

ديسمبر
2025 —

بناء منظومة تخارج مستدامة في المملكة العربية السعودية

إطار استراتيجي إرشادي لرواد
الأعمال والمستثمرين

جمعية
رأس المال الجريء
والملكية الخاصة



SVCA

01

المقدمة: بناء مسار لتخارج الشركات الناشئة في المملكة العربية السعودية

- التخارج كأداة تأثير للمنظومة
- موازنة إستراتيجية التخارج مع رؤية ٢٠٣٠

05

دراسات حالة سعودية وعالمية

- عالمياً: Invoice2Go – من أزمة المنصة إلى تخارج مربح
- عالمياً: NewView Capital – هندسة الصفقات الثانوية لخلق قيمة مضافة
- السعودية: منظومة تخارج ناشئة في طور التطور
- حالة إضافية مُلهمة: شركة رسن لتقنية المعلومات

02

فهم المشهد العالمي للتخارج

- السعودية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: سوق تخارج ناچ في طور التطور
- الجداول الزمنية والهياكل وطبيعة التخارج الحديثة

06

الممكنات التنظيمية والقانونية والسوقية

- الإصلاحات التنظيمية والسوقية الممكنة لعمليات التخارج

03

تحديات جاهزية التخارج في المنظومة في المملكة

- محدودية البنية التحتية للسوق الثانوية
- فجوات في معايير الجاهزية الأساسية للتخارج
- عدم اتساق توقعات أصحاب المصلحة
- عمق التأسيس المبكر ومسار الشركات

07

إطار تخطيط التخارج وأفضل الممارسات

- لصنّاع السياسات وبنّاء المنظومة
- للمستثمرين في رأس المال الجريء
- للمؤسسين
- للمستثمرين الحكوميين وصناديق الصناديق

04

دور المستثمر في تمكين نتائج التخارج

- تحديد مسارات التخارج مبكراً
- تشجيع الحوكمة المنظمة
- صندوق الاستثمارية بقيادة مدير الصندوق (GP-Led Continuation Vehicles)

.1

المقدمة:

بناء مسار لتخارج

الشركات الناشئة في المملكة العربية السعودية

في أي منظومة ريادية واستثمارية ناجحة، تُعد قدرة المؤسسين والمستثمرين على التخارج عبر الاستحواذ أو الطرح العام الأولي (IPO) أو بيع الحصص الثانوية حجر الأساس للنجاح طويل المدى لكل من المستثمرين والشركات على حدٍ سواء. **فعمليات التخارج هي اللحظات التي يتحقق فيها العائد، وتُسترد فيها رؤوس الأموال، وتتحقق فيها الحوافز لجميع الأطراف المعنية.**

في المملكة العربية السعودية، تدخل المحادثة حول تخارج الشركات الناشئة مرحلة جديدة. فعلى مدى السنوات الخمس الماضية، استثمرت المملكة بشكل كبير في الابتكار في مراحلها المبكرة من خلال تمويل المسرّعات، وزيادة استثمارات رأس المال الجريء، وإطلاق مبادرات حكومية جديدة، وتحفيز تأسيس الشركات الناشئة. وفي النصف الأول من عام 2025، سجّلت المملكة سبع عمليات استحواذ (M&A) مقارنةً بعمليتين فقط في النصف الأول من عام 2024، قاد خمسٌ منها مستحوذون محليون¹. وقد بدأت المنظومة الحديثة لرأس المال الجريء في المملكة تتبلور خلال السنوات الخمس إلى الست الماضية، متسارعةً بفضل إنشاء مؤسسات استثمارية رئيسية مثل الشركة السعودية للاستثمار الجريء (SVC) وصندوق الصناديق جِداً.

وعند المقارنة، فإن وضع المملكة اليوم يشبه الأسواق الأكثر نضجًا مثل الإمارات أو مصر، التي شهدت دورات تخارج استغرقت أكثر من عقد من الزمن لتصل إلى نضجها الحالي. ورغم أن حجم عمليات التخارج في المملكة ما زال في مراحلها الأولى، فإن الأسواق الثانوية ما زالت في بداياتها المبكرة جدًّا، حيث لم تُعتمد الأطر التنظيمية للعروض الثانوية إلا مؤخرًا. كما أن عمليات بيع الحصص الثانوية في الشركات المدرجة نادرة، مما يجعل المؤسسين والمستثمرين الأوائل يعتمدون على الطروحات العامة أو عمليات الاستحواذ الاستراتيجية لتحقيق السيولة².

¹ شركة رأس المال الجريء السعودية (SVC) وMAGNiTT. تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية – النصف الأول 2025. الرياض: شركة رأس المال الجريء السعودية، 2025. [/https://svc.com.sa/en/reports](https://svc.com.sa/en/reports)

² رويترز. المملكة العربية السعودية تدرس إطارًا تنظيميًا لعروض الأسهم الإضافية – هيئة السوق المالية (CMA). 20 فبراير 2024.

<https://www.reuters.com/world/middle-east/saudi-arabia-considers-regulatory-framework-follo/20-02-2024-w-on-share-offerings-cma>

ولمعالجة هذه التحديات، قامت هيئة السوق المالية (CMA) بتعديل قواعد الإدراج لتخفيض متطلبات الدخول وتوسيع نطاق "سوق نمو" (السوق الموازي) ³ في تداول السعودية. كما أتاح "نظام الشركات الجديد" للمؤسسين المحليين والأجانب إمكانية التأسيس المباشر في المملكة دون الحاجة إلى هياكل خارجية ⁴. وأطلق "البرنامج الوطني لتنمية التقنية (NTDP) مبادرات دعم في مراحل التوسع، مثل "مبادرة الجسر" (Bridge Initiative)، لتمويل جاهزية الشركات للتصدير، وتقديم الاستشارات في عمليات الدمج والاستحواذ، وتطوير الملكية الفكرية، وغيرها من أدوات النمو ⁵.

ورغم أن أعداد عمليات التخارج لا تزال محدودة، فإن المملكة تجاوزت مؤخرًا الإمارات ومصر في إجمالي التمويل الاستثماري الجريء، مستحوذة على 56% من رأس المال الإقليمي و37% من إجمالي الصفقات في النصف الأول من عام 2025، مما يشير إلى أن نضج دورة التخارج قد يتسارع بوتيرة أسرع من المسارات التاريخية لنظرائها الإقليميين ⁶.

تشير عمليات الطرح العام الأولي (IPO) وصفقات الاستحواذ الاستراتيجية الأخيرة إلى أن المنظومة تتوسع في قنوات التخارج المتاحة. فعلى سبيل المثال، في مايو 2024، أصبحت شركة رسن لتقنية المعلومات - وهي منصة رائدة في مجال التقنية التأمينية - (Insurtech) أول شركة تأمين تقنية تُدرج في السوق الرئيسية في المملكة العربية السعودية.

³ تداول السعودية. تداول السعودية تعلن عن تغييرات رئيسية في قواعد إدراج أدوات الدين». بيان مشترك من تداول السعودية وهيئة السوق المالية، 13 نوفمبر 2024. <https://www.arqaam.com/en/market-news/saudi-exchange-announces-key-changes-to-listing-rules-for-debt-instruments> 1769108

⁴ المملكة العربية السعودية. نظام الشركات (المرسوم الملكي رقم م/132 بتاريخ 1 ذو الحجة 1443 هـ / 30 يونيو 2022م). الرياض: هيئة الخبراء بمجلس الوزراء، 2022. ساري المفعول اعتبارًا من 19 يناير 2023م.

⁵ البرنامج الوطني لتنمية التقنية (NTDP) - المملكة العربية السعودية. مبادرة الجسر (Bridge Initiative). تم الاطلاع في 19 سبتمبر 2025. <https://www.ntdp.gov.sa/en/initiative/bridge>

⁶ شركة رأس المال الجريء السعودية (SVC) وMAGNiTT. تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية - النصف الأول 2025. الرياض: شركة رأس المال الجريء السعودية، 2025. <https://svc.com.sa/en/reports>

التخارج كأداة تأثير للمنظومة

لكي تتمكن المملكة العربية السعودية من الانتقال من مرحلة تأسيس الشركات الناشئة إلى اقتصاد ابتكاري قابل للتوسع، لا بدّ من تطوير الهياكل المؤسسية والسلوكية والمالية التي تدعم عمليات تخارج مُحكمة التصميم. وعلى المستوى الدولي، بدأت شركات الاستشارات المتخصصة في عمليات الدمج والاستحواذ (M&A) بالانخراط مبكرًا مع الشركات الناشئة المدعومة بالاستثمار الجريء، مقدّمة خبرات متخصصة في القطاعات قبل فترة طويلة من اقتراب مراحل التخارج الفعلية⁷. وفي الوقت نفسه، أصبحت البرامج المنظمة لبيع الحصص الثانوية مثل فترات السيولة والعمليات التي تقودها الشركات داخليًا بحيث تتيح للمستثمرين الأوائل فرصًا لتحقيق العائد خارج إطار الطروحات العامة أو الاستحواذ الكامل⁸.

وتبدأ مؤشرات مماثلة بالظهور في المملكة؛ إذ أعلنت "تداول السعودية" عن إصلاحات في "سوق نمو" لتخفيف متطلبات أهلية المستثمرين وتحفيز السيولة بعد الإدراج⁹. كما قامت شركات بناء المشاريع (Venture Builders) مثل "نوماد (Nomad) باحتضان شركات تابعة مثل "MachineTalk" التي استحوذت عليها شركة "IoT Squared" ومن جهتهم، بدأ مستثمرون مثل "سنابل للاستثمار" بإدراج مسارات التخارج ضمن هياكل صفقاتهم عبر أدوات تمويل ما قبل الطرح العام أو أدوات تمويل غير مُخفّضة للملكية (Non-dilutive instruments)¹⁰.

وعالميًا، تُلاحظ ممارسات مشابهة؛ فعلى سبيل المثال، خصص "صندوق رؤية سوفت بنك" (SoftBank Vision Fund) وصناديق الاستثمار الجريء الكبرى الأخرى استثمارات في مراحل متأخرة وما قبل الطرح العام بهدف تهيئة الشركات للتخارج عبر الأسواق العامة، بدلًا من الاعتماد على الاستحواذ فقط¹¹. تحدي بناء مسارات تخارج متكررة ومتسقة ليس فريدًا من نوعه في المملكة. ففي سنغافورة أُطلق "سوق Catalist" عام 2007 ليكون منصة نمو خاضعة للإشراف على الشركات الصغيرة والمتوسطة (SMEs)، وقد شهد في عام 2024 أربع إدراجات، بينما شكّل المنظمون لجنة مراجعة لتقديم توصيات بشأن إصلاحات سوق الأسهم بهدف تحسين السيولة وزيادة الإدراجات¹².

⁷ رويترز، شركة الاستشارات في صفقات التقنية AXOM تستعين بمدير من مورغان ستانلي لتوسيع نشاطها في صفقات البرمجيات». مارس 2025. <https://www.reuters.com/technology/tech-ma-advisory-firm-axom-hires-morgan-stanleys-black-software-dealmaking/>

⁸ Global Venturing. الشركات الكبرى تبيع الشركات الناشئة القديمة في السوق الثانوية لإفساح المجال لاستثمارات جديدة في الذكاء الاصطناعي». يوليو 2025. <https://globalventuring.com/corporate/secondaries/ai-investment-secondary-market/>

⁹ تداول السعودية. هيئة السوق المالية توافق على تحسينات في سوق نمو - السوق الموازية لتعزيز مشاركة المستثمرين وزيادة السيولة». بيان صحفي، 27 مارس 2025.

