهمين في الشركة المستهدفة على الاستحواذ، يتم استبدال وحدات شركة الاستحواذ بأسهم في الشركة المستحوذ عليها، وبهذا تصبح الشركة المستحوذ عليها متداولة في السوق المالية دون المرور بالاكتتاب العام.

إن الانتشار الكبير لشركات الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية وتجاوزها من حيث العدد والقيمة للاكتتابات العامة التقليدية، جعل هذا الأسلوب البديل محل أنظار الأسواق العالمية الأخرى، حيث بدأت شركات الاستحواذ في الانتشار في الأسواق الأوروبية، وبدأ العمل بها في مجموعة من الأسواق الآسيوية. وهذا يدفعنا في مركز ثراء مالي لدراسة هذا النوع من الشركات وآلية عملها، ومعرفة أبرز مزاياها وعيوبها، وتقييم أدائها في الدول المختلفة مقارنة بأداء الاكتتابات العامة، ثم مناقشة مدى مناسبتها للسوق السعودي.

1. يطلق عليها باللغة الإنجليزية (Special Purpose Acquisition Companies) وتختصر بـ (SPACs).



ما هي شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص؟

تنشأ شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص لهدف واحد فقط، هو البحث عن شركة خاصة ناجحة والاستحواذ عليها خلال مدة زمنية محددة (18-24 شهراً)، وعادة ما يتم تحديد قطاع الشركة المستهدفة والمنطقة الجغرافية لها، ويتم طرح شركة الاستحواذ بعد إنشائها من قبل المؤسسين للاكتتاب العام لجمع الأموال من المساهمين، والذي يجذبهم للاكتتاب خبرة المؤسسين والقطاع المستهدف ورغبتهم في الاستثمار في الملكية الخاصة ذات النمو العالي، والتي لا تكون متاحة بسهولة لصغار المستثمرين.

وبعد إدراج شركة الاستحواذ في السوق المالية، توضع أموال المكتتبين في صناديق أسواق النقد عالية السيولة ومنخفضة المخاطر إلى حين تحديد الشركة المستهدفة، ويبدأ المؤسسون في البحث عن شركة للاستحواذ عليها، فإذا وقع اختيارهم على شركة يبدأون بالتفاوض معها لتحديد قيمة الشركة وشروط الاستحواذ. فإذا تم الاتفاق يتم عرض الموضوع على مساهمي شركة الاستحواذ للتصويت وهنا يترك المجال لكل مساهم بالموافقة واستبدال وحداته بأسهم في الشركة المختارة أو عدم الموافقة واسترداد أمواله مع الأرباح المحققة من استثمارها في صناديق النقد.

إذا صوتت أغلبية المساهمين بالموافقة يتم إعادة أموال المساهمين الذين يرغبون باسترداد أموالهم إليهم، ويتم تحويل أموال باقي المساهمين للشركة المستحوذ عليها مقابل أسهم فيها، وإذا كانت الأموال غير كافية للاستحواذ، يتم جمع أموال إضافية في جولة خاصة يطلق عليها باب². ويوضح الجدول رقم 1 رحلة شركة الاستحواذ التي تنتهي بنجاح الاستحواذ وإدراج الشركة المستهدفة في السوق المالية والمدة التقريبية لكل مرحلة.

جدول 1: رحلة شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص

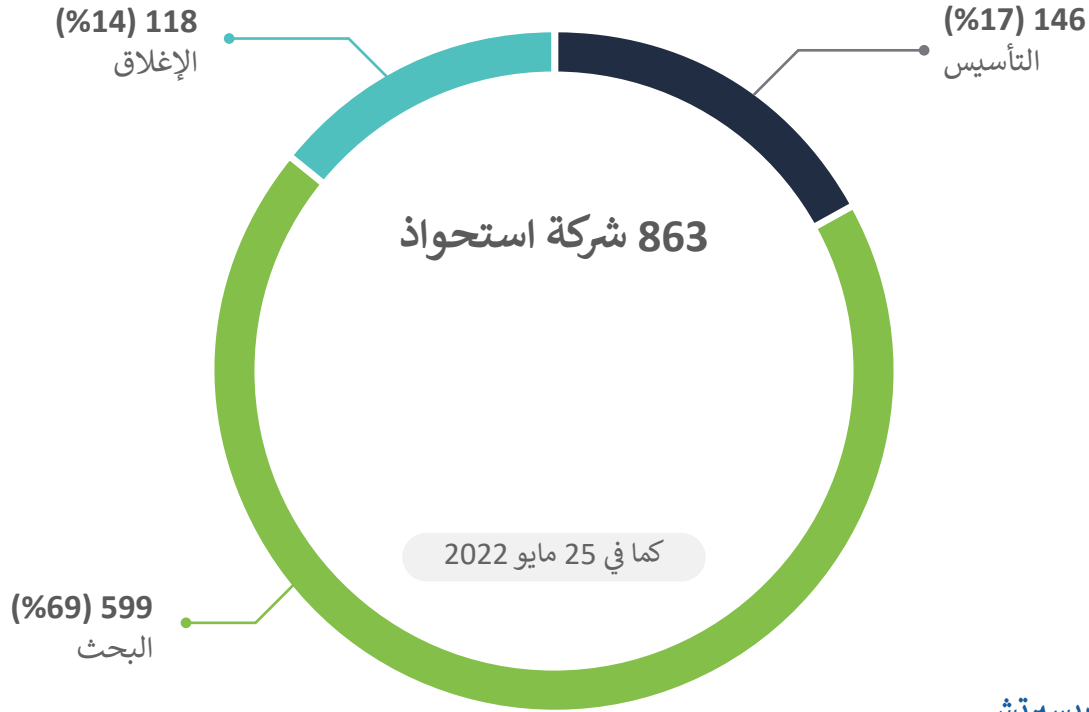
الخدمة	الخطوة	المدة الزمنية التقريبية
الإنشاء	تأسيس شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص	8 أسابيع
	الاكتتاب العام والإدراج في السوق المالية	
البحث	البحث عن شركة واعدة للاستحواذ عليها	19 شهر
	التفاوض مع الشركة المستهدفة للاستحواذ عليها	
	تصويت المساهمين على صفقة الاستحواذ	
الإغلاق	جمع أموال إضافية عن طريقة جولة باب إذا دعت الحاجة	5 أشهر
	إكمال الصفقة واستبدال وحدات المساهمين في شركة الاستحواذ بأسهم في الشركة المستحوذ عليها	

المصدر: مركز ثراء المالي

2. يطلق عليها باللغة الإنجليزية (Private Investment in Public Equity) وتختصر بـ (PIPE).

