

المحاضرة 09:

عمليات الإدراج في سوق الأوراق المالية: الشروط، التكلفة، المتدخلون، المراحل، طرق الإدراج والعروض العامة (OPF, OPO, OPM، التسعير المباشر).

المرجع الأساسي:

- Fabozzi, F. J., & Jones, F. J. (2019). Foundations of global financial markets and institutions. MIT Press.
- Coopers, P. W. H. (2004). Roadmap for an IPO: A guide to going public. *New York: PricewaterhouseCoopers LLP.*

الأهداف:

- فهم عملية الإدراج في سوق الأوراق المالية.
- التعرف على المتدخلين في عملية الإكتتاب العام الأولي.
- التعرف على تكلفة عملية الإكتتاب العام الأولي
- معرفة مراحل عملية الإكتتاب العام الأولي.

الكلمات المفتاحية:

- الإكتتاب العام الأولي (IPO: Initial Public Offering)
- بناء سجل أوامر الإكتتاب (Book Building)
- طريقة السعر الثابت (Fixed-Price Method)
- جولة الترويج (Road show)
- بيان التسجيل (The Registration Statement)
- النشرة الترويجية (Prospectus)

1. قرار إدراج شركة في سوق الأوراق المالية

يقر العديد من الاقتصاديين أن أسواق الأوراق المالية توفر سيولة نسبية في الإقتصاد كما أن سوق الإصدارات الجديدة النشطة وتوفر ميزة تنافسية للشركات الناشئة. فمن دون الوصول إلى أسواق الأوراق المالية، سيجد العديد من رواد الأعمال والمستثمرين في رأس المال المخاطر صعوبة كبيرة، أو قد يكون الأمر مستحيلًا بالنسبة لهم، في تصفية استثماراتهم أو تنويعها. وهذا بدوره سيجعل بدء شركة جديدة أكثر تكلفة ويقلل من معدل إنشاء الشركات.

على سبيل المثال، ضخ المستثمرون 10 مليارات دولار في الشركات الناشئة في الولايات المتحدة عام 1993، مقارنة بحوالي 4 مليارات دولار في أوروبا، على الرغم من أن اقتصادات أوروبا والولايات المتحدة متساوية تقريبًا من حيث الحجم. هذا يعني أن حوالي 3% فقط من الاستثمارات الأوروبية توجهت نحو الشركات الناشئة مقارنة بـ 14% في الولايات المتحدة. جزء من السبب في الحصة الأكبر بكثير للاستثمارات الأمريكية في الشركات الناشئة هو سهولة تحول الشركات الأمريكية إلى شركات عامة وتمكن المستثمرين الأوائل من استرداد أموالهم من الشركة.

يمكن تعريف الإكتتاب العام الأولي (IPO: Initial Public Offering) بأنه طرح أسهم شركة ما للإكتتاب من طرف عامة الجمهور في سوق الأوراق المالية لأول مرة. يُطلق على الإكتتاب العام الأولي (IPO) الذي تباع فيه الشركة أوراقها المالية غير المصدرة وتستهلك جميع العائدات على شكل رأس مال إضافي عرضًا أوليًا (Primary Offering) أما البيع الذي تُباع فيه الأوراق المالية التي يحتفظ بها مالكو الشركة الحاليون، والذي يحصل منه المالكين على العائدات، فيُطلق عليه عرضًا

ثانويًا (Secondary Offering). عادةً ما تكون الاكتتابات العامة الأولية عروضًا أولية بحتة، ولكن قد تتضمن عددًا صغيرًا من الأسهم التي يحتفظ بها المالكون الحاليون.