[/https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/about-saudi-exchange/exchange-media-centre/press-release](https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/about-saudi-exchange/exchange-media-centre/press-release)

¹⁰ ومضة (Wamda). شركة IoT Squared تستحوذ على Machinestalk لتعزيز موقعها في السوق السعودية». أغسطس 2023. <https://www.wamda.com/iot-squared-acquires-machinestalk-solidify-position-saudi-market/08/2023/>

¹¹ تك كرنش (TechCrunch). سوفت بنك ومنحنى J في الاستثمار الجريء في المراحل المتقدمة». فبراير 2021. <https://techcrunch.com/softbank-and-the-late-stage-venture-capital-j-curve/08/02/2021/>

¹² كونيزر (Conyers). تقرير الشركات المدرجة في سوق سنغافورة الرئيسي وسوق Catalist - النصف الأول 2025. سنغافورة: شركة Conyers، 1 أغسطس 2025. [/2025-https://www.conyers.com/publications/view/sgx-mainboard-catalist-public-companies-report-l-h1](https://www.conyers.com/publications/view/sgx-mainboard-catalist-public-companies-report-l-h1/2025-https://www.conyers.com/publications/view/sgx-mainboard-catalist-public-companies-report-l-h1)

وفي كندا ساهم "برنامج تحفيز الاستثمار الجريء الفدرالي (VCCI) " - الذي أُطلق في عام 2017 - في تحفيز النشاط الاستثماري وتعزيز مسارات التخارج. وبحلول النصف الأول من عام 2025، بلغت عمليات التخارج المُعلنة في كندا نحو 814 مليون دولار أمريكي شكّلت العمليات الثانوية منها 680 مليون دولار أمريكي أي ما يعادل 84% من إجمالي القيمة. واللافت أنه لم تُسجّل أي طروحات عامة خلال هذه الفترة، مما يبرز الدور الحيوي للصفقات الثانوية كآلية رئيسية لتوفير السيولة للمستثمرين والمؤسسين الكنديين¹³. ويعكس هذا التوجه العالمي الذي تهيمن عليه عمليات البيع الثانوية أكثر من الطروحات العامة كيف يمكن للسيولة غير المعتمدة على الطروحات العامة أن تحافظ على تدوير رأس المال حتى عند تقلص فرص الإدراج العام.

وفي أستراليا ، أثبتت السيولة في السوق الثانوية أهميتها ؛ ففي عام 2024 جمعت الشركات المدرجة في "بورصة سيدني (ASX) " نحو 23.8 مليار دولار أمريكي عبر 1,271 جولات لاحقة (Follow-on transactions)، لتحتل "بورصة ASX" المركز الأول عالمياً من حيث عدد الصفقات للعام السابع على التوالي¹⁴. وقد أتاح هذا العمق في السوق الثانوية للمستثمرين سيولة موثوقة بعد الإدراج، مما مكّن الشركات المدعومة بالاستثمار الجريء من إعادة تدوير رؤوس الأموال، وعزّز الثقة في الطروحات العامة كمسار تخارج فعّال. إن هذا العمق في عمليات المتابعة يخلق سيولة حقيقية بعد الإدراج، والتي بدورها تدعم الثقة في الطروحات العامة للشركات ذات النمو المرتفع.

¹³ جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة الكندية (CVCA). نظرة عامة على السوق الكندي للنصف الأول 2025. تورنتو: CVCA، يوليو 2025.

<https://central.cvca.ca/research>

¹⁴ سوق الأوراق المالية الأسترالي (ASX). مراجعة أسواق رأس المال لعام 2024 وآفاق 2025. outlook-2025-review-and-2024-<https://www.asx.com.au/blog/listed-at-asx/asx-capital-markets>

مواءمة إستراتيجية التخارج مع رؤية 2030

ترسم رؤية المملكة العربية السعودية 2030 خريطة طريق وطنية لتنويع الاقتصاد، وتوسيع دور القطاع الخاص، وبناء اقتصاد ابتكاري قادر على المنافسة عالمياً. وضمن استراتيجيتها لزيادة مساهمة المنشآت الصغيرة والمتوسطة في الناتج المحلي الإجمالي من 20% إلى 35% بحلول عام 2030، أنشأت المملكة بنية مؤسسية متكاملة لدعم رواد الأعمال، تشمل الجوانب المالية وغير المالية والتشريعية.

فعلى الصعيد المالي، أرسدت المملكة مجموعة متكاملة من مؤسسات التمويل والاستثمار لدعم الشركات الناشئة، من أبرزها الشركة السعودية للاستثمار الجريء (SVC) و "صندوق الصناديق جدى" و "بنك التنمية الاجتماعية" و "صندوق التنمية الوطني" (الذي يندرج تحته "بنك المنشآت الصغيرة والمتوسطة"). وتُعد هذه الجهات من الركائز الاستثمارية الرئيسية، وإن لم تكن المتفردة في هذا المجال¹⁵. أما على الصعيد غير المالي، فتشمل جهود بناء المنظومة عددًا من الجهات الحكومية وغير الحكومية، مثل برامج هيئة المنشآت الصغيرة والمتوسطة "منشآت" الإرشادية والتدريبية¹⁶، ومسارات ريادة الأعمال التي تقدمها مؤسسة مسك الغير ربحية¹⁷ ومبادرات البرنامج الوطني لتنمية تقنية المعلومات (NTDP)¹⁸، وجميعها تهدف إلى تعزيز مراحل التأسيس والنمو المبكر للشركات الناشئة. غير أن التمويل والدعم وحدهما لا يُكملان الدورة؛ فما يتم تمويله يجب أن يجد طريقه في نهاية المطاف إلى التخارج.

فالنجاح طويل المدى يعتمد على منظومة شركات ناشئة قادرة على تدوير رؤوس الأموال والمواهب والفرص بسرعة من مشروع إلى آخر. ولتحقيق مستهدفات رؤية 2030 المتعلقة بنمو المنشآت الصغيرة والمتوسطة¹⁹، يجب أن تُقترن التدخلات في المراحل المبكرة ببنية تحتية متينة للتخارج، بما يضمن أن تتحول رؤوس الأموال والقدرات التي تُبنى اليوم إلى عوائد مستدامة وإعادة استثمارها مستقبلاً في القطاع مجدداً. ولذلك، فإن الهدف لا يجب أن يقتصر على السعي وراء "الشركات المليارية (Unicorns) فحسب، بل يجب أن يتمحور حول تصميم بنية تخارج قابلة للتكرار تمكّن أي شركة ناشئة قابلة للاستمرار من إعادة رأس المال بطريقة ذكية، وفي الوقت المناسب، وبما يتماشى مع أهداف المنظومة.

¹⁵ المملكة العربية السعودية. رؤية السعودية 2030: نظرة عامة والأهداف الإستراتيجية. تم الاطلاع في يوليو 2025.

gov.sa/en.https://www.vision2030

¹⁶ منشآت. عن منشآت». الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة. تم الاطلاع في 13 أغسطس 2025.

https://www.monshaat.gov.sa/en/about

¹⁷ مؤسسة مسك. برامج ريادة الأعمال. الرياض: مؤسسة مسك، 2025.

https://misk.org.sa/programs/entrepreneurship

¹⁸ البرنامج الوطني لتنمية التقنية (NTDP). عن البرنامج الوطني لتنمية التقنية. الرياض: NTDP، 2025.

https://ntdp.gov.sa

¹⁹ المملكة العربية السعودية. رؤية السعودية 2030: نظرة عامة والأهداف الإستراتيجية. تم الاطلاع في يوليو 2025.

gov.sa/en.https://www.vision2030

2.

فهم مشهد التخرج العالمي

لفهم أهمية الجاهزية للتخارج في المملكة العربية السعودية، من الضروري استيعاب واقع كيفية ومتى وأين تحدث عمليات التخارج عالمياً، وكيف يقارن ذلك بالديناميكيات الإقليمية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) وداخل المملكة نفسها. فعلى الرغم من أن العناوين الإعلامية غالباً ما تحتفي بعمليات الطرح العام أو الاستحواذات الضخمة، إلا أن أسواق التخارج الفعلية أكثر تعقيداً، وتتحرك بوتيرة أبطأ، وتشكل بشكل متزايد من خلال العمليات الثانوية والتخارجات الجزئية وفترات الاحتفاظ الطويلة. شهدت التخارجات عالمياً تحولات كبيرة في السنوات الأخيرة. فقد بلغت الطروحات العامة الأولية (IPOs) ذروتها في عام 2021 بنحو 3,000 إدراج جمعت ما يقارب 608 مليارات دولار أمريكي قبل أن تنخفض بنسبة تزيد عن 70% على أساس سنوي بحلول منتصف عام 2022 مع ارتفاع أسعار الفائدة وإعادة تقييم القيم السوقية المرتفعة نسبياً آنذاك. كما ارتفع متوسط الفترة الزمنية للوصول إلى الطرح العام في الولايات المتحدة إلى نحو 11.4 سنة.²⁰

أصبحت عمليات الدمج والاستحواذ (M&A) المسار المهيمن لتحقيق السيولة، خصوصاً في القطاعات ذات النمو المرتفع مثل التقنية المالية (Fintech) وخدمة البرمجيات (SaaS) والصحة الرقمية. حيث بلغت قيمة الاستحواذات العالمية المدعومة بالاستثمار الجريء 50 مليار دولار أمريكي في الربع الثاني من عام 2025، وهو ثاني أعلى إجمالي ربعي منذ عام 2021.²¹ وفي قطاع البرمجيات، بلغ متوسط إيرادات الشركات المستحوذ عليها 101.7 مليون دولار أمريكي، وبلغ متوسط قيمتها 5.9 ملايين دولار أمريكي مما يشير إلى أن معظم عمليات التخارج متوسطة الحجم وليست كما يُتصور عادة.²²

كما نضجت الأسواق الثانوية للاستثمار الجريء بشكل ملحوظ، حيث وصلت قيمتها إلى 155 مليار دولار أمريكي في عام 2024، بزيادة تقارب 40% عن عام 2023، مع تحسن في مستويات التسعير إذ تم تداول الصفقات التي يقودها الشركاء المحدودون (LP-led deals) بخصم متوسطه 13.3%²³ من صافي قيمة الأصول (NAV) وكما أوضح المستثمر الأمريكي هانتر ووك "الصفقات الثانوية أصبحت بسرعة بمثابة الأساس للمستثمرين الجريئين في المراحل المبكرة" في إشارة إلى أن عمليات بيع الأسهم القائمة أصبحت اليوم أداة استراتيجية مقبولة وليست مؤشراً سلبياً كما كان يُنظر إليها سابقاً.²⁴

²⁰ جاي ريتير، إحصاءات الطروحات العامة (IPO Statistics)، جامعة فلوريدا، تحديث عام 2025. <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPO-Statistics.pdf>

²¹ كرنش بيس نيوز (Crunchbase News). قيمة صفقات الاندماج والاستحواذ في قطاع رأس المال الجريء عالمياً تصل إلى 50 مليار دولار في الربع الثاني من 2025. كرنش بيس، 8 يوليو 2025.