من هذه الخطوات يتضح أن شركة الاستحواذ ما هي إلا كيان مؤقت لا يقوم بأي عمليات تجارية سوى البحث عن شركة صاعدة للاستحواذ عليها، ولذا يطلق عليها البعض اسم شركات الشيك على بياض لكونها لا تقوم بأعمال تجارية. كما يتضح من هذه الخطوات بأن الشركة المستهدفة تصبح متاحة للتداول في السوق المالية دون الحاجة للمرور بطريق الاكتتاب العام التقليدي. ويوضح الشكل 1 عدد شركات الاستحواذ في الولايات المتحدة في كل مرحلة كما في 25 مايو من عام 2022م.

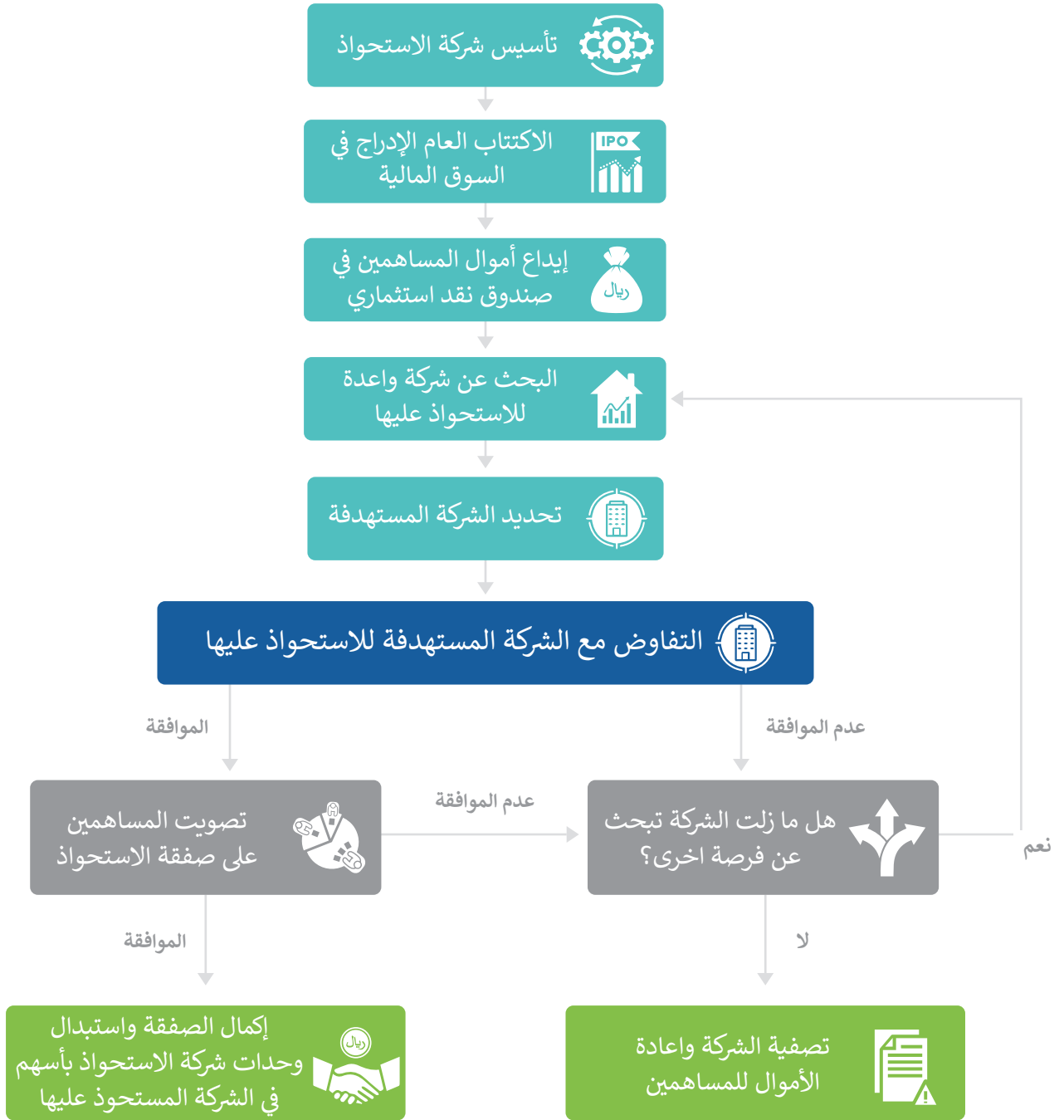
شكل رقم 1: شركات الاستحواذ الحالية في الولايات المتحدة حسب المرحلة



المصدر: [سباك ريسيرتش](#)

الخطوات السابقة تلخص الرحلة الناجحة لشركة الاستحواذ، إلا إن بعض هذه الخطوات قد لا تتم وفقاً لما هو مخطط له، فقد لا ينجح المؤسسون في الوصول إلى اتفاق مع الشركة المستهدفة، أو لا يصوت المساهمون في شركة الاستحواذ بالموافقة على الصفقة المقترحة، وفي هذه الحالة يعود المؤسسون إلى دائرة البحث مرة أخرى أو إعادة التفاوض مع الشركة المستهدفة، وفي حال انتهت المدة المحددة للشركة دون الوصول إلى اتفاق، يتم إعادة الأموال إلى المساهمين مع العوائد التي تحققت من خلال استثمارها في أسواق النقد. ويوضح الشكل رقم 2 الرحلة الكاملة لشركة الاستحواذ.

شكل رقم 2: دورة حياة شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص



المصدر: مركز ثراء المالي

وفي الجدول التالي أمثلة لمجموعة من أشهر شركات الاستحواذ التي نجحت في إكمال صفقة الاستحواذ وطرح الشركة المستحوذ عليها للتداول في السوق المالية.