2. شروط الطرح العام على الجمهور

الشرط	التفاصيل	أسباب الأهمية
الإيرادات والربحية	- يجب أن تتجاوز الإيرادات السنوية 50 مليون دولار - . يجب أن تحقق الشركة أرباحًا لا تقل عن مليون دولار سنويًا.	لضمان جاذبية الشركة للمستثمرين وإثبات استدامة الأداء المالي.
النمو المستدام	- وجود توقعات نمو قوية للإيرادات والأرباح على مدى خمس سنوات - . دعم هذا النمو بخطط واستراتيجيات واضحة.	المستثمرون يبحثون عن عوائد مستقبلية، وبعد النمو المستدام مؤثرًا على استقرار وازدهار الشركة في المستقبل.
تمويل رأس المال المغامر	- الحصول على استثمارات من صناديق رأس المال المغامر كدليل على ثقة جهات تمويل ذكية بنموذج عمل الشركة ومنتجاتها.	يزيد من مصداقية الشركة ويساعد على رفع التقييم قبل الطرح العام.
جودة المنتجات والخدمات	- يجب أن تكون المنتجات أو الخدمات فريدة أو لها ميزة تنافسية واضحة - . أن تكون مرئية للجمهور وذات أهمية اقتصادية أو اجتماعية.	المنتجات المبتكرة أو ذات المزايا الفريدة تجذب اهتمام المستثمرين وتشجعهم على الاستثمار في الشركة.
الإجراءات المالية والرقابية	- تطبيق ضوابط مالية صارمة وضمن نزاهة ودقة البيانات المالية. - الالتزام بقانون Sarbanes-Oxley لتقييم ومراجعة الرقابة الداخلية على التقارير المالية.	تعزيز الشفافية وبناء الثقة مع المستثمرين وضمن الامتثال للمعايير التنظيمية.
الإدارة والخبرة	- قيادة ذات خبرة في إدارة الشركات العامة. - فريق إداري قادر على التعامل مع تعقيدات السوق المالي وتحقيق أهداف الطرح العام.	المستثمرون يعتمدون بشكل كبير على خبرة القيادة لتحقيق أهداف الشركة بعد الطرح العام.
حوكمة الشركات	- وجود لجنة تدقيق مستقلة تتضمن أعضاء مجلس إدارة بخبرة. - تطبيق معايير حوكمة مثل الشفافية، مراجعة الأهداف، والرقابة على الأداء.	لضمان الامتثال للمعايير الدولية والالتزام بالممارسات السليمة لإدارة الشركات العامة.

3. المتدخلون في عملية الإكتتاب العام الأولي للأسهم

المتدخل	الدور والمسؤوليات	تفاصيل إضافية
لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)	-مراجعة بيان التسجيل والنشرة التعريفية للتأكد من صحة ودقة الإفصاح المالي والمعلومات المقدمة - . منع عمليات الطرح التي تحتوي على معلومات مضللة.	لا تقدم اللجنة تقييمًا لقيمة الشركة أو جودة أوراقها المالية، ولكن تضمن أن المستثمرين لديهم المعلومات الكافية لاتخاذ قرار.
إدارة الشركة	-توفير كافة المعلومات المطلوبة لبيان التسجيل - . المشاركة الفعالة في صياغة الوثائق وضمن دقة البيانات المقدمة - . تخصيص وقت وجهد كبير لإنجاح الطرح.	قد تتطلب العملية تعيين موظفين إضافيين لتقليل العبء على الإدارة اليومية.

المستشار القانوني	-صياغة ومراجعة الوثائق القانونية، بما في ذلك بيان التسجيل - تقديم المشورة حول الالتزام بالمتطلبات القانونية والتنظيمية.	يفضل اختيار مستشار قانوني لديه خبرة في مجال الصناعة المعنية وعملية الاكتتاب العام.
البنك الاستثماري (متعهد الاكتتاب)	-تحديد سعر السهم بالتعاون مع الشركة. -إدارة الجولة الترويجية (roadshow) لتعريف المستثمرين بالشركة. -ضمان بيع الأسهم وإدارة الطلب عليها.	البنك الاستثماري يشكل فريقًا يشمل المحللين وأعضاء مكاتب التداول لتقديم الدعم قبل وبعد الطرح.
المحاسبون القانونيون	-تدقيق البيانات المالية وتقديم خطاب التأكيد للمستثمرين. -مراجعة الأرقام والتقارير المالية وضمان الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية.	من الضروري تعيين محاسبين قانونيين لديهم خبرة مع هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) ومعايير الطرح العام.
مستشارو العلاقات العامة	-إدارة الصورة العامة للشركة وتعزيز جاذبيتها في السوق. -إعداد المواد الإعلامية وتنسيق العروض مع الصحافة والمحللين الماليين.	دورهم يمتد لما بعد الطرح العام من خلال إدارة التواصل مع المستثمرين الحاليين والمحتملين.
وكيل نقل الأسهم	-إدارة شهادات الأسهم وإجراءات نقل الملكية. -توزيع الأرباح المالية والتقارير على المساهمين.	الوكيل يعتبر نقطة اتصال للمساهمين في إدارة أصولهم بعد الطرح العام.
طباعة البيانات المالية	-طباعة النشرات التعريفية والوثائق المالية بطريقة متوافقة مع متطلبات هيئة الأوراق المالية والبورصات. -تقديم الوثائق إلكترونيًا عبر نظام مخصص.	يجب اختيار شركة طباعة مالية متخصصة لضمان الامتثال وسرعة التنفيذ.