²² ساس رايز (SaasRise). تقرير الاندماج والاستحواذ في قطاع SaaS لعام 2025. تم الاطلاع في يوليو 2025. <https://www.saasrise.com/blog/the-saas-m-a-report>

²³ شركة كامبل لوتينز (Campbell Lutyens). تقرير نظرة عامة على السوق الثانوية لعام 2024. لندن: كامبل لوتينز، 13 فبراير 2025. https://campbell-lutyens.com/media/rjvd4h34-secondary-market-overview-report-vf.pdf_2024-campbell-lutyens_full-year/

²⁴ هانتر ووك (Hunter Walk). لنتن على أسواق الصفقات الثانوية، لأنها أصبحت جزءاً أساسياً من استراتيجيات المستثمرين الأوائل. موقع Medium، مارس 2023. [89-https://hunterwalk.medium.com/praise-our-lord-for-secondary-markets-because-selling-shares-is-now-an-essential-part-of-seed](https://hunterwalk.medium.com/praise-our-lord-for-secondary-markets-because-selling-shares-is-now-an-essential-part-of-seed) 7f3975fee7

المملكة العربية السعودية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: سوق تخارج نامٍ في طور التطور

مقارنة بالمنظومات الأكثر نضجًا، لا تزال منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في مرحلة مبكرة من إنتاج عمليات تخارج متكررة ومُنظمة. ففي النصف الأول من عام 2025، سجّلت المملكة العربية السعودية سبع عمليات استحواذ مقارنة بعمليتين فقط في النصف الأول من عام 2024، ما يُبرز أن حجم العمليات لا يزال محدودًا من حيث العدد المطلق، لكنه بدأ يشهد تسارعًا ملحوظًا. ومن أبرز الصفقات طرح شركة رسن كأول شركة تقنيات تأمينية (Insurtech) تُدرج في السوق الرئيسية، وطرح جاهز كأول منصة توصيل طلبات تُدرج في سوق نمو مطع عام 2022، وطرح نايس ون (Nice One) كأول شركة تجارة إلكترونية سعودية تصل إلى السوق الرئيسية في تداول، بالإضافة إلى صفقة استحواذ بنك الراجحي على نشاط المدفوعات التابع لشركة دراهم.

نشاط الاندماج والاستحواذ في المملكة العربية السعودية – النصف الأول 2025

الشركة المستحوذ عليها	الشهر	القطاع	عدد سنوات التأسيس حتى التخارج	الجهة المستحوذة / الكيان الجديد
SEEDS KSA	يونيو	التقنية التعليمية (EdTech)	1	iSchool®
ShopUp saray	أبريل	التجارة الإلكترونية / التجزئة	7	SILQ
miran	أبريل	الرياضة واللياقة	6	welnes
إعلانات سلة salla ads مسئيل الإعلانات الذكية	فبراير	الإعلان والتسويق	3	سلة salla
Pubbles	فبراير	الإعلام والترفيه	4	MUSH SOCIAL
moola	فبراير	التقنية المالية (FinTech)	2	T2 Business Simplified
عُعاة	يناير	الإعلان والتسويق	1	YALLA. SPONSOR

تُظهر هذه الحالات مجتمعة أن المملكة تمضي بخطى سريعة نحو تنويع مسارات التخارج ما بين الطروحات العامة والاستحوادات الاستراتيجية. ونظرًا لأن الإطار المؤسسي الحديث للاستثمار الجريء في المملكة أُرسي بشكل كبير منذ عام 2018، فإن الارتقاء الحالي في نشاط التخارج يتماشى مع منحى النضج المتوقع للمنظومة.²⁵ إلى جانب طروحات مثل "jahez" و "rsan" و "NICE ONE" و "نايسا ون"، بدأت أنماط تخارج جديدة بالظهور. فصفقة بيع شركة دراهم لمنصتها المالية لـ "الراجحي" في عام 2024 جاءت بعد إعادة هيكلة مدروسة قبل البيع وتصميم للمنتج متوافق مع المتطلبات التنظيمية. وقد وصف الرئيس التنفيذي سلطان الخيال الصفقة بأنها:

"دليل على نجاح البيئة التنظيمية التجريبية التي يقودها البنك المركزي السعودي (ساما)، ومختبر التقنية المالية التابع لهيئة السوق المالية، واللذين مهّدا الطريق أمام الشركات الناشئة لبناء حلول مبتكرة تُسهم في تحقيق أهداف برنامج تطوير القطاع المالي²⁶." وتُظهر هذه الصفقات، التي سُنستعرض لاحقًا بمزيد من التفصيل في قسم دراسات الحالات وقصص النجاح، كيف أن التصميم التشغيلي المتعمد بدءًا من ضبط الحوكمة الداخلية وصولًا إلى التمرکز السوقي المستهدف بدأ يُسهم في تقليص المسار نحو السيولة في المملكة. **وتشير هذه التطورات مجتمعة إلى أن المملكة تبني قدرة متنامية على التخارج عبر قطاعات وأنواع صفقات متعددة، إلا أن ندرة هذه الحالات نسبيًا تؤكد أن الطريق ما زال طويلًا قبل أن تصبح مثل هذه النتائج ممارسة اعتيادية.**

لا تزال المنظومة السعودية الأوسع مقيدة ببعض التحديات الهيكلية، مثل محدودية عدد المستحوذين الاستراتيجيين الذين يمتلكون فرق تطوير مؤسسي داخلية متخصصة، والاعتماد الذي قد يتجه أن يكون مستقبلاً اعتماداً غير متوازن على سوق نمو كمنصة الإدراج الأساسية، إضافة إلى غياب سوق ثانوي فعّال²⁷ و²⁸. وفي هذه الجوانب، تعكس المملكة المرحلة التي كانت تمر بها دول جنوب شرق آسيا قبل عقد من الزمن: مرحلة دعم حكومي قوي، وتوافر وفير للاستثمار في المراحل المبكرة، لكن بنية تحتية للتخارج لا تزال في طور البناء.

²⁵ شركة رأس المال الجريء السعودية (SVC) وMAGNiTT. تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية – النصف الأول 2025. الرياض: شركة رأس المال الجريء السعودية، 2025.

²⁶ بنك الراجحي. بنك الراجحي يكمل عملية الاستحواذ الاستراتيجي على تطبيق دراهم». بيان صحفي، 3 سبتمبر 2024.

²⁷ زينب فتّاح. فجوات التمويل في الشرق الأوسط قد تُعيق طموحات الشركات الناشئة نحو الطروحات العامة». بلومبرغ، 22 مايو 2025.

²⁸ middle-east-funding-gaps-risk-delaying-startu/22-05-2025/https://www.bloomberg.com/news/articles ps-ipo-ambitions

صحيفة عرب نيوز (Arab News). سوق نمو في السعودية يستضيف 28 طرحًا عامًا في عام 2024، جمع خلالها 1.1 مليار ريال سعودي». يناير 2025.

business-economy/2605015/https://www.arabnews.com/node

على مدار العقد الماضي، وسّعت منطقة جنوب شرق آسيا قاعدة مستحوزيها من خلال تعزيز التعاون بين الشركات الكبرى والشركات الناشئة، وتحسين الوصول إلى أسواق رأس المال، وإطلاق آليات ثانوية عمّقت السيولة وسرّعت التوزيعات. وتُعد تجربة إندونيسيا نموذجًا توضيحيًا لافتًا؛ إذ أسهم نظام OSS الذي أُطلق عام 2018 في تبسيط إجراءات التأسيس والترخيص، فيما أدخل قانون الشمول (Omnibus Law) لعام 2020 نظام الترخيص القائم على تقييم المخاطر، واستبدل "القائمة السلبية" بـ"قائمة أولويات الاستثمار"، وسمح بتخفيف بعض قيود الملكية الأجنبية وهي إجراءات خفضت حواجز الدخول وساعدت في تنشيط سوق الطروحات العامة والاستحواذات^{29 30}. ورغم بقاء بعض التحديات، مثل القيود المفروضة على استثمارات الصناديق الأجنبية وضعف ممارسات الحوكمة، فقد ساعدت هذه الإصلاحات في تحفيز نشاط التخرج بشكل واضح في السوق الإندونيسية.

الجدول الزمني والهيكل وطبيعة التخرجات الحديثة

حتى في الأسواق الناضجة، تستغرق عمليات التخرج عدة سنوات، وفي البيئة الحالية أصبحت المدة أطول. فقد أدت ارتفاعات أسعار الفائدة وتشديد أسواق رأس المال وزيادة تدقيق المشتريين منذ عام 2022 إلى إطالة دورات الصفقات مقارنة بفترة 2018-2021 التي تميّزت بالسيولة الوفيرة³¹. وعبر القطاعات المختلفة، يتراوح الزمن من التأسيس إلى التخرج عادةً بين 6 إلى 10 سنوات، حيث تنجح بعض القطاعات الأسرع (مثل المدفوعات) في التخرج مبكرًا، بينما تستغرق قطاعات أخرى فترة أطول. كما أدت ارتفاعات الفائدة منذ 2022 إلى تمديد فترات تدابير العناية الواجبة تجاه العميل وفترات الاحتفاظ بالاستثمار.³²

²⁹ مكتب كوين للمحاماة (Queen Law Firm). إصلاحات سهولة ممارسة الأعمال في إندونيسيا ونظام OSS. فبراير 2025. <https://www.queenlawyers.com/02/2025/>

³⁰ روبرت سيغل، سوزان تشيرى، كريس كونتر، وينستون شو، وأميت سيرو. Ajajib: An Emerging Market Unicorn. ملف تعليمي لمقرر التمويل 207، كلية الدراسات العليا في إدارة الأعمال، جامعة ستانفورد ديسمبر 2024

³¹ شركة بيتش بوك داتا (PitchBook Data, Inc). تقرير الاندماج والاستحواذ العالمي - الربع الثاني 2024. يوليو 2024. <https://pitchbook.com/news/reports/q2-global-ma-report-2024>

³² إيليا ستريبولوف (Ilya Strebulaev). كم من الوقت تحتاجه الشركات الناشئة للوصول إلى التخرج؟ منشور على لينكدإن، يوليو 2025. https://www.linkedin.com/posts/ilyavcandpe_how-long-does-it-take-startups-to-exit-activity-73411627930-cdby-11695616

ولا تقل هيكله الصفقات أهمية عن توقيتها؛ فالتخارج الحديثة نادرًا ما تكون حدثًا أحاديًا أو نهائيًا بالكامل. إذ قد تطرح الشركات عطاءات جزئية (Tender Offers) لتقليل المخاطر على المساهمين الأوائل دون تقييد فرصهم المستقبلية، كما يُدرج المشترون آليات مثل الدفعات المشروطة بالأداء (Earn-outs) أو الأسهم القائمة على الإنجاز (Milestone-triggered Equity) وحق الطروحات في سوق نمو عادة ما تتمتع بسيولة محدودة مقارنة بالأسواق الرئيسية، مما يجعل التخرج عملية متعددة المراحل والتعقيد أكثر من كونها حدثًا نهائيًا واحدًا.

3.

تحديات الجاهزية

للتخارج في المنظومة في المملكة

رغم النمو الملحوظ في حجم صفقات الاستثمار الجريء في المملكة، لا تزال الجاهزية للتخارج تمثل تحديًا محوريًا. فبدون وجود بنية تشغيلية وسوقية داعمة لعمليات السيولة، قد تبقى الصفقات البارزة إنجازات فردية غير قابلة للتكرار. ولخلق بيئة تخارج مستدامة، يجب معالجة التحديات وفقًا لأولوياتها الحرجة.

محدودية البنية التحتية للسوق الثانوية

تعمل المملكة حاليًا على تطوير الآليات الأساسية التي تعتمدها المنظومات الناضجة لتوفير السيولة المؤقتة وإعادة تدوير رأس المال. وتشير مقابلات مع مستثمرين محلّين ومديري صناديق استثمار جريء إلى أن عمليات بيع الحصص الثانوية بدأت تزداد وضوحًا، لكنها لا تزال نادرة في الشركات الناشئة السعودية³³. وكشف استطلاع ممول من AGC لصناديق الاستثمار في المنطقة أن الصفقات الثانوية عندما تحدث تُداول بمتوسط خصم يبلغ نحو 20% عن الجولة السابقة، وهو مؤشر على ضعف الطلب وتنافسية المشترين المحدودة. وبدون هذه البنية، تُضطر الشركات الناشئة إلى مواعمة خطط نموها مع نوافذ محدودة للطرح أو الاستحواذ بدلًا من تحسين جاهزيتها للتخارج على مدار دورة حياتها.