جدول 2: أمثلة لشركات استحواذ ذات غرض خاص نجحت في إكمال صفقة استحواذ

شركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص	الشركة المستحوذ عليها	البورصة	تاريخ إدراج شركة الاستحواذ	حجم شركة الاستحواذ (مليون دولار)	تاريخ الاستحواذ	حجم الاستثمار في الجولة الخاصة (بايب) (مليون دولار)	حجم صفقة الاستحواذ (مليون دولار)	العائد في اليوم الأول	العائد السنوي	نشاط الشركة
Foley Trasimene Acquisition Corp	Alight Inc	نيويورك	2020-5-27	1,035	2021-7-2	2,015	3,050	10%-	9%-	مزود خدمة سحابية لحلول رقمية للأعمال ورأس مال البشري
Churchill Capital Corp IV	Lucid Group	ناسداك	2020-7-30	2,070	2021-7-23	2,330	4,400	11%-	71%-	مصنع سيارات إلكترونية
Altimeter Growth Corporation	Grab Holdings Ltd	ناسداك	2020-9-30	500	2021-12-1	4,000	4,500	21%-	48%-	تطبيق جوال لتوصيل الطعام
Soaring Eagle Acquisition Corp	Ginkgo Bioworks	نيويورك	2021-2-23	1,725	2021-9-16	775	2,500	13%-	68%-	شركة تقنية حيوية متخصصة في الهندسة الجينية لإنتاج بكتيريا للاستخدامات التصنيعية.
Reinvent Technology Partners Y	Aurora	ناسداك	2021-3-15	977	2021-11-3	10,023	11,000	3%-	41%-	تقنية القيادة الذاتية للسيارات

المصدر: [سباك تراك](#)، [مركز ثراء المالي](#)

الفريق المؤسس لشركة الاستحواذ ذات الغرض الخاص

يكتنف شركات الاستحواذ الكثير من الغموض عند تأسيسها، حيث لا يعلم أحد على وجه اليقين فيما إذا كانت شركة الاستحواذ ستنجح في اختيار شركة مميزة والاتفاق معها على صفقة مربحة للمستثمرين. ولأجل ذلك، يولي المستثمرون اهتماماً كبيراً لخبرة الفريق المؤسس وأدائهم التاريخي في اختيار الشركات وإدارة عملية التفاوض وإتمام صفقة الاستحواذ³.

ونظراً لأهمية الدور المنوط بالجهة المؤسسة لشركة الاستحواذ، والتي عادة ما تكون شركة مالية واحدة أو أكثر، فإن الصورة التعاقدية بين المستثمرين والجهة المؤسسة تعتبر أحد الركائز الرئيسية لنجاح شركة الاستحواذ. فمن ناحية، يحرص المستثمرون على توفير حافز مجزي لدفع المؤسسين لتحقيق أفضل النتائج، وفي نفس الوقت يرغبون في ألا يكون هذا المقابل المالي مبالغاً فيه. ولذا جرت العادة بأن يكون المقابل المالي للمؤسسين مرتبط بنجاحهم في تحقيق الهدف المطلوب، وعادة ما يكون على النحو التالي:

نسبة ملكية في الشركة المستحوذ عليها تصل إلى 10٪ إضافية في حال تحقيق الشركة المستحوذ عليها لأهداف أداء محددة، وذلك من خلال عقود حق الشراء (Warrants).



نسبة ملكية في الشركة المستحوذ عليها تصل إلى 20٪، تستحق عند نجاح صفقة الاستحواذ.



ولمزيد من الحوكمة، تفرض الهيئات المنظمة في بعض الأسواق المالية مجموعة من القواعد التنظيمية لضمان موثمة مصلحة المؤسسين مع المستثمرين الحاليين والمستقبليين، ومن ذلك ما يلي:

حظر التداول على المؤسسين وأقاربهم قبل الإعلان عن صفقة الاستحواذ، وذلك منعاً للتداول بناء على معلومات داخلية.



فرض مدة حظر بيع على المؤسسين تصل إلى 12 شهر بعد إتمام عملية الاستحواذ، وذلك لموائمة مصلحة المؤسسين مع مصلحة المستثمرين المستقبليين وضمان عدم تركيز المؤسسين على الأداء الآني فقط.



عدم مشاركة المؤسسين في التصويت على صفقة الاستحواذ إذا كان لديه مصلحة خاصة من إتمام الصفقة، وذلك منعاً لتعارض المصالح.



مساهمة أحد المؤسسين على الأقل بما نسبته 10٪ على الأقل من حصة المؤسسين، وذلك لضمان وجود مؤسس واحد على الأقل مساهماً بمبلغ ذا أهمية يجعله يولي عناية كافية لهذا الاستثمار.



3. من هذه الناحية، تشبه معايير القرار الاستثمار في شركات الاستحواذ المعايير في قرارات الاستثمار الجريء، إلا إن الاستثمار في شركات الاستحواذ يستهدف شركات أكثر نضوجاً من شركات الاستثمار الجريء، إضافة إلى أن الاستثمار في شركات الاستحواذ يركز على مهارة الفريق المؤسس في الاختيار والتفاوض وليس في إدارة الشركة المستهدفة.

ولضمان كفاءة الفريق المؤسس، تفرض بعض الهيئات المنظمة مجموعة من الشروط التي يجب تحققها، منها ما يلي:



أن يجتاز الأفراد الممثلين للفريق المؤسس معايير الجهة المنظمة من حيث الخبرة والمؤهلات ذات العلاقة.



أن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من الإدارة العليا للجهة المؤسسة، كالرئيس التنفيذي للشركة المالية ونوابه.



أن يكون أحد المؤسسين على الأقل مرخصاً من الهيئة المنظمة للسوق المالية في مجال إدارة الأصول أو تقديم الاستشارات في مالية الشركات.

ولرفع المصداقية وجودة الأداء، يلزم المنظمين في بعض الأسواق المالية شركات الاستحواذ بالتالي:

أن يشارك في مجلس إدارة شركة الاستحواذ أعضاء مستقلون غير تنفيذيون.



مشاركة جهة مستقلة في التقييم سواء كان ذلك عن طريق استثمارات خاصة (PIPE)، أو عن طريق مقيم خارجي مستقل.



ومن الجدير بالذكر، أن هذه القيود تتفاوت من سوق مالية إلى أخرى، إلا أن العديد من الجهات المنظمة قد أولت اهتماماً خاصاً بالقوانين المتعلقة بالفريق المؤسس نظراً لأهميته الخاصة.



◀ مزايا شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

لا شك بأن الرواج الكبير لشركات الاستحواذ في الأسواق الأمريكية ثم الأسواق الأوروبية والآسيوية هو أوضح دليل على أن هذا النوع من الشركات يحقق العديد من المزايا للمستثمرين وللشركات المستحوذ عليها على حد سواء.