4. فوائد الطرح العام

أحد الأسباب التي تدفع الشركات للطرح العام هو إمكانية الحصول على رأس المال بشروط أكثر جاذبية من الأسواق العامة. على سبيل المثال، قد تجد الشركات الناشئة أن الأسواق العامة مصدر أرخص للتمويل بسبب حماسة المستثمرين تجاه منتجاتها. ومع ذلك، هناك العديد من الشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام وتصدر عددًا قليلًا فقط من الأسهم في البداية، دون أن تكون بحاجة فعلية إلى رأس المال الذي يتم جمعه. كان هذا هو الحال عندما طرحت شركة Microsoft أسهمها للاكتتاب العام.

ذكرت مايكروسوفت أن أحد أسباب طرحها للاكتتاب العام كان توفير السيولة من خلال الأسواق العامة للمديرين والمساهمين الداخليين الآخرين في الشركة، الذين تم تعويضهم سابقًا بأسهم، وربما كانوا محاصرين في استثمار غير سائل. وبالمثل، قد يعتبر سهم الشركة المتداولة علنًا شكلاً أكثر جاذبية من التعويض مقارنة بسهم الشركة الخاصة، مما يسهل على الشركة العامة جذب أفضل الموظفين.

أن تكون الشركة عامة يعني أن المالكين الأصليين والمستثمرين والمديرين الجدد والقدامى يمكنهم تصفية استثماراتهم من الشركة وتنويع محافظهم الاستثمارية.

ميزة إضافية للطرح العام هي أن أسعار الأسهم في الأسواق العامة تقدم مصدرًا قيمًا للمعلومات لمديري الشركة. يقوم المستثمرون يوميًا بشراء وبيع الأسهم، معبرين بذلك عن آرائهم بشأن آفاق الشركة المستقبلية. وعلى الرغم من أن السوق ليست معصومة من الخطأ، إلا أنها يمكن أن تكون أداة فحص واقعية مفيدة. على سبيل المثال، قد يعيد

المدير التفكير في توسيع أعمال الشركة الأساسية إذا انخفض سعر سهمها. يشير انخفاض سعر السهم إلى أن عددًا من المستثمرين والمحللين لديهم معلومات غير إيجابية عن آفاق الشركة، مما قد يعني أن التوسع لن يكون مبررًا. أخيرًا، يعتقد بعض المديرين أن **الطرح العام يمنح الشركة دعاية إيجابية**. إدراج سهم الشركة في بورصة وطنية قد يعزز التعرف على اسم الشركة ويزيد من مصداقيتها لدى العملاء والموظفين والموردين. في بعض الأنشطة التجارية، قد لا تكون لهذا النوع من المصداقية أهمية كبيرة. ومع ذلك، كان تأثير السمعة الذي يتمتع به وجود شركة عامة ذات سعر سهم مرتفع على الأرجح مهمًا جدًا للعديد من شركات الإنترنت الناشئة في أواخر التسعينيات.

5. تكاليف الطرح العام

يكلف الطرح العام الكثير من المال قد تصل إلى التكلفة المباشرة 11% من الأموال التي تم جمعها. التكلفة الواضحة هي توظيف بنك استثماري، ومحامين، ومحاسبين، ولكن التكلفة الأكبر تتمثل في رسوم الاكتتاب. التكلفة الأكثر وضوحًا للطرح العام هي تعيين بنك استثماري الذي يبيع الأسهم لأول مرة بقيمة أقل من القيمة الإسمية بنسبة من 10% إلى 15%، بالإضافة إلى تكاليف المحامين والمحاسبين، ولكن أكبر تكلفة على الإطلاق هي رسوم الاكتتاب. عادة ما تكون رسوم الاكتتاب نسبة مئوية من إجمالي الأموال التي يتم جمعها. على سبيل المثال، يمكن أن تصل رسوم الاكتتاب إلى 7% أو أكثر في سوق الأسهم الأمريكية. إلى جانب هذه التكلفة المباشرة، قد تتحمل الشركة أيضًا تكاليف أخرى، مثل تكلفة إعداد الوثائق القانونية والمالية اللازمة للامتثال لمتطلبات **هيئة الأوراق المالية والبورصات** (SEC). مما يجعل التكلفة الكلية تقارب نسبة 25%، لكنها تبقى نسبة صغيرة مقارنة بقيمة الشركة الكلية كون الشركات تفتح جزء صغير من رأس مالها.