فجوات في معايير الجاهزية المؤسسية للتخارج

الجاهزية للتخارج ليست محطة زمنية واحدة بل معيار تشغيلي مستمر. وتشير تقارير حديثة إلى أن العديد من الشركات الناشئة السعودية لا تزال تواجه عوائق تتعلق بالامتثال وتوثيق الملكية ومواعمة الحوكمة وهي عناصر أساسية لعمليات الفحص النافي للجهالة في صفقات الاستحواذ أو الطروحات العامة³⁴. وهذا النقص هيكلية أكثر من أي شيء آخر؛ إذ يُمكن أن ينشغل بعض المؤسسين والمستثمرين الأوائل بمظاهر التقييم السريعة وجولات التمويل المتتالية التي تأتي على حساب ترسيخ انضباط مؤسسي قائم على ممارسات احترافية (Institutional-grade discipline). مطلوب لتحقيق تخارج ناجحة ومستدامة.

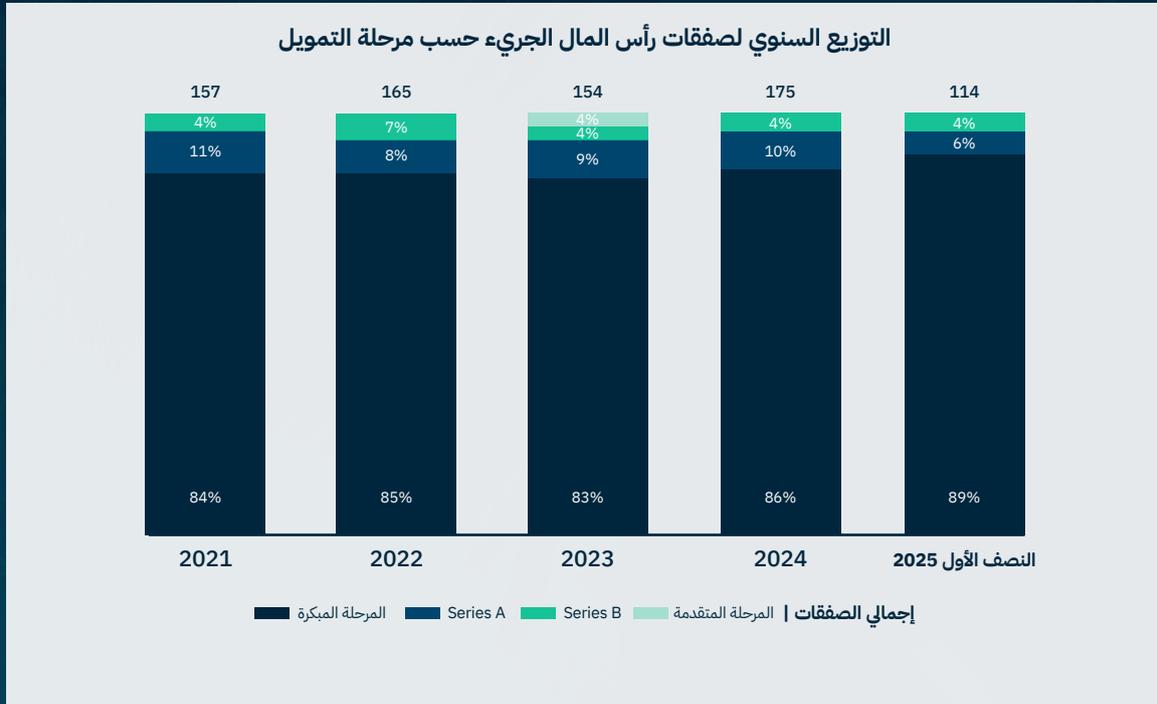
³³ صحيفة ذا ناشيونال (The National). لماذا تبرز المملكة العربية السعودية كسوق رئيسي لتخارج الشركات الناشئة؟ أكتوبر 2024.
³⁴ صحيفة عرب نيوز (Arab News). كيف توازن المملكة بين الامتثال والابتكار لتعزيز نمو الشركات الناشئة؟ عرب نيوز، 8 أغسطس 2025.
<https://www.arabnews.com/node/2611908/business-economy>
³⁵ دليل نيوز (Daleel News). "ازدهار الشركات التقنية الناشئة في السعودية: التحول التنظيمي" دليل نيوز، 12 أغسطس 2025.
<https://news.daleel.gov.sa/industry/tech-startup-boom-in-saudi-arabia-regulatory-transformation>

عدم اتساق توقعات أصحاب المصلحة

لا يزال معظم رأس المال في المملكة العربية السعودية متركزاً في المراحل المبكرة جداً؛ إذ إن 89% من الصفقات في النصف الأول من 2025 جاءت قبل جولة Series A³⁶، هذا الميل للمراحل المبكرة يدفع المؤسسين إلى تركيز جهودهم على تسريع جمع التمويل والتوسع السريع بدلاً من بناء مقومات الاستدامة والتفكير في فرص السيولة الأصغر والأبكر. وعلى نطاق أوسع، تشير ممارسات صناديق الاستثمار عالمياً إلى تباطؤ نشاط التخارج وزيادة فترات الاحتفاظ بالأصول، لاسيما في البيئات التي تتسم بتقييمات مرتفعة أو تحديات تنظيمية معقدة.³⁷ في المنظومات الأكثر نضجاً مثل وادي السيليكون، تعمل السمعة كآلية ردع قوية ضد السلوك الانتهازي؛ فالمستثمرون الذين يُنظر إليهم على أنهم يماطلون عمداً لخفض التقييمات يخاطرون بـ:

- ◀ خسارة تدفق الصفقات عالية الجودة
- ◀ الإضرار بعلاقتهم مع المستثمرين المشاركين
- ◀ إضعاف فرصهم في جمع التمويل مستقبلاً³⁸.

تطور صفقات رأس المال الجريء في السعودية حسب مراحل الاستثمار



³⁶ MAGNiTT، تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية - النصف الأول 2025. الرياض: MAGNiTT، 2025، ص. 19.
³⁷ شركة بين آند كومباني (Bain & Company). التقرير العالمي للاندماج والاستحواذ لعام 2024. بوسطن: بين آند كومباني، 2024.
³⁸ فلاديمير أتاناسوف، فلاديمير إيفانوف، وكيت ليتفاك. "هل يقصد مستثمرو رأس المال الجريء سمعتهم؟ أدلة من الدعاوى القضائية ضد شركات الاستثمار الجريء" مجلة التمويل (Journal of Finance)، المجلد 67 (2012) x.6261.2012.01744-1540.j/10.1111/https://doi.org

أما في المنظومات الأصغر عمراً، حيث لا تزال هذه الضوابط المعنوية أضعف، فقد يكون المستثمرون والمشترون أكثر استعداداً للتأخير بهدف الحصول على أسعار أقل، حتى وإن كانت الصفقة ستضيف قيمة لجميع الأطراف.

شهدت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في عام 2024 نحو 701 صفقة M&A بقيمة تقارب 92.3 مليار دولار، بزيادة 7% على أساس سنوي³⁹. وعلى الرغم من أن ذلك يعكس منظومة صفقات متنامية، إلا أن جزءاً كبيراً من هذه الصفقات ضخمة، عابر للحدود، أو مرتبط بقطاعات ناضجة. وفي غياب مسارات تخارج واضحة وميسرة للشركات الصغيرة والمتوسطة، قد يتوسع المؤسسون بشكل مفرط على أمل تحقيق عوائد يصعب إنجازها فعلياً. وفي النصف الأول من 2025، تراجعت الصفقات التي تقل عن 50 مليون دولار إلى 14% فقط من صفقات الملكية الخاصة، في حين ارتفعت الصفقات التي تفوق 100 مليون دولار، مما أدى إلى تركيز السيولة في التذاكر الكبيرة وترك العديد من الشركات المتوسطة بدون تخارج فعلي.⁴⁰

عمق التأسيس المبكر ومسار الشركات

على الرغم من تسارع إنشاء الشركات الناشئة في المملكة منذ عام 2018، إلا أن مسار التخارج في المنظومة لا يزال في مرحلة النضج. ويتطلب تطوير هذا المسار استمرار دعم مراحل ما قبل التأسيس (Pre-Seed) والبذرة (Seed)، إلى جانب برامج التوسع التي تُمكن عددًا أكبر من الشركات من الوصول إلى مراحل Series B وما بعدها – وهي المراحل التي تبدأ فيها عادةً فرص الاستحواذ والصفقات الثانوية بالظهور.

³⁹ EY MENA Insights. تقرير رؤى الاندماج والاستحواذ في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا 2024. صفقة بقيمة إجمالية 92.3 مليار دولار في عام 2024» كما ورد في: Finance Middle East 26 فبراير 2025.

bill-92.3-deals-totalling-701-to-2024-in-3-https://www.financemiddleeast.com/news/mena-ma-activity-rises

⁴⁰ مجلة الخليج (Khaleej Mag) – نقلًا عن MAGNiTT. "السعودية تتصدر سوق الملكية الخاصة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في النصف الأول 2025 وسط تراجع الصفقات الإقليمية" 29 يوليو 2025.

amid-decline-i-2025-https://khaleejmag.com/business/saudi-arabia-leads-mena-private-equity-market-in-h1-n-regional-deals

4.

دور المستثمر في تمكين نتائج التخرج

في بيئة تخرج في طور النمو مثل المملكة العربية السعودية، لا يكفي أن يقدم المستثمرون أن يقدموا رأس المال فقط؛ بل يتعين عليهم أداء دور فاعل في هندسة التخرج وتهيئة مساراته. إن ترسيخ ثقافة تخرج متكرر ومنهجي يتطلب تصميمًا مؤسسيًا واعيًا ونشطًا، وليس مجرد الاستجابة للإشارات السوقية. وعلى المستثمرين تبني عقلية التخرج منذ الشيك الأول وحتى لحظة موافقة مجلس الإدارة على الصفقة، بما يضمن توجيه الشركات نحو مسارات سيولة قابلة للتحقق وقابلة للتنفيذ.

تحديد مسارات التخرج مبكرًا

يبدأ المستثمرون المتمرسون بالتخطيط لخيارات التخرج سواء الاستحواذ الاستراتيجي، أو الصفقات الثانوية المنظمة، أو الطرح العام منذ Series A أو B، وذلك عبر رسم سيناريوهات التخرج وتحديد محفزات التقييم وأنواع المستحوذين المحتملين وهياكل الصفقات وتوقيت التنفيذ. هذا التخطيط المبكر يقلل عدم اليقين ويوسع الخيارات الاستراتيجية. كما يحدد توقيت وطريقة تحقيق العائد، مما يوائم الحوافز ويقلل المخاطر.⁴¹

وفي هذا السياق ومن جنوب شرق آسيا، يشير تيم بوروغز (Tim Burroughs) رئيس التحرير في "Asian Venture Capital Journal" إلى أن صناديق الاستثمارية والتي تعني باستمرارية التمويل للشركات في مراحلها المتأخرة، حيث بدأت أخيرًا تكتسب زخمًا بعد إدراك المنظومات الحاجة إلى خيارات مهيكله لسد فجوات السيولة في Series B/C وما بعدها.⁴² وبالنسبة للمملكة، فإن تبني هذه الأدوات لن يكون مجرد تقليد، بل استجابة استباقية لحاجة بنوية في منظومة التخرج. ومع انتقال الاستثمار الجريء في المملكة تدريجيًا نحو صفقات متأخرة، ستصبح أدوات السيولة المهيكله أكثر أهمية. حاليًا لا يزال عدد محدود من المؤسسين السعوديين ينظرون إلى التخرج كجزء من طبيعة دورة الشركة. والذي يمكن للمستثمرين تغيير هذا من خلال:

- ◀ طرح مسارات تخرج متعددة
- ◀ تدريب الشركات على المرونة بدل التفكير فقط في الوصول لمرحلة "الشركة المليارية"
- ◀ دمج سيناريوهات السيولة كجزء من التخطيط الاستراتيجي وليس حدثًا عابرًا

⁴¹ IdealVDR. "استراتيجية التخرج في رأس المال الجريء: الأساليب الرئيسية وأفضل الممارسات" مدونة IdealVDR، تم الاطلاع 2025. "عملية التخرج المخطط لها بشكل جيد... تحدد توقيت وطريقة تحقيق الأرباح"

⁴² تيم بوروغز (Tim Burroughs). "الصفقات الثانوية في آسيا: هل يمكن لمركبات الاستثمارية أن تجد مكانًا لها في الاستثمار الجريء؟" Mergermarket، سبتمبر 2024.

<https://ionanalytics.com/insights/mergermarket/asia-secondaries-can-continuation-vehicles-find-a-home-in-venture-capital>

تشجيع الحوكمة المُنظمة

حق في حال توافر فرص تخارجات ممكنة، قد تؤدي الهياكل الحوكمية غير المنسجمة أو غير الواضحة إلى منع إتمامها. وتشمل المشكلات الشائعة أسهم التصويت المتعدد التي تُركز سلطة اتخاذ القرار وتشوّه السيطرة بين المساهمين، وبنود السحب الإجباري (Drag-along) المصاغة بطريقة فضفاضة أو غير متناسقة والتي تفشل في ضمان عملية تخارج سليمة، وتمثيل مجالس إدارة يرسخ نفوذاً داخلياً غير متوازن، وكلها يمكن أن تؤدي إلى حالة جمود في أسوأ توقيت ممكن.⁴³

تشير تقارير الاستشارات العالمية بشكل متكرر إلى أن **عدم التوافق الفكري**، بما في ذلك اختلاف معايير الحوكمة طرق اتخاذ القرار، يعد من أبرز أسباب فشل عمليات الدمج والاستحواذ⁴⁴. وعلى الرغم من محدودية الأبحاث الخاصة بالمنطقة، فإن تعليقات محلي الشرق الأوسط تشير إلى أن التحديات الحوكمية والضعف المؤسسي قد تعرقل الصفقات أو ترفع مخاطرها التنظيمية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.⁴⁵ وفي إندونيسيا، واجه المستثمرون تحديات موازية. فرغم وجود قوانين رسمية، أدت ضعف الأعراف الحوكمية إلى زيادة علاوات المخاطر وتعزيز الرقابة في صفقات الاستثمار الجريء.⁴⁶ وفي حالات أخرى، أدى ذلك إلى مواجهة بين المؤسسين والمستثمرين أو إلى صفقات بيع قسرية تضعف القيمة والمعنويات. تتطلب بيئة التخارج الناضجة اتساقاً مبكراً حول ما يبدو عليه المخرج المقبول. وبدون مستوى أساسي من الثقة في ممارسات المجلس والانضباط المالي، غالباً ما يتم تسعير الشركات ذات الإمكانيات العالية كرهانات محفوفة بالمخاطر أو تفشل في ترجمة نموها إلى سيولة.

⁴³ Morningstar Sustainalytics؛ وويلسون سونسي غودريتش أند روزاتي (Wilson Sonsini Goodrich & Rosati)؛ ومنتدى كلية هارفارد للقانون. "ديمقراطية المساهمين وتحديات هياكل الأسهم مزدوجة الفئات" مورنينغستار سستيناليتيكس 2025. "كيفية التعامل مع قرار تفعيل حقوق السحب الجبري خلال عملية الاندماج والاستحواذ" ولسون سونسي غودريتش أند روزاتي، 2022. "ديمقراطية المساهمين وتحديات هياكل الأسهم مزدوجة الفئات" منتدى كلية هارفارد للقانون 2025.

⁴⁴ ديلويت (Deloitte). ثقافة الاندماج والاستحواذ: دراسة حول الثقافة في عمليات الاندماج والاستحواذ. ديلويت إنسايتس، 2020. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/mergers-and-acquisitions-culture.html>

⁴⁵ برايس ووترهاوس كوبرز الأوسط (PwC Middle East). مسح الشركات العائلية لعام 2023: الطريق إلى الأمام لشركات العائلات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. PwC، 2023.

⁴⁶ روبرت سيغل، سوزان تشيري، كريس كوتز، وينستون شو، وأميت سيرو. Ajaib: An Emerging Market Unicorn. ملف تعليمي لمقرر التمويل 207، كلية إدارة الأعمال - جامعة ستانفورد، 15 ديسمبر 2024

يتم بناء التخارجات بمرور الوقت من خلال الحوكمة والانضباط وهيكل رأس المال. ويجب على المستثمرين فرض الجاهزية لعمليات الفحص النافي للجهالة، وجداول ملكية واضحة، والالتزام بنقل الملكية الفكرية، وبروتوكولات مجالس إدارة موحدة.

هذه عناصر تأسيسية لا غنى عنها للجاهزية المؤسسية أو للموظفين؛ بل إنها تشير إلى عمق استراتيجي للمستحوذين والمنظمين.

صناديق الاستثمارية بقيادة المدير العام

إحدى الأدوات المتقدمة والأخذة بالانتشار لتمديد دورة حياة الأصول الواعدة ولكن غير السائلة هي صناديق الاستثمارية (Continuation vehicles) بقيادة المدير العام. يتيح هذا الهيكل في السوق الثانوية للمدير العام نقل شركة أو أكثر من الصندوق الحالي إلى صندوق استثمارية مخصص ويتم منح الشركاء المحدودين في الصندوق الأصلي خيار بيع حصصهم نقدًا للمستثمرين في الصندوق الجديد أو ترحيل حصصهم إلى المركبة الجديدة، بينما يحتفظ المدير العام بالسيطرة الإدارية وبالتعرض طويل المدى للشركة. وقد أغلقت شركات استثمار جريء معروفة مثل NEA و Insight Partners صناديق استثمارية كبيرة في عام 2024.

صندوق الاستثمارية بقيادة مدير الصندوق:

آلية استثمارية يُنشئ فيها مدير الصندوق (GP) صندوقًا جديدًا لنقل أحد الأصول المتميزة من الصندوق الأصلي، بهدف تمديد فترة الاستثمار وتعظيم القيمة، مع إتاحة خيار السيولة للمستثمرين الحاليين ودخول مستثمرين جدد

كيف تعمل

- ◀ يقوم المدير العام بتحديد شركة ذات أساسيات قوية ولكن مسار تخرجها أطول من المتوقع
- ◀ يتم إنشاء صندوق استثمارية مخصص ممول من مستثمرين في السوق الثانوية
- ◀ يحصل الشركاء المحدودون في الصندوق الأصلي على خيار الحصول على سيولة عبر بيع حصصهم أو ترحيلها إلى الصندوق الجديد
- ◀ يستمر المدير العام في إدارة الشركة داخل الصندوق الجديد حتى الوصول إلى التخرج المناسب

الفوائد

- ◀ **بالنسبة للشركاء المحدودين:** توفر هذه الآلية سيولة دون انتظار صفقة استحواذ أو طرح عام.
- ◀ **بالنسبة للمديرين العامين:** تتيح الاحتفاظ بالتعرض للشركات عالية الإمكانيات وتجنب البيع القسري في توقيت غير مناسب.
- ◀ **بالنسبة للشركات:** تقلل الضغط نحو تخرج سريع، مما يسمح بالتركيز على التحسينات التشغيلية والتموضع الاستراتيجي وتوقيت السوق.

التحديات

- ◀ **بالنسبة للشركاء المحدودين:** قد تأتي السيولة بخمض على صافي قيمة الأصول، مما يثير مخاوف حول ملائمة التقييم.⁴⁷
- ◀ **بالنسبة للمديرين العامين:** قد تنشأ تعارضات تقييم وتدقيق إضافي يخلق مخاطر تتعلق بالسمعة والصورة العامة.⁴⁸
- ◀ **بالنسبة للشركات:** قد توفر سيولة للمستثمرين دون توفير رأس مال تشغيلي إضافي للنمو.⁴⁹

⁴⁷ شركة ستر كابيتال (Setter Capital). "حجم صفقات السوق الثانوية الخاصة يتجاوز 100 مليار دولار في النصف الأول 2025" MarketsGroup، يوليو 2025.

2025-100b-in-h1-https://www.marketsgroup.org/news/secondary-private-market-deal-volume-surges-past

⁴⁸ ميشيل سيلارييه (Michelle Celarier). "هل تفقد صناديق الاستثمارية بريقها؟" Institutional Investor، 20 أغسطس 2024.

2dnkx56cahb3iopfs1pmo/corner-office/are-continuation-funds-losing-their-allure/https://www.institutionalinvestor.com/article

⁴⁹ أكسيوس (Axios). "لماذا يركب رأس المال الجريء موجة صناديق الاستثمارية؟" 7 مايو 2024.

venture-capital-continuation-funds/07/05/2024/https://www.axios.com

نظرة على القطاع

وفقاً لشركة Lazard، بلغ حجم السوق الثانوية العالمية 152 مليار دولار في عام 2024، شكلت الصفقات بقيادة المديرين العامين حوالي نصفها (72 مليار دولار)، بزيادة كبيرة عن عام 2023.⁵⁰ وعلى الرغم من أن صناديق الاستثمارية لا تضخ رأس مال تشغيلي مباشر، إلا أنها تعيد ضبط الجداول الزمنية للمستثمرين، وغالباً ما تجذب مستثمرين جدد، مما يعيد موازنة الحوافز حول خلق القيمة طويلة المدى. ويمكن أن تكون هذه الآلية فعّالة عندما تكون الشركات عالقة في مرحلة الركود المتوسط. ورغم أن المعاملة الأساسية تتعلق بنقل الملكية بين المستثمرين، إلا أن صناديق الاستثمارية قد تُفيد الشركات عبر منحها وقتاً أطول لتحقيق القيمة، وفي بعض الحالات، عبر توفير استثمارات لاحقة من المستثمرين الجدد.

عائق التخرج	إجراءات للتخفيف من العائق
محدودية البنية التحتية للسوق الثانوية	تشجيع تعاون الشركات الناشئة مع الشركاء الاستراتيجيين الكبار في المنتجات والخدمات في المراحل المبكرة؛ تطوير خيارات سيولة إضافية مثل مركبات الاستثمارية بقيادة المدير العام والمنصات الثانوية؛ بناء قدرات التطوير المؤسسي داخل الشركات السعودية الكبرى.
غياب معايير جاهزية للتخرج	تحديد مسارات التخرج مبكراً للشركات الناشئة؛ تقليل الاحتكاكات التنظيمية في عمليات الدمج والاستحواذ والطرح العام.
عدم اتساق توقعات أصحاب المصلحة	تشجيع الحوكمة المنظمة والمهنية منذ الأيام الأولى للشركة.
عمق التأسيس المبكر ومسار الشركات	تنمية برامج التوسع لمساعدة الشركات على الانتقال من مرحلة البذرة إلى Series A إلى Series B

⁵⁰ لازار (Lazard). تقرير السوق الثانوية لعام 2024. فبراير 2025. <https://www.lazard.com/perspective/secondary-market-report> 2024-

.5

دراسات

حالة سعودية وعالمية

تعكس الحالات التالية مجتمعة أن المملكة العربية السعودية لم تعد تنتظر "أول تخارج". فالمنظومة باتت تُنتج واسعة من النتائج الفعلية من إدراجات، وتخارجات عبر الاستحواذ، وبيع حصص أقلية بما يتماشى مع التنويع الجاري حاليًا في الأسواق الناضجة.

دراسة حالة عالمياً - Invoice2Go: من أزمة المنصة إلى تخارج مربح

تأسست Invoice2Go عام 2002 على يد المطور الأسترالي كريس سترود، وقدمت أدوات فويزة بسيطة للشركات الصغيرة، وسرعان ما توسعت بعد النجاح عبر متجر التطبيقات. وفي عام 2014، استثمرت Accel في الشركة وعيّنت غريغ والدورف رئيسًا تنفيذيًا لقيادة التوسع في الولايات المتحدة. لكن الديون بسبب الخطة التقنية هددت مسار الشركة. ففي 2016-2017، بدأ الفريق إعادة بناء كاملة للمنصة. تطلب ذلك إزالة بعض الخصائص ودفع المستخدمين إلى نسخة جديدة قبل الوصول إلى التكافؤ الوظيفي الكامل. أدى ذلك في إستراتيجية سُميت "No Go Back" إلى سخط واسع بين المستخدمين، وانهار تقييمات التطبيق، وتباطؤ النمو.⁵¹

⁵¹ Invoice2Go، E 627-Invoice2Go، Clean.pdf 011618 Invoice2Go و E700 - Invoice2Go.pdf. مواد دراسية داخلية من إعداد روبرت سيغل، 2018-2020.

ورغم الانتكاسات الحادة علي مستوى المنتج والمعنويات، اتخذت الشركة عدة قرارات محورية مكنتها من التعافي:

- ◀ **الاستقرار عبر الانضباط:** خفّض والدورف عدد الموظفين، ورفع الأسعار، وركّز على المستخدمين الأعلى إيرادًا، ليصل إلى الربحية في 2018.
- ◀ **تأمين توافق المستثمرين ودعم الحوكمة:** بدعم Accel وانخراط قوي من مجلس الإدارة، تمكنت Invoice2Go من إعادة فرض الانضباط الحوكمي، وتنظيف الأنظمة الداخلية، وتحقيق نمو فعّال من حيث رأس المال، وهو مستوى من الرقابة يشبه ما تحتاجه الشركات للوصول إلى السيولة لاحقًا.
- ◀ **إعادة بناء المواهب وهيكله الفريق:** تم تعيين مسؤولين أكثر خبرة للمنتج والتصميم لإعادة التركيز على المستخدم واستعادة الهيكلة الداخلية للفريق.
- ◀ **التحول نحو مقاييس التفاعل:** الانتقال من مؤشرات الإيراد المتوسط لكل مستخدم إلى مقاييس تعتمد على التفاعل والمستخدمين النشطين، مما أعاد توجيه الأولويات نحو قيمة العميل.
- ◀ **التوسع العالمي مع الحفاظ على الجذور المحلية:** الأمر الأهم للشركات السعودية هو كيفية توسع Invoice2Go خارج سوقها المحلي. فبينما توسعت نحو الولايات المتحدة لدفع النمو وجذب التمويل، حافظت في الوقت نفسه على وجود تشغيلي وهندسي كبير في أستراليا. هذا النهج الموزّع مكّن الشركة من الوصول إلى رأس المال والعملاء عالميًا مع الحفاظ على الكفاءة والتماسك عبر الإبقاء على القدرات الأساسية محليًا. بالنسبة للأسواق الناشئة مثل السعودية، يوضح هذا النموذج أن التوسع الدولي لا يستلزم التخلي عن البنية المحلية؛ بل إن تثبيت القدرات محليًا يعزز المرونة ويخفض التكاليف ويدعم الاستدامة خلال فترات التوسع.⁵²

تُظهر تجربة Invoice2Go أنه يمكن للشركة التعافي بعد الأزمة إذا تَبَيَّ المستثمرون والإدارة إعادة هيكلة منضبطة، وأعادوا صياغة المهمة التنظيمية، وانتهجوا توسعًا عالميًا مدروسًا. ومن خلال إنشاء وجود في الولايات المتحدة مع الحفاظ على العمليات الأساسية في أستراليا، تمكّن والدور وفريقه من الوصول إلى أسواق ورؤوس أموال أكبر. هذا النموذج ثنائي الارتكاز سمح للشركة بالوصول إلى العملاء والمستثمرين عالميًا مع الحفاظ على استمرارية التشغيل محليًا، وأسهم في النهاية في عملية استحواذ ناجحة من Bill.com عام 2021 بقيمة 625 مليون دولار أمريكي. يوضح هذا الدرس الأساسي: يمكن للشركات تحقيق مقياس عالمي وجاهزية للتخارج مع الإبقاء على القدرات المحلية، بشرط أن يتم التوسع بانضباط ووضوح.

دراسة حالة عالمياً - NewView Capital: هندسة الصفقات الثانوية من أجل خلق قيمة مضافة

نشأت NewView Capital من تحدّي هيكلي تواجهه شركات الاستثمار الجريء الكبرى: محافظ ضخمة، وانتباه غير كافٍ للشركات المتوسطة الأداء. وفي 2018، أطلق رافي فيسواناثان NewView عبر الاستحواذ على 31 شركة من محفظة NEA، وإنشاء صندوق بقيمة 1.35 مليار دولار لإدارتها بدعم تشغيلي أعمق.⁵³

إحدى أبرز الشركات ضمن السلة كانت ScienceLogic، التي تجسد نجاح هذا النهج:

- ◀ **رأس مال بّناء:** تقديم تمويلًا إضافيًا وتنفيذ عرض شراء للذين كانت خيارات أسهمهم على وشك الانتهاء.
- ◀ **الانخراط التشغيلي:** جلس شركاء NewView في مجلس الإدارة وعملوا مع الإدارة على تشخيص قنوات النمو وتحويل تتبع مؤشرات SaaS نحو مقاييس عالية التأثير مثل CAC وLTV.⁵⁴
- ◀ **تركيز قائم على التخارج:** من خلال المواءمة الاستباقية والدعم العملي، مكّنت NewView شركة ScienceLogic من جمع 105 ملايين دولار من Silver Lake عام 2021 ومواصلة التوسع، مع الحفاظ على إمكانات التخارج وتجنب ضغوط البيع المبكر.⁵⁵

يقدم هذا النموذج رؤية حاسمة للسعودية: عندما يقترن رأس المال بتفوق تشغيلي وفلسفة متماشية مع الإدارة، يمكن للصفقات الثانوية بقيادة GP وعمليات شراء المحافظ أن تضخ حياة جديدة في الشركات المتوسطة، وتوفر سيولة مبكرة، وتطيل فترة الاحتفاظ بالأصول عالية الإمكانات مع توفير مؤشر العوائد مقارنة برأس المال المدفوع (DPI) مرحلي.

المملكة: منظومة تخارج ناشئة في طور التطور

بدأت منظومة الشركات الناشئة في السعودية تُنتج تخارجات لافتة تشمل الإدراجات، واستثمارات الأقلية الاستراتيجية، وعمليات الاستحواذ المؤسسية. ورغم أن مسارات السيولة لا تزال محدودة، وقنوات استحواذ وتخارج ما زالت تتشكل، فإن السنوات الثلاث الماضية شهدت حالات تعليمية تعكس تطورًا متزايدًا في التحضير والتنفيذ.

jahez

تُظهر قصة جاهز كلا من إمكانات ومحدوديات الطروحات العامة في السياق السعودي. تأسست الشركة عام 2016 ونجحت في الإدراج على سوق نمو في يناير 2022 أي بعد خمس سنوات فقط من انطلاقتها. وقد تم تغطية الاكتتاب المؤسسي بنحو 39 مرة، مما جذب اهتمامًا إعلاميًا كبيرًا ورفع تقييم الشركة إلى 9 مليارات ريال.⁵⁶ لكن هذا لم يكن نتيجة "توقيت" فقط. فقبل الإدراج، استثمرت جاهز بكثافة في الحوكمة، والتدقيق التشغيلي، وعلاقات المستثمرين. حصلت على تدقيق خارجي، وداعمين مؤسسين، وأنظمة رقابة داخلية قوية لتلبية متطلبات الإفصاح في الأسواق العامة. وبعد الاكتتاب، توسعت جاهز في البحرين والكويت، واستحوذت على حصة أغلبية في منصة Snoonu القطرية. وقد حذر نشرة الطرح من انخفاض السيولة الثانوية بعد الإدراج.⁵⁷

والرسالة للمؤسسين والمستثمرين واضحة: الطرح العام يفتح باب رأس المال والظهور، لكنه ليس بديلاً عن التخطيط المنهجي للتخارج خصوصًا في سوق ثانوية أقل نضجًا.

⁵⁶ عرب نيوز (Arab News). "منصة توصيل الطعام جاهز تبدأ التداول في سوق نمو في 5 يناير 2022 [4fpgx/https://arab.news](https://arab.news) 3.6. هيئة السوق المالية (المملكة العربية السعودية) نشرة إصدار شركة جاهز الدولية (سوق نمو)، القسم 3.6.



وبالمثل، أصبحت نيس ون منصة التجارة الإلكترونية المتخصصة في الجمال أول شركة تجارة إلكترونية سعودية تصل إلى تقييم شركة مليارية وتُدرج في السوق الرئيسية في يناير 2025، وجمعت نحو 1.21 مليار ريال عند 35 ريال للسهم مقابل 34,650,000 سهم مطروح. وقد جرى تغطية طلبات المؤسسات 139.4 مرة وطلبات الأفراد 7.5 مرة.⁵⁸



حالة إضافية مُلهمة: شركة رسن لتقنية المعلومات

تُعد شركة رسن لتقنية المعلومات مثالاً بارزاً آخر، إذ أصبحت في عام 2024 أول شركة تقنية تأمينية (Insurtech) سعودية تُدرج في السوق المالية. شمل الطرح 22,740,000 سهم بسعر 37 ريالاً سعودياً، وجمعت الشركة 841 مليون ريال؛ وقد تمت تغطية بناء سجل الأوامر للمؤسسات بنسبة 129.1 مرة، بينما عُطي شريحة الأفراد بنسبة 12.8 مرة.⁵⁹



أما منصات بناء الشركات الناشئة (Venture builders) مثل نوماد (Nomad) فقد أثبتت أن الحوكمة الصارمة مع العمليات التشغيلية المنضبطة، واعتماد المعايير المالية والتشغيلية القوية مبكراً، وتنفيذ عمليات انشاء وفصل الشركات (Spin-outs) يمكن أن تُنتج شركات جاهزة للاستحواذ. ومن أبرز الأمثلة على ذلك بيع شركة MachineTalk المتخصصة في إنترنت الأشياء، وتخرج نوماد من ذراعها للتسويق الرقمي لصالح مجموعة محلية كبرى، وهما صفتان تمت تهيئتهما عبر إشراف قوي من مجلس الإدارة واستعداد مسبق لعمليات الفحص النافي للجهالة من قبل المشتري.



وبالمثل، نجحت شركة درايم (Drahim) في عام 2024 في فصل وبيع نشاطها في حلول المدفوعات لبنك الراجحي، وهي صفقة تمكّنت منها بفضل إعادة هيكلة مدروسة قبل البيع، وتوافق مبكر مع متطلبات المشتري، وملف امتثال تنظيمي واضح.

⁵⁸ السوق المالية السعودية (تداول) "شركة نيس ون تعلن السعر النهائي للطرح" 16 ديسمبر 2024. [en.pdf_49-43-00_16-12-2024_350_16996/www.saudiexchange.sa/Resources/fsPdf](https://www.saudiexchange.sa/Resources/fsPdf/en.pdf_49-43-00_16-12-2024_350_16996)
⁵⁹ رويترز (Reuters). "رسن لتقنية المعلومات في السعودية تُسعر طرحها الأولي عند الحد الأعلى للنطاق" 2024. <https://www.reuters.com/markets/deals/saudi-arabias-rasan-information-technology-prices-ipo-t/22-05-2024-op-range>

وفي مجال تمكين التجارة الإلكترونية، باعت منصة سلة (Salla) في عام 2024 حصة أقلية كبيرة لشركة إنفستكورب (Investcorp)، بعد استحواذها على شركة التسويق الرقمي وات بلاي (What Play / Solid Ads)، مما عزز قدراتها الأساسية استعدادًا لإدراج محتمل في السوق⁶⁰. وتوضح هذه الحالة كيف يمكن لصفقات بيع الحصص الأقلية أن تعمل كمرحلة سيولة تدريجية تمهّد للوصول إلى الجاهزية للطرح العام.⁶¹

تعكس هذه الحالات مجتمعة مجالاً واسعاً من نماذج التخارج الناشئة في المملكة: من الطروحات العامة (IPOs) إلى الاستحواذات الاستراتيجية وصفقات بيع حصص الأقلية. ولكل مسار من هذه المسارات مزاياه وتحدياته، لا سيما غياب الأسواق الثانوية المنظمة أو صناديق الاستثمارية (Continuation Vehicles). إن توسيع هذا المستوى الوسيط يتطلب إجراءات متعمدة من قادة المنظومة. فعلى صعيد السياسات، يمكن لكل من هيئة السوق المالية (CMA) وتداول تسريع العمل على إنشاء منصات ثانوية منظمة تتيح مساراً متوافقاً للسيولة عبر بيع حصص المساهمين ونقل أسهم الموظفين.

وقد أصدرت الهيئة بالفعل مسودة إطار تنظيمي للعروض الثانوية تتضمن متطلبات مثل تعيين مستشار مرخص من الهيئة، واعتماد آلية بناء سجل أوامر (Book-building)، وقواعد إفصاح تهدف إلى رفع الشفافية والسيولة⁶². وفي الوقت نفسه، تستهدف الإصلاحات المقترحة لسوق نمو تسهيل متطلبات أهلية المستثمرين وتوسيع المشاركة في السوق لمعالجة اختناقات السيولة⁶³. ويمكن للمستثمرين والجهات الداعمة مثل جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة (VCPEA) ومنشآت أن تكمل هذه الجهود التنظيمية من خلال إطلاق أدوات جاهزية للتخارج وبرامج تدريب تساعد المؤسسين على موازنة الحوكمة والتدقيق وجداول الملكية مع توقعات المستثمرين.

⁶⁰ إنفستكورب (Investcorp). "إنفستكورب تستثمر في سلة، منصة التمكين الرائدة للتجارة الإلكترونية بنموذج SaaS في المملكة العربية السعودية" 4 مارس 2024.

⁶¹ يشير الخبر إلى أن إنفستكورب قادت جولة نمو ما قبل الطرح بقيمة 130 مليون دولار في سلة، بمشاركة سنابل وSTV.

⁶² هيئة السوق المالية (المملكة العربية السعودية) "هيئة السوق المالية تدعو إلى إيداء الرأي العام حول مسودة الإطار التنظيمي لتنظيم العروض الثانوية" تم الاطلاع في يوليو 2025.

⁶³ عرب نيوز (Arab News). "هيئة السوق المالية تقترح تخفيف معايير المستثمرين في سوق نمو لتعزيز المشاركة والسيولة" 27 مارس 2025. <https://www.arabnews.com/node/2594895/business-economy>

https://www.cma.gov.sa/en/Market/NEWS/pages/CMA_N.aspx.3447

وعلى مستوى تطوير السوق، يمكن للصناديق الحكومية والمستثمرين الجريئين البارزين إطلاق صناديق الاستثمارية السعودية متخصصة، في حين بدأت شركات كبرى مثل شركة الاتصالات السعودية (STC) عبر وحدة تالي فنتشرز (Tali Ventures) وأرامكو عبر واعد وأرامكو فنتشرز (/ Wa'ed Aramco Ventures) بزيادة نشاطها الاستثماري، مما يعكس استعدادها للعب دور أكثر نشاطًا في الاستحواذات الاستراتيجية وصفقات النمو الأقلية.⁶⁴

تشكل هذه المبادرات مجتمعة البنية التحتية اللازمة لجعل مسارات التخارج أكثر استقرارًا وتكرارًا واتساقًا مع مستهدفات رؤية 2030. وتؤكد هذه الأمثلة على فكرة محورية: إن جاهزية التخارج ليست حالة ثنائية، بل هي نتيجة تراكمية للحكومة والتموضع السوقي والتطور المالي والتخطيط الرأسمالي طويل الأمد.

سواء من خلال إعادة الهيكلة المنضبطة (Invoice2Go) أو التمويل الثانوي الموجّه وانخراط مجالس الإدارة (NewView / ScienceLogic) أو المسارات السعودية الخاصة بالطروحات والاستحواذات (دراهم، نوماد، سلة)، فإن كل حالة تبرز أهمية موازنة نية المستثمر وسلوك المؤسس والانضباط التشغيلي. تقدّم هذه القصص للمملكة نماذج قابلة للتكرار تُظهر تنوع مسارات التخارج الممكنة والهيكل المؤسسية المطلوبة لدعمها.

⁶⁴ زاوية (Zawya). أرامكو توسّع برنامج رأس المال الجريء العالمي بضخ أربعة مليارات دولار " فبراير 2025.
<https://www.zawya.com/en/press-release/companies-news/aramco-expands-global-venture-capital-program-4bln-funds-injection-ypz9nj--with>

.6

الممكنات التنظيمية

والقانونية والسوقية

يمكن للمملكة العربية السعودية أن تعزّز منظومتها الاستثمارية من خلال رفع درجة وضوح حقوق المساهمين، وتعزيز متطلبات الشفافية في الحوكمة عبر الشركات في مراحل النمو، وبناء آليات تشجّع السيولة بعد الإدراج⁶⁵. توقّر مبادرات مثل بوابة مستندات الإدراج والموارد الخاصة بتداول (Listing Documents & Resources Portal) إرشادات عملية للمصدرين⁶⁶، كما أدت التعديلات الأخيرة على سوق نمو إلى خفض العوائق أمام الشركات الصغيرة عالية النمو. تشمل هذه التغييرات خفض الحد الأدنى لرأس المال السوقي من 40 مليون إلى 10 ملايين ريال، وتقليل رسوم الإدراج، والسماح للشركات ذات السجلات التشغيلية الأقصر أو الهياكل الملكية البديلة بالتأهل للإدراج.⁶⁷

ويمكن أن تساهم الإجراءات المستمرة لتوسيع مشاركة صانعي السوق وتعميق قاعدة المستثمرين المؤسسيين النشطين في ضمان أن الشركات لا تصل إلى الإدراج فحسب، بل تحافظ أيضًا على أحجام تداول صحية بعده. تقلل هذه الإجراءات القانونية الاحتكاكات في عمليات الدمج والاستحواذ والطروحات العامة وتزيد ثقة المستثمرين. وفي هذا السياق، تلعب هيئة السوق المالية والوزارات ذات العلاقة إلى جانب تداول السعودية دورًا محوريًا في ضمان أن مسارات التخارج متاحة وموثوقة ومتوافقة مع أفضل الممارسات العالمية. بعض العناصر مطبّق جزئيًا بالفعل في أسواق مُماثلة ويمكن تكييفه محليًا.

فعلى سبيل المثال، أطلق سوق أبوظبي العالمي (ADGM) منصات تمويل خاصة **منظمات (Private Financing Platforms)** لتسهيل تداول الأسهم الخاصة تحت إشراف رسمي.⁶⁸

⁶⁵ البنك الدولي وصندوق النقد الدولي، تطوير أسواق السندات الحكومية: دليل إرشادي. واشنطن العاصمة: البنك الدولي، 2001. تم الاطلاع في 14 أغسطس 2025. [37787/10986/https://hdl.handle.net](https://hdl.handle.net/37787/10986)

⁶⁶ السوق المالية السعودية (تداول) (وثائق ومتطلبات الطرح والإدراج" تم الاطلاع في 14 أغسطس 2025. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/listing/become-an-issuer/listing-documents-resources>

⁶⁷ عرب نيوز (Arab News). "هيئة السوق المالية تقترح تخفيف معايير المستثمرين في سوق نمو لتعزيز المشاركة والسيولة" 27 مارس 2025. <https://www.arabnews.com/node/business-economy/2594895>

⁶⁸ سوق أبوظبي العالمي (ADGM). "الإطار التنظيمي لمنصات التمويل الخاصة" هيئة التنظيم للخدمات المالية، سبتمبر 2018. <https://www.adgm.com/media/announcements/adgm-launches-new-private-financing-platform>

أما في السعودية، فلا توجد حتى الآن منصة ثانوية منظمة للأسهم المدعومة بالاستثمار الجريء، رغم أن هيئة السوق المالية أصدرت في يوليو 2023 مسودة الإطار التنظيمي للعروض الثانوية في السوق الموازية، والتي يمكن أن تكون أساسًا لتطوير مثل هذه الآليات⁶⁹. إن تكييف هذه النماذج وتوطينها يمكن أن يجسر فجوة السيولة لدى المؤسسين والمستثمرين الأوائل والموظفين. فوجود منصة ثانوية منظمة مقرونة بمتطلبات حوكمة وإفصاح قوية سيُوسّع خيارات التخارج في المراحل المتوسطة إلى ما بعد النواذ المحدودة الحالية للطروحات العامة والاستحوادات، كما سيُعزّز ثقة المستثمرين عبر إدخال عمليات شفافة تستند إلى قواعد واضحة لنقل الأسهم الخاصة، مما يُقلل مخاطر التقييمات المنخفضة أو الاستحوادات الانتهازية.

وتبني هذه الإصلاحات على الزخم الحالي في السوق كما يتضح من طرح رسن وصفقة درايم، لضمان أن تصبح خطوات أولية نحو تحويل هذه النتائج من استثناء إلى نمط مستدام.

⁶⁹ هيئة السوق المالية (المملكة العربية السعودية) مسودة الإطار التنظيمي لتنظيم العروض الثانوية في السوق الموازية (نمو الرياض): هيئة السوق المالية، يوليو 2023.
<https://cma.org.sa/en/RulesRegulations/ConsultingDocuments/Pages/ConsultingDocuments.aspx>

.7

إطار تخطيط التفارج وأفضل الممارسات

حققت منظومة الشركات الناشئة في السعودية تقدماً لا يمكن إنكاره خلال السنوات الخمس الماضية. فقد ساهمت المبادرات الحكومية للاستثمار الجريء، وتأسيس الصناديق الخاصة، وارتفاع طموحات المؤسسين في إرساء الأساس لنمو قائم على الابتكار. لكن المنظومات لا تنضج عبر المدخلات فقط؛ استدامتها تعتمد على قدرتها على إنتاج أحداث سيولة متكررة تُعيد تدوير رأس المال، وتكافئ المخاطر، وتعزز الثقة في النجاح. كما أوضحنا سابقاً، سارت أسواق أخرى في هذا المسار. ففي سنغافورة، ساعدت برامج الحوافز وتسهيل الجاهزية للطرح العام في رفع متوسط قيمة التداول اليومية للأوراق المالية بنسبة 59% على أساس سنوي إلى مستويات غير مسبوقة منذ مارس 2020.⁷⁰

وفي كندا، أسهم برنامج تحفيز رأس المال الجريء (VCCI) في جمع 1.18 مليار دولار كندي لصناديق الاستثمار الجريء وتحفيز 1.9 مليار دولار أمريكي في استثمارات غطت ما يقارب 400 شركة.⁷¹ أما في أستراليا، فقد أدت استراتيجية التقنية الموجهة للتصدير إلى خلق قيمة سوقية تبلغ 570 مليار دولار أمريكي بين شركات التقنية المدرجة، بينما ارتفع حجم شركات التقنية المدعومة بالاستثمار الجريء من أقل من مليار دولار أسترالي إلى أكثر من 70 مليار دولار خلال العقد الأخير.⁷²

من خلال البناء على هذه المبادرات وتكييف النماذج المجربة من الأسواق النظيرة، يمكن لصناعات السياسات وقادة المنظومة فتح مسارات سيولة جديدة، وتعزيز ثقة المستثمرين، وتسريع تقدم المملكة نحو أهداف رؤية 2030 في الابتكار والتنوع الاقتصادي.