أبرز المزايا من وجهة نظر المستثمرين

1. تتيح شركات الاستحواذ لصغار المستثمرين الوصول إلى الشركات الخاصة الواعدة قبل إدراجها في السوق، والتي تتمتع عادة بنسب نمو كبيرة في أدائها وقيمتها السوقية في مرحلة ما قبل الإدراج. أما في الاكتتابات العامة، فإن صغار المستثمرين لا يشاركون في الاستثمار إلا عند إدراج الشركة، مما يفوت عليهم العوائد العالية لمرحلة ما قبل الإدراج.
2. انخفاض تكلفة إدراج شركة الاستحواذ في السوق المالية وسهولة متطلباته نظراً لعدم وجود أي عمليات تجارية تقوم بها الشركة.
3. يمكن للمساهمين استثمار مبالغ أكبر في شركات الاستحواذ، خلافاً للاكتتابات العامة والتي ينتهي كثير منها بتخصيص حصص صغيرة للمكتتبين.
4. توفر خبرة مؤسسي شركة الاستحواذ ميزة إضافية، حيث يعتمد المساهمون على قدرة المؤسسين على انتقاء أحد أفضل الشركات المتاحة للاستحواذ.

أبرز المزايا من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها

1. متطلبات أقل وتكلفة أقل ومدة أقصر للإدراج مقارنة بالاكتتابات العامة.
2. تفاوض مع مجموعة صغيرة من المستثمرين، حيث يتم الجزء الأكبر من التفاوض مع مؤسسي شركة الاستحواذ، مما يسهل عملية الوصول إلى نقاط اتفاق مرضية للطرفين.
3. سهولة الانسحاب إذا لم يكن الاتفاق المطروح مرضياً للشركة. خلافاً للاكتتاب العام، حيث يتم تحديد السعر بناء على سجل الأوامر، والذي يشارك فيه عدد كبير من المستثمرين المؤسسيين، ويصعب على الشركة الانسحاب بعد ذلك لما في ذلك من تأثير على سمعتها ولأنها قد تكبدت الكثير من الجهد والمال للوصول لهذه المرحلة.

أبرز المزايا من وجهة نظر المنظمين

1. إتاحة مسار جديد مجرب عالمياً للإدراج سيساهم في زيادة عدد الإدراجات في السوق وتسريعها.
2. جذب فئة جديدة من الشركات للإدراج، حيث يناسبها أسلوب الاستحواذ أكثر من الاكتتاب العام، وهذا يؤدي لتنوع أكبر للشركات المدرجة في السوق.
3. تنوع المنتجات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين.

إشكالات شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

وفي المقابل، لا تسلم شركات الاستحواذ من بعض الإشكالات التي تحيط بها، والتي يمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:

أبرز الإشكالات من وجهة نظر المستثمرين

1. انخفاض ملكية المساهمين بسبب حصة المؤسسين المرتفعة، حيث جرت العادة على حصول المؤسسين على 20% من قيمة الشركة، إضافة إلى رسوم أداء عند تحقيق هدف معين خلال مدة زمنية محددة.
2. لا يعرف المستثمرون عند الاكتتاب الشركة التي سيتم الاستحواذ عليها، ولذا يشبه بعض المستثمرين شركات الاستحواذ بتوقيع الشيك على بياض.
3. قد لا تنجح شركة الاستحواذ في إتمام صفقة خلال المدة الزمنية، وبالتالي تتم التصفية وإعادة الأموال للمكتتبين مع عوائد صندوق النقد الزهيدة، مفوتاً عليهم عوائد أفضل في الفرص البديلة.
4. يتم تنفيذ الفحص المالي النافي للجهالة على نطاق أضيق وبشكل أقل تفصيلاً، مما يزيد من احتمالية الخطأ في تقييم الشركة.
5. عدم كفاية الأموال التي تم جمعها إذا قام عدد كبير من المكتتبين باسترداد أموالهم.

أبرز الإشكالات من وجهة نظر الشركات المستحوذ عليها

1. التنازل عن جزء أكبر من الأرباح في وقت مبكر.
2. الإطار الزمني الأقصر للإدراج يتطلب من الشركة إتمام المتطلبات في مدة زمنية أقل مقارنة بالاكتتاب العام.
3. غياب الأثر التسويقي للشركة المصاحب لعملية استكشاف السعر وبناء سجل الأوامر.
4. انعدام الأمان من وجود متعهد تغطية يلتزم بإكمال المتطلبات وجمع الأموال الكافية لإتمام الإدراج.

أبرز الإشكالات من وجهة نظر المنظمين

1. قلة المتطلبات وقصر المدة للإدراج تأتي على حساب حجم الإفصاح ومقدار الجهد المبذول في الفحص النافي للجهالة.
2. تعثر الاستحواذات -في حال حدوثه- قد يلقي بظلال سلبية على السوق.
3. احتمالية ضعف الإقبال من قبل المؤسسين أو المستثمرين أو الشركات المستهدفة.

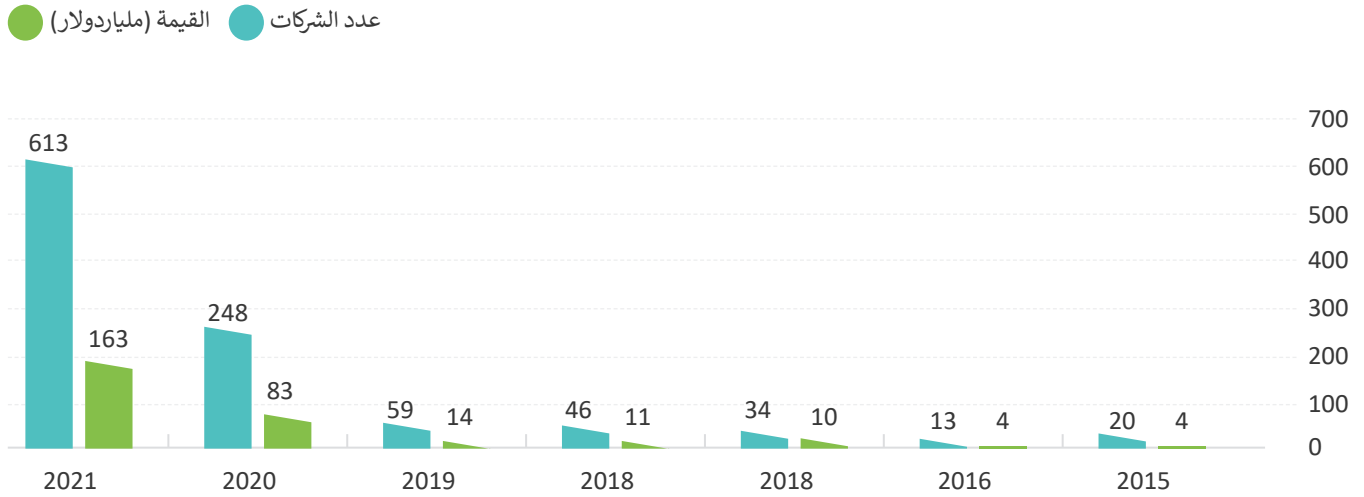
المشهد العالمي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

يستعرض هذا الجزء الاتجاهات العامة لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص حول العالم، ابتداءً بالولايات المتحدة الأمريكية، المولد الأول لشركات الاستحواذ المتداولة، ومروراً بالأسواق الأوروبية التي شهدت رواجاً لهذه الشركات في السنوات الأخيرة، وانتهاءً بالأسواق الآسيوية التي بدأت في تبني هذا الأسلوب.

أولاً: حجم انتشار شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

بالرغم من أن شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص قد تم إطلاقها للمرة الأولى في عام 1990م في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أنها شهدت رواجاً في السنوات القليلة الماضية. ويوضح الشكل رقم 3 بأن عدد شركات الاستحواذ ارتفعت من 20 شركة بقيمة 4 مليارات دولار أمريكي في عام 2015 إلى 613 شركة بقيمة 163 مليار دولار أمريكي في عام 2021، بنمو سنوي مركب بلغ 77٪ في عدد الشركات و 86٪ في قيمتها.

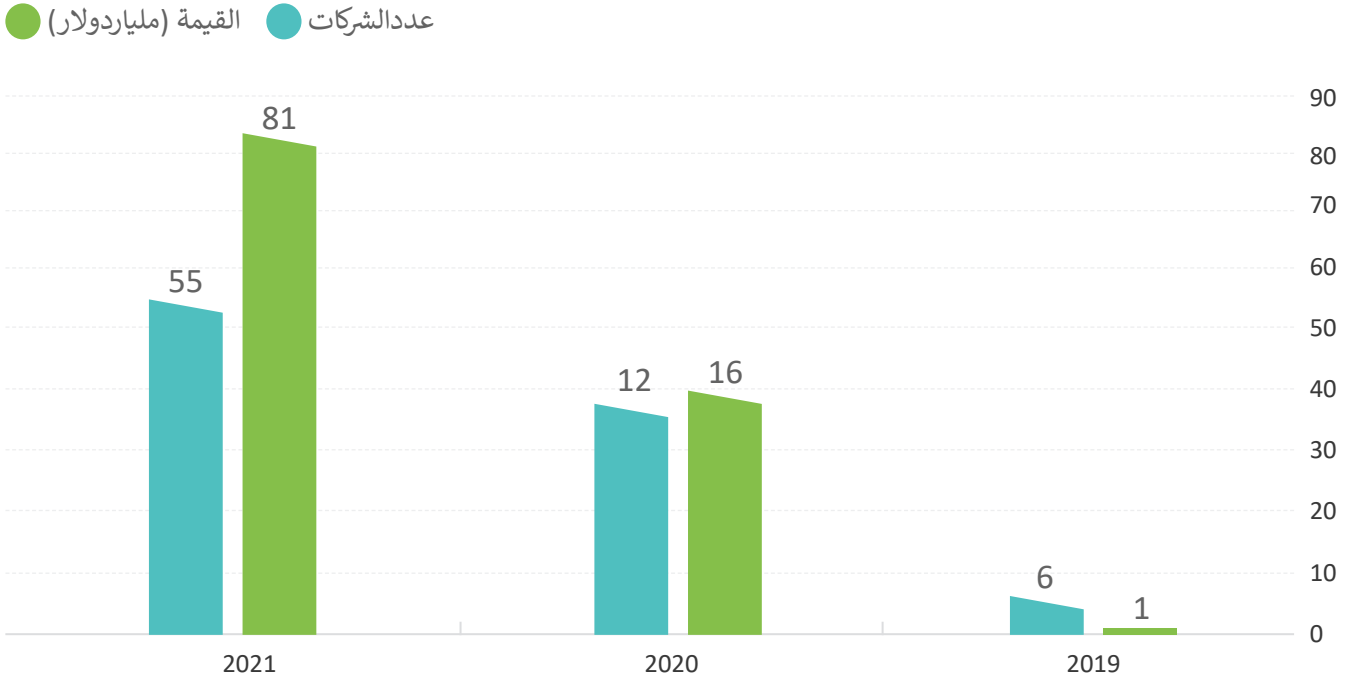
شكل رقم 3: شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص في الولايات المتحدة



المصدر: [سباك ريسيرتش](#)

وقد لحقت الأسواق الأوروبية بالأسواق الأمريكية، حيث بدأت بـ 6 شركات بقيمة مليار دولار تقريباً في عام 2019، لتنمو إلى 55 شركة بقيمة 81 مليار دولار أمريكي في عام 2021، أي ما يساوي نمواً سنوياً مركباً بمعدل 203٪ لعدد الشركات و 800٪ لقيمتها (انظر الشكل رقم 4).

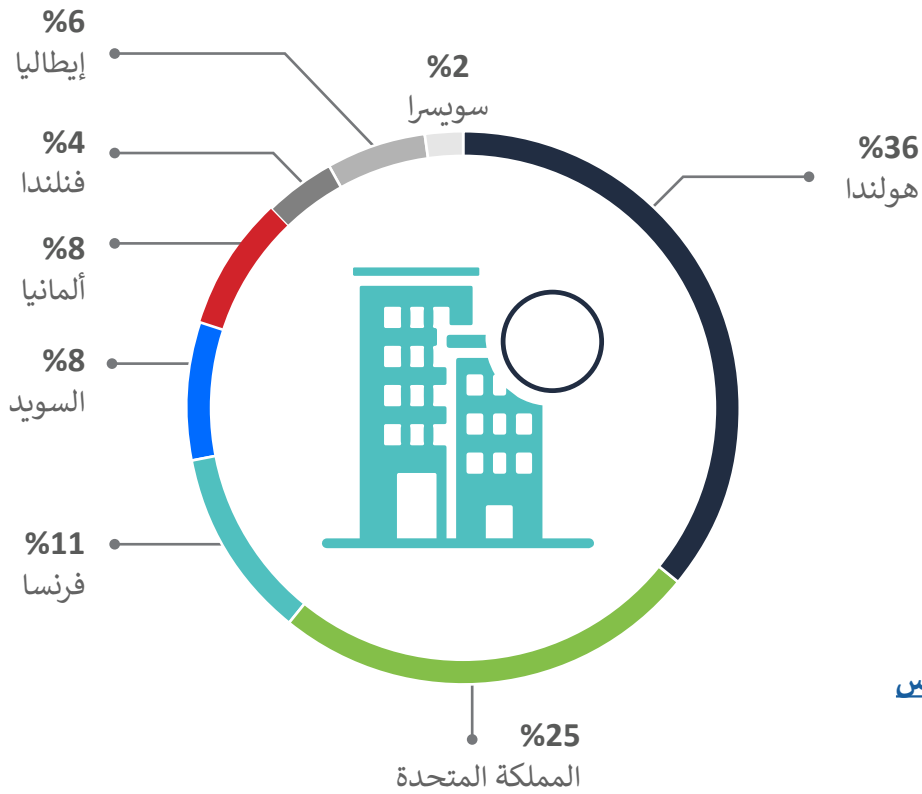
شكل رقم 4: شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص في أوروبا



المصدر: وايت آند كيس

ويوضح الشكل رقم 5 أن نصيب الأسد من إدراجات شركات الاستحواذ خلال الفترة من 2019 إلى 2021 كانت للسوق المالية في هولندا بحصة بلغت 36٪، يتبعها المملكة المتحدة بحصة بلغت 25٪ وفرنسا بنسبة بلغت 11٪.

شكل رقم 5: شركات الاستحواذ في أسواق المال الأوروبية من 2019 إلى 2021

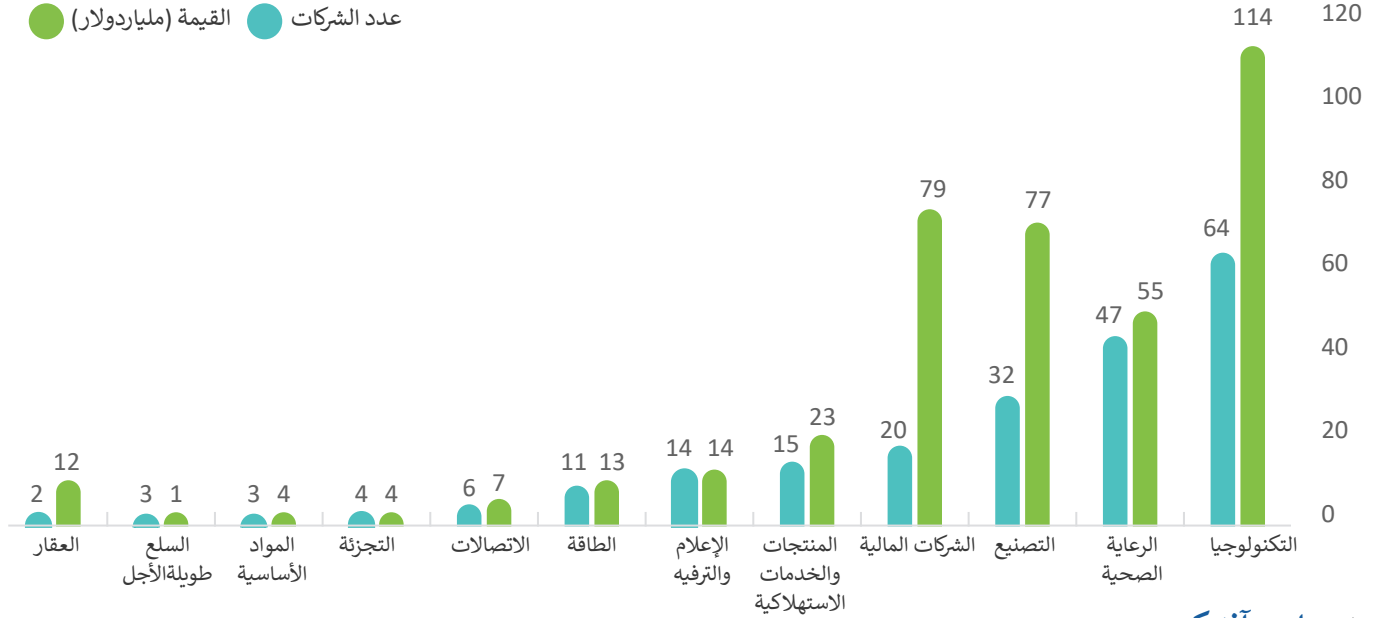


المصدر: وايت آند كيس

ثانياً: قطاعات شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

تنوعت قطاعات شركات الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن التركيز انصب على الشركات التكنولوجية ثم شركات الرعاية الصحية والتصنيع والشركات المالية، وفقاً لبيانات وايت كيس لعام 2021.

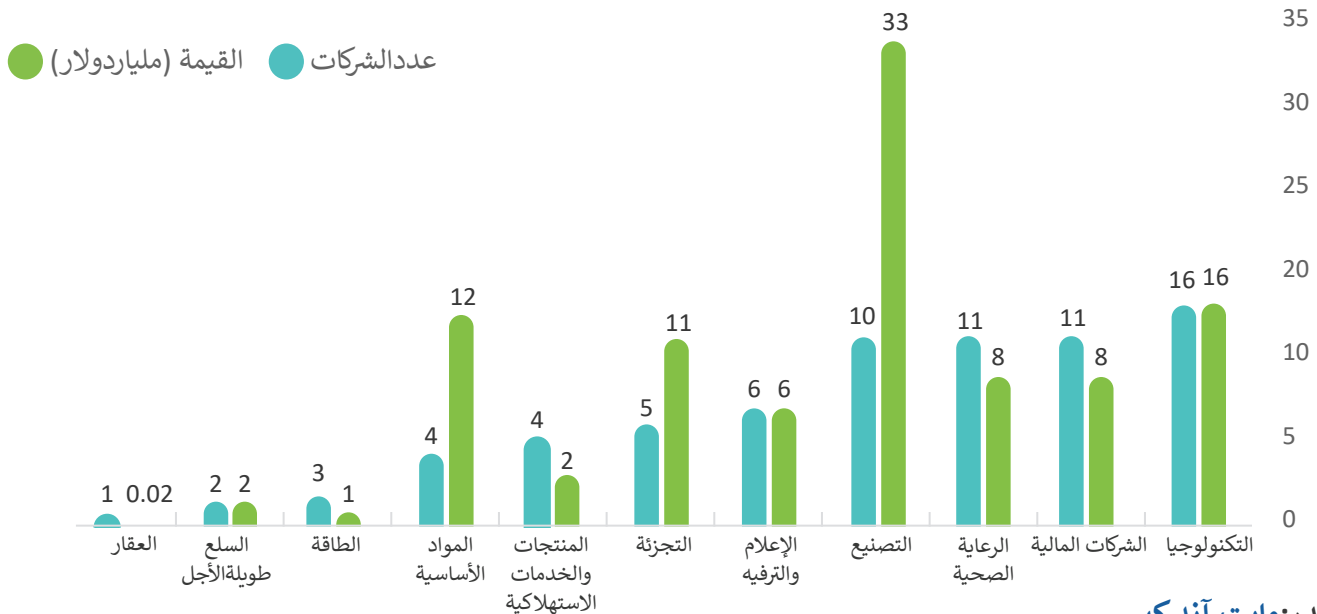
شكل رقم 6: شركات الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية حسب القطاع خلال عام 2021