علاوة على ذلك، هناك أيضًا تكاليف غير مباشرة. بعد أن تصبح الشركة عامة، يتعين عليها تقديم تقارير مالية منتظمة ومتطلبات إفصاح أخرى لبقية المساهمين مما يؤثر سلبًا على تنافسية الشركة أم الشركات الأخرى في نفس قطاع النشاط، ويزيد من عبء العمل الإداري. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يؤدي الطرح العام إلى ضغوط جديدة على المديرين لتحقيق نتائج مالية قوية على المدى القصير لتلبية توقعات السوق، مما قد يؤثر على قرارات الأعمال طويلة المدى.

6. مراحل عملية الطرح العام

عملية الطرح العام الأولي (IPO) تتطلب تخطيطًا وتنفيذًا دقيقًا لضمان النجاح مهني عملية طويلة قد تستغرق أشهرًا. هناك عدة مراحل رئيسية لهذه العملية:

- a. **بيان التسجيل (The Registration Statement):** الشركة التي تسعى لطرح أسهمها للاكتتاب العام يجب أن تختار بنكًا استثماريًا للعمل كمتعهد الاكتتاب. يقوم البنك بتقديم المشورة للشركة حول عملية الطرح، بما في ذلك تحديد السعر الأولي للسهم وعدد الأسهم التي سيتم إصدارها. بمجرد أن تختار الشركة متعهد الاكتتاب، تبدأ في تجميع البيانات المطلوبة لبيان التسجيل. يشمل ذلك البيانات المالية المدققة ووصفًا كاملًا لنشاط الشركة: المنتجات، التوقعات، والمخاطر المحتملة (مثل الاعتماد على العملاء الرئيسيين أو عقود استثمار معينة والاعتماد على أفراد رئيسيين). ويكون المتعهدون مسؤولين قانونيًا عن ضمان أن يتضمن بيان التسجيل كافة المعلومات الجوهرية عن الشركة. والمعلومات الجوهرية هي المعلومات التي، إذا تم إغفالها، قد تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة.
- b. **الإيداع لدى هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC):** بعد اختيار البنك الاستثماري، يتعين على الشركة إعداد وثيقة تسجيل وإيداعها لدى هيئة الأوراق المالية والبورصات. تُعرف هذه الوثيقة عادة بـ **النشرة التعريفية (Prospectus)** ،

وتحتوي على معلومات تفصيلية حول الشركة، بما في ذلك الأداء المالي، نموذج الأعمال، والمخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها.

c. **التسويق ("Roadshow")** يبدأ البنك الاستثماري والشركة في تسويق الاكتتاب العام للمستثمرين المحتملين. تُعرف هذه المرحلة بجولة الترويج أو "Road show"، حيث يقدم ممثلو الشركة عروضًا توضيحية للمستثمرين المؤسسيين، مثل صناديق التقاعد وصناديق التحوط. لا تتيح هذه العروض للمستثمرين فقط فرصة للتعرف على الإدارة، ولكنها أيضًا، وبنفس القدر من الأهمية، تتيح للمتعهد تكوين تقدير للطلب على الإصدار. على الرغم من أن "التعبير عن الاهتمام" من المشتريين المحتملين غير ملزم، إلا أنه يؤثر على سعر العرض وعدد الأسهم وتوزيع الحصص على المستثمرين المحددين.

d. **تحديد السعر النهائي للسهم:** بناءً على الاهتمام الذي يتم قياسه خلال مرحلة التسويق، يتم تحديد السعر النهائي للسهم وعدد الأسهم التي سيتم إصدارها. الهدف هو تحقيق توازن بين جمع أكبر قدر ممكن من رأس المال وجذب المستثمرين الأوائل. بمجرد أن توافق لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) على بيان التسجيل، يمكن أن تنتقل عملية الاكتتاب العام إلى مرحلتها النهائية، وهي تسعير الإصدار، وتحديد عدد الأسهم التي سيتم بيعها، وتوزيع الأسهم على المستثمرين. في العديد من الحالات، يكون الاكتتاب العام الأولي (IPO) مُفَرَط الطلب. يعني الاكتتاب المُفَرَط أن المستثمرين يرغبون في شراء عدد أكبر من الأسهم مما يخطط المتعهد لبيعه. عادةً يُطلب من المتعهد تخصيص بعض الأسهم لجميع المستثمرين الذين يطلبونها كون الطلب المفرط يكون بكميات كبيرة مما لا يترك فرصًا للمستثمرين الأفراد.