⁷⁰ مجموعة SGX بورصة سنغافورة "أحجام تداول SGX في أبريل تصل إلى أعلى مستوياتها خلال خمس سنوات" 14 مايو 2025.

sgx-groups-april-volumes-powered-five-ye-20250513/https://www.sgxgroup.com/media-centre-ar-high-stock-market

⁷¹ وزارة الابتكار والعلوم والتنمية الاقتصادية - كندا. مؤشرات أداء مبادرة محفز رأس المال الجريء (VCCI) 2017 - 31 ديسمبر 2023. حكومة كندا، 19 مارس 2025.

https://ised-isde.canada.ca/site/sme-research-statistics/en/venture-capital-catalyst-initiative/performance-metrics-vcci-2023-31-december-2017-rformance-metrics-vcci

⁷² مجلس التكنولوجيا الأسترالي (Tech Council of Australia). تحويل أستراليا إلى مركز تقني إقليمي. أغسطس 2022. Turning-Australia-into-a-regional-tech/08/2022/https://techcouncil.com.au/wp-content/uploads/pdf.2022--hub_Report

لصنّاع السياسات وبُناة المنظومة من أجل تعزيز مشهد التخارج:

- ◀ تطوير تنظيمات السوق الثانوية لتمكين نقل الأسهم الخاصة بطريقة نظامية وتوفير سيولة للموظفين. أثبتت الأطر المماثلة مثل برنامج السوق الخاصة في سنغافورة (SGX) ومنصة التمويل الخاصة في سوق أبوظبي العالمي أن الآليات الثانوية المنظمة يمكن أن توسّع السيولة في المراحل المتوسطة مع الحفاظ على حماية المستثمرين.^{74 73}
- ◀ تعزيز سوق نمو كسوق مخصصة لطروحات النمو عبر تحسينات تدريجية. فقد خفّضت هيئة السوق المالية مؤخرًا متطلبات نسبة التداول الحر وقلّصت عمليات الإفصاح، كما توفر بوابة تداول الإرشادية موارد عملية للمصدرين. ويمكن لتعزيز نشاط صانعي السوق أن يوسّع الوصول أمام الشركات الصغيرة عالية النمو.⁷⁵
- ◀ بناء قدرات التطوير المؤسسي داخل الشركات السعودية الكبرى لتوسيع نشاط الاستحواذ الإقليمي. تُظهر تجربة برنامج VCCI في كندا كيف ساعدت الشراكات بين القطاعين العام والخاص على تعبئة 1.8 مليار دولار أمريكي وتحفيز القدرات المحلية في عمليات الاستحواذ. ويمكن لتشجيع الشركات السعودية الكبرى على إنشاء فرق M&A داخلية أو التعاون مع المسرّعات الإقليمية أن يؤدي دورًا مشاربًا في تعزيز مسارات الاستحواذ المحلية.⁷⁶

⁷³ بورصة سنغافورة (SGX). برنامج السوق الخاصة في SGX. تم الاطلاع في أغسطس 2025. <https://www.sgx.com>

⁷⁴ سوق أبوظبي العالمي (ADGM). إرشادات منصات التمويل الخاصة.

<https://www.adgm.com>⁷⁵

⁷⁵ عرب نيوز (Arab News). "هيئة السوق المالية تقترح تخفيف معايير المستثمرين في سوق نمو لتعزيز المشاركة والسيولة" 26 مارس 2025.

<https://arab.news/j7be>

⁷⁶ بنك تنمية الأعمال الكندي (BDC). مبادرة محفز رأس المال الجريء (VCCI). تم الاطلاع في 20 سبتمبر 2025.

للمستثمرين في رأس المال الجريء

- ◀ دمج التخطيط للتخرج وجاهزية التنفيذ ضمن تفاعل المحافظ الاستثمارية ابتداءً من جولة Series A
ينبغي إجراء مراجعات ربع سنوية لمدى جاهزية الشركات للتخرج، وتحفيز تحسينات الحوكمة، وتهيئة المؤسسين حول الخيارات المنظمة مثل آليات الـ Earn-outs (وهو جزء من سعر الصفقة يُدفع للبائع لاحقاً إذا حققت الشركة المستحوذ عليها أداءً أو أهدافاً محددة بعد الاستحواذ) وصناديق الاستمرارية (Continuation Vehicles).⁷⁷
- ◀ اتباع نهج تدخّل ببناء مع الشركات التي لا تحقق أداءً كافيًا.
عندما لا تحقق النتائج العوائد المتوقعة على مستوى الصندوق، يجب على المستثمرين اتباع استراتيجيات خفض المخاطر أو إعادة الرسملة أو الدمج والاستحواذ المستهدف بدلاً من التخلي عن المؤسسين أو الدفع نحو بيع متسرع.
- ◀ تصميم مؤشرات أداء واقعية للعوائد النقدية مثل مؤشر العوائد مقارنة برأس المال المدفوع (DPI) للمستثمرين المحدودين (LPs).
ينبغي بناء توقعات العائد الرأسمالي بما يتماشى مع ملف السيولة في السوق السعودية، وتهيئة الشركاء المحدودين بأهمية المسارات الثانوية كقناة حيوية لتحقيق العوائد.

للمؤسسين

- ◀ يستفيد المؤسسون من التعامل مع ثقافة التخرج كمهارة أساسية.
ينبغي أن يسعى المؤسسون لفهم آليات السيولة، من تفضيلات التصفية وبنود السيطرة إلى تفاصيل عمليات الدمج والاستحواذ والصفقات الثانوية.
- ◀ تصميم جداول الملكية (Cap Tables) بمرونة.
تجنّب الهياكل التي تمنح سيطرة مفرطة لمجموعة محدودة من المساهمين في وقت مبكر، أو تخلق حقوق ملكية خفية، أو تمنح صلاحيات تصويت خاصة تُعقد الصفقات. فالهياكل المتوازنة للملكية تسهّل جذب المستثمرين والتفاوض على التخرج.

⁷⁷ Tackroom Capital. "إرشادات استراتيجية للتنقل نحو تخرج ناجح للمستثمرين الجريئين والمؤسسين" <https://www.tackroomcapital.com/en/blog/navigating-successful-exits-a-strategic-guide-for-vcs-and-founders>

للمستثمرين الحكوميين وصناديق الصناديق

◀ ربط الالتزامات الرأسمالية المستقبلية بالعوائد النقدية الفعلية وليس المكاسب الورقية.

قياس الأداء من خلال (DPI) بدلاً من القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع (TVPI) والذي يعني بكامل الأصول بدلاً العوائد المحققة فقط يضمن إعادة تدوير رأس المال بما يتماشى مع منحى نضج المنظومة، ويمنع التوسع المفرط في التقييمات غير المحققة.⁷⁸

◀ دعم مركبات الاستثمارية والمنصات الثانوية.

توفر هذه الأدوات نتائج واسعة، وتُبقى الشركات ذات الإمكانيات العالية ولكن غير السائلة قابلة للاستمرار، مع تحقيق سيولة قابلة للقياس للمستثمرين في الوقت ذاته

حققت منظومة الشركات الناشئة في السعودية تقدماً لا يمكن إنكاره خلال السنوات الخمس الماضية. فقد ساهمت المبادرات الحكومية للاستثمار الجريء، وتأسيس الصناديق الخاصة، وارتفاع طموحات المؤسسين في إرساء الأساس لنمو قائم على الابتكار. لكن المنظومات لا تنضج عبر المدخلات فقط؛ استدامتها تعتمد على قدرتها على إنتاج أحداث سيولة متكررة تُعيد تدوير رأس المال، وتكافئ المخاطر، وتعزز الثقة في النجاح. وفي النهاية فإن جاهزية التخارج ليست نقطة زمنية، بل نتيجة تراكمية.

⁷⁸كارتا (Carta). "بالنسبة للمستثمرين في صناديق الاستثمار الجريء، يعتبر مؤشر التوزيعات إلى رأس المال المستثمر (DPI) المؤشر الأهم على الإطلاق" أكتوبر 2024. <https://carta.com/data/vc-dpi>

SVC

الشركة السعودية للاستثمار الجريء

تُعد SVC شركة استثمارية أُسست في عام 2018 وتتبع بنك المنشآت الصغيرة والمتوسطة الذي يُعد أحد مكونات صندوق التنمية الوطنية.

تهدف SVC إلى تحفيز واستدامة تمويل الشركات الناشئة والمنشآت الصغيرة والمتوسطة من مرحلة ما قبل البذرة حتى ما قبل الطرح العام الأولي وتدعم مكاتها كصانعة للسوق عبر الاستثمار في الصناديق والاستثمار المباشر في الشركات الناشئة والمنشآت الصغيرة والمتوسطة. قدّمت SVC منذ انطلاقتها دعمًا لعدد 65 من صناديق الاستثمار الخاص، بما في ذلك الاستثمار الجريء والملكية الخاصة والدين الجريء والدين الخاص، مما ساعد في دعم أكثر من 1000+ شركة ناشئة ومنشأة صغيرة ومتوسطة.

جمعية
رأس المال الجريء
والملكية الخاصة



جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة

كيان تطويري داعم ومساند لقطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، تأسس في عام 2019 بموجب قرار من مجلس الوزراء، ليستثمر جهوده التي تدمج بين الخبرة والاحتراف في العمل على معالجة التحديات التي تواجه مديري الصناديق الاستثمارية، والمستثمرين المحدودين (LPs) والشركات الناشئة.. من خلال تنسيق اجتماعات تطويرية دورية مع الجهات المعنية من أجل مراجعة الأنظمة واللوائح المتعلقة بالقطاع والارتقاء بالبيئة التشريعية، وكذلك رفع مستوى الوعي بالقطاع عبر برامج تدريبية نوعية، وجلسات حوارية ثرية تسلط الضوء على فرصه الواعدة وتوجهاته المستقبلية، وإضافة إلى ذلك تسعى الجمعية إلى تقديم مميزات حصرية تزيد جاذبية استقطاب المزيد من الاستثمارات المبتكرة وتحفز على أخذ الخطوة الجريئة والمستدامة نحو قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، لمزيد من المعلومات يرجى زيارة <https://vcpea.org.sa>

عن الكاتب

روبرت إي. سيغل

محاضر في الإدارة

كلية الدراسات العليا في إدارة الأعمال - جامعة ستانفورد



كرّس روبرت سيغل مسيرته المهنية للعمل عند تقاطع الأكاديمية والابتكار والإدارة وريادة الأعمال. ويُدرّس في جامعة ستانفورد مقررات حول القيادة والابتكار واستراتيجيات ريادة الأعمال. يمتلك خبرة عميقة تجمع بين عالمي الأعمال والتعليم الأكاديمي، إذ ألف أكثر من ١١٥ دراسة حالة تُدرّس في أبرز الجامعات، وأسهم بشكل واسع في الأبحاث حول كيفية نمو الشركات وتكيفها في عالم سريع التغير.

يشغل روبرت منصب شريك استثماري في صندوق Piva Capital وشريك عام في XSeed Capital.

وسبق أن عمل مديرًا عامًا في GE Security، حيث أشرف على قسم إداري عالمي بقيمة ٣٥٠ مليون دولار، كما شارك في تأسيس Weave Innovations، وهي شركة للتصوير الرقمي استحوذت عليها Kodak لاحقًا.

يعمل حاليًا عضوًا في مجالس إدارة عدة شركات منها HERE Technologies و Avochato، ويحمل أربع براءات اختراع في مجال