المصدر: وايت أند كيس

وبالمثل، تنوعت قطاعات هذه الشركات في القارة الأوروبية، وكان التركيز كذلك على الشركات التكنولوجية ثم الشركات المالية وشركات الرعاية الصحية والتصنيع، وفقاً لبيانات وايت كيس من 2019 وحتى لعام 2021.

شكل رقم 7: شركات الاستحواذ في أوروبا حسب القطاع من 2019 وإلى 2021



المصدر: وايت أند كيس

ثالثاً: أداء شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

نظراً للحدّة النسبية لانتشار شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص، فإن أغلب مؤشراتها تعود لأعوام قليلة. فعلى سبيل المثال، تم إطلاق مؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص (مؤشر شركات الاستحواذ) في شهر أغسطس من عام 2021، وتبدأ بياناته من شهر نوفمبر من عام 2017، ويشمل جميع شركات الاستحواذ المتداولة في الأسواق الأمريكية الرئيسية.

ولتقييم أداء شركات الاستحواذ، سنقوم بمقارنة أداء مؤشر شركات الاستحواذ منذ اطلاقه بأداء مؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة (مؤشر الاكتتابات)، وأداء مؤشر إس آند بي - بي إم آي الأمريكي (مؤشر جميع الشركات)، والذي يشمل جميع الشركات المتداولة في الأسواق الأمريكية.

ويتضح من الشكل رقم 8 والجدول رقم 3 أن الإقبال الكبير على شركات الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية قد صاحبه أداء استثنائي في عام 2020 على وجه الخصوص، حيث حقق مؤشر شركات الاستحواذ عائداً إجمالياً بلغ 250٪، في مقابل 28٪ لمؤشر الاكتتابات و 19٪ لمؤشر جميع الشركات خلال نفس الفترة. إلا إن أداء مؤشر شركات الاستحواذ كان الأقل في الأعوام 2018 و 2019 و 2021 مقارنة بالمؤشرين.

شكل 8: مؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص ومؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة ومؤشر إس آند بي بي إم آي للشركات الأمريكية



المصدر: بلومبرغ، مركز ثراء المالي

جدول رقم 3: العائد السنوي لمؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص ومؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة ومؤشر إس آند بي - بي إم آي الأمريكي

العالم	مؤشر إس آند بي - بي إم آي الأمريكي (جميع الأسهم الأمريكية)	مؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة	مؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
2018	7%-	13%-	15%-
2019	28%	26%	11%
2020	19%	28%	250%
2021	24%	2%	2%-

المصدر: بلومبرغ، مركز ثراء المالي

وفيما يتعلق بتذبذب المؤشر، فقد شهد مؤشر شركات الاستحواذ هدوءاً في أول سنتين، ليسجل في 2018 و2019 انحرافاً معيارياً سنوياً أقل مما سجله مؤشر الاكتتابات ومؤشر جميع الشركات. ولكن تذبذب المؤشر ارتفع بشكل ملحوظ في عامي 2020 و2021. ففي عام 2021، سجل مؤشر شركات الاستحواذ انحرافاً معيارياً يزيد على ضعف الانحراف المعياري لمؤشر جميع الشركات، وأكثر بنسبة 66% من الانحراف المعياري لمؤشر الاكتتابات.

جدول رقم 4: الانحراف المعياري لمؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص ومؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة ومؤشر إس آند بي - بي إم آي الأمريكي

العالم	مؤشر إس آند بي - بي إم آي الأمريكي (جميع الأسهم الأمريكية)	مؤشر إس آند بي للاكتتابات العامة	مؤشر إس آند بي لشركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص
2018	17%	17%	10%
2019	13%	15%	6%
2020	35%	44%	43%
2021	14%	22%	37%

المصدر: بلومبرغ، مركز ثراء المالي

ويمكن تبرير أداء مؤشر شركات الاستحواذ بأمرين: (1) حداثة هذا النوع من الاستثمارات، (2) الهدوء الذي يصاحب أداء الشركة قبل الإعلان عن صفقة الاستحواذ. وحيث إن أغلب شركات الاستحواذ في المؤشر كانت في مرحلة البحث في عامي 2018 و2019، انعكس ذلك على الأداء المتواضع والتذبذب المنخفض، ليشهد بعد ذلك نمواً هائلاً ونتائج استثنائية في عام 2020، والذي أدى بدوره إلى إقبال متزايد من المستثمرين أدى إلى ارتفاع قيمة هذه الشركات عن قيمها العادلة، لتشهد انخفاضاً تصحيحياً في عام 2021.

القواعد التنظيمية لإدراج شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص

من خلال الاطلاع على الدراسة المقارنة التي قام بها مكتب كلفورد وتشانس لقواعد إدراج شركات الاستحواذ في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وسنغافورة وهونج كونج، والدراسة المقارنة التي قام بها فريشفيلدز لقواعد إدراج شركات الاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وهولندا وألمانيا، يتضح لنا وجود تفاوتات في القوانين المنظمة لإدراج شركات الاستحواذ بين التشديد والتسهيل. ويظهر أن قوانين الأسواق الأمريكية والسوق الهولندي هي الأكثر مرونة مقارنة بنظيراتها، وقد يكون هذا هو السبب في ازدهارها من حيث عدد شركات الاستحواذ المدرجة وحجمها.

إن أحد المزايا الرئيسية لشركات الاستحواذ هو السهولة النسبية لإدراج الشركات المستهدفة، وذلك لأن متطلبات الإفصاح وإكمال صفقة الاستحواذ المنتهي بالإدراج تعتبر أقل وأيسر من متطلبات الإدراج عبر الاكتتاب العام. وبالتالي فإن التشديد في القوانين المصاحبة قد يذهب ببريق هذا الأسلوب ويفقده ميزته التنافسية.

وفي المقابل، فإن التساهل المبالغ فيه في متطلبات الاستحواذ والإدراج وفي الفحص النافي للجهالة قد يؤدي لإدراج شركات ضعيفة وغير ملائمة لسوق المال، وهذا سينعكس بآثار سلبية على المستثمرين ونظرتهم لجودة السوق المالية، ويؤدي لتحويلهم لأسواق أخرى أو استثمارات بديلة. وهنا يأتي دور الجهات المنظمة في محاولة تحقيق التوازن للمحافظة على الميزة التنافسية لشركات الاستحواذ من غير الإخلال بنزاهة السوق المالية.



◀ مناسبة شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص للسوق السعودي

أولت المملكة العربية السعودية اهتماماً خاصاً بالقطاع المالي وأطلقت برنامج تطوير القطاع المالي، أحد البرامج الرئيسية لتحقيق رؤية المملكة 2030، والذي يرأس مجلس إدارته وزير المالية ويشارك في عضوية المجلس وزير الاستثمار ومحافظ البنك المركزي ورئيس هيئة السوق المالية ومحافظ الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة ورئيس إدارة التمويل الاستثماري العالمي في صندوق الاستثمارات العامة.

ويسعى برنامج تطوير القطاع المالي إلى تحقيق ثلاث أهداف استراتيجية، هي: (1) تمكين المؤسسات المالية من دعم نمو القطاع الخاص، (2) تطوير سوق مالية متقدمة، (3) تعزيز وتمكين التخطيط المالي. وقد أطلق البرنامج عدة مبادرات محورية لتحقيق هذه الأهداف الاستراتيجية، منها المبادرة المحورية السابعة والتي تهدف إلى تحفيز القطاع الخاص على الإدراج في السوق المالية السعودية، وذلك لتحقيق المستهدفين التاليين بحلول 2025:

1. رفع القيمة السوقية لسوق الأسهم من الناتج المحلي (باستثناء أرامكو) إلى 80.8%.

2. زيادة عدد الإدراجات في السوق المالية السعودية حتى يصبح العدد 134 إدراجاً.

وأوضحت وثيقة برنامج تطوير القطاع المالي في خطتها التنفيذية أنها تستهدف 16 إدراجاً في 2020 و 20 إدراجاً في 2021 و 24 إدراجاً في كل من 2022 و 2023 و 2024 و 26 إدراجاً في 2025.

إننا في مركز ثراء المالي نرى أن شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص تتمتع بمجموعة من المزايا التي تتوافق مع الأهداف المرسومة في برنامج تطوير القطاع المالي، إذ إن إتاحة الإدراج عن طريق شركات الاستحواذ سيفتح طريقاً إضافياً مجرباً عالمياً قد يكون أكثر ملائمة لبعض الشركات من طريق الاكتتاب العام. ونعتقد أن أكثر ما يحفز الإدراج عن طريق شركات الاستحواذ من وجهة نظر الشركات هو قصر المدة الزمنية لإكمال المتطلبات والطرح في السوق، وانخفاض التكلفة المادية للطرح، إضافة إلى تحديد قيمة الشركة في وقت مبكر من رحلة الإدراج، وانحصار التفاوض مع مجموعة صغيرة من المختصين، وسهولة الانسحاب إذا لم يكن الاتفاق المطروح مرضياً للشركة.

إضافة لذلك، نعتقد أن شركات الاستحواذ ذات الغرض الخاص ستحقق مجموعة من المزايا للمستثمرين كذلك، حيث إنها تتيح للمستثمرين الوصول إلى الشركات الخاصة الواعدة قبل إدراجها في السوق، وتمكن المستثمرين من المساهمة بحصة أكبر خلافاً للاكتتابات العامة والتي ينتهي كثير منها بتخصيص حصص صغيرة للمكتتبين، كما أنها تأتي مصحوبة بمشاركة فاعلة من مؤسسي الشركة والذين عادة ما يتمتعون بخبرة جيدة وقدرة على انتقاء الشركات المناسبة.

ولضمان نجاح التطبيق، يمكن البدء بإتاحة الاستثمار في هذا المسار للمستثمرين المؤهلين فقط، على الأقل في مرحلة البداية حتى نضوج التجربة في السوق المحلي، إضافة إلى حصر الترخيص في بداية الأمر للشركات المالية الكبرى ذات الخبرة الواسعة في الإدراجات والتعامل مع الملكيات الخاصة.

من نحن؟

مركز ثراء المالي هو مركز أبحاث تابع لجامعة الأمير سلطان. يهدف المركز إلى دعم الأسواق المالية باعتباره جهة مستقلة لأبحاث السوق المالية، وتدريب المحترفين الماليين، وتوعية المستثمرين. وفي هذا الصدد، يركز ثراء على مجالين رئيسيين: (أ) نشر الأبحاث التحليلية ذات القيمة المضافة حول الأسواق المالية السعودية، و(ب) إعداد التقارير الموضوعية حول القضايا الرئيسية ذات الصلة بصانعي السياسات والمستثمرين والعموم. يعمل في ثراء متخصصون ذوو كفاءة عالية ويتمتعون بخبرة واسعة في أبحاث الاستثمار والملكية الخاصة والمصرفية الاستثمارية وإدارة الأصول.

إخلاء مسؤولية

أعد مركز ثراء المالي في جامعة الأمير سلطان هذا المستند. جاءت المعلومات الواردة في هذا المستند من عدة مصادر محلية وعالمية. بذل مركز ثراء قصارى جهده في الحصول على البيانات من أكثر المصادر موثوقية، إلا أن المركز لا يضمن دقة البيانات. وبالتالي، لا يقدم مركز ثراء المالي أي تعهدات صريحة أو ضمنية فيما يتعلق بدقة واكتمال أي معلومات واردة في هذا التقرير.

لا يهدف هذا التقرير إلى تقديم نصائح أو مشورة للاستثمار الشخصي ولا يقدم توصيات لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو أي نوع من المنتجات الاستثمارية. مركز ثراء المالي غير مسؤول عن أي عواقب مباشرة أو غير مباشرة ناتجة عن استخدام المعلومات الواردة في هذا المستند.



Tharaa Financial Center

هاتف

011 494 8899



البريد الإلكتروني

info@tharaafc.com



العنوان

جامعة الأمير سلطان، مبنى 105
شارع رفحا، الرياض
المملكة العربية السعودية



الموقع الإلكتروني

www.tharaafc.com