e. **طرح الأسهم للتداول العام:** بعد الانتهاء من جميع التحضيرات، يتم طرح الأسهم للتداول في السوق العامة. عادة ما يكون اليوم الأول للتداول لحظة حاسمة، حيث يقدم للمستثمرين والمؤسسين إشارة على تقييم السوق للشركة. بناءً على سجل أوامر الإكتتاب (Book Building) مقابل طريقة السعر الثابت (Fixed-Price Method). الوصف السابق للطريقة التي يقوم بها بنك الاستثمار بتسعير وتسويق إصدار جديد يُسمى عملية بناء السجل. الأمر المهم الذي يجب ملاحظته بشأن عملية بناء السجل هو أنها تسمح لبنك الاستثمار بتقييم الطلب على الإصدار وبالتالي تسعير الإصدار بدقة أكبر. تُستخدم عملية بناء السجل لجميع الاكتتابات العامة الأولية تقريبًا باستثناء الأصغر منها. حتى وقت قريب، كانت معظم الاكتتابات العامة الأولية غير الأمريكية تُباع باستخدام طريقة السعر الثابت. على سبيل المثال، في المملكة المتحدة، تعرض العروض ذات السعر الثابت عدد الأسهم وسعر العرض من خلال النشرة الترويجية (Prospectus) قبل 14 يومًا من قبول طلبات المستثمرين المهتمين. الفرق المهم بين طريقة السعر الثابت وطريقة بناء سجل أوامر الإكتتاب هو أنه في الطريقة الأولى، يكون البنك الاستثماري أقل قدرة على قياس طلب المستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، يتم تخصيص الأسهم للمستثمرين في العروض المفرطة الطلب باستخدام صيغة ثابتة في العروض ذات السعر الثابت. على سبيل المثال، إذا عرضت شركة مليون سهم على المستثمرين، وطلب المستثمرون في المجمل مليونين من الأسهم، فقد يحصل كل مستثمر على نصف ما طلبه. بمعنى آخر، قد يتم تخصيص الأسهم على أساس ما يُسمى "نسبة التوزيع العادلة" (pro-rata). ومع ذلك، توجد انحرافات متكررة عن هذه التخصيصات بنسب التوزيع العادلة. على سبيل المثال، في بعض الحالات يمكن للمكتتبين التمييز لصالح المستثمرين الصغار، مما يمنحهم نسبة أكبر من الأسهم التي طلبوها. وعلى النقيض من طريقة بناء السجل، حيث

يتمتع المتعهد بمرونة كبيرة، في العروض ذات السعر الثابت، يكون للبنوك الاستثمارية عادةً هامش ضيق من الخيارات في كيفية تخصيص أسهم الإصدارات الجديدة.

خلال التسعينات، زادت شعبية طريقة بناء سجل أوامر الإكتتاب في جميع أنحاء العالم، لا سيما في أوروبا وأمريكا الجنوبية، حيث لا تقتصر الحكومات عادة على خيارات المصدرين. أما في آسيا، حيث تكون اللوائح أكثر تقييداً، فلم يكن التحول إلى بناء سجل أوامر الإكتتاب سريعاً بنفس القدر. في العديد من الدول، يستخدم المتعهدون طريقة هجينة—طريقة بناء السجل لتخصيص الأسهم للمؤسسات وطريقة السعر الثابت لتخصيص الأسهم للمستثمرين الأفراد. كما كان هناك عدد قليل من الاكتتابات العامة الأولية التي تُباع من خلال المزادات على الإنترنت.

النشرة التعريفية (Prospectus) : تعد النشرة التعريفية أحد المستندات الأساسية في عملية الطرح العام. تُستخدم لتقديم

تفاصيل شاملة عن الشركة للمستثمرين المحتملين. تتضمن هذه الوثيقة معلومات حول:

- الأداء المالي للشركة.
 - استراتيجيات النمو المستقبلية.
 - المخاطر المحتملة.
 - استخدام الأموال التي يتم جمعها.
- من الناحية القانونية، النشرة التعريفية ملزمة، وتُستخدم كأساس لأي دعوى قضائية قد تنشأ إذا تم تقديم معلومات مضللة.

ملاحظة:

بالإضافة إلى توجد طرق أخرى مثل: **الطرح العام المباشر (Direct Public Offering - DPO)** حيث لا يتضمن هذا النوع وجود مدير اكتتاب و يتم بيع الأسهم مباشرة إلى المستثمرين. يتميز بالشفافية وتقليل التكاليف، لكنه يتطلب من الشركة بذل جهود تسويقية كبيرة لاستقطاب المستثمرين. و أيضاً **الطرح العام المستهدف (Targeted Public Offering)** يُركز على فئة معينة من المستثمرين، مثل المؤسسات أو الأفراد في منطقة جغرافية محددة، تهدف هذه الطريقة إلى جذب اهتمام مجموعة محددة من المستثمرين لتحقيق أهداف استراتيجية معينة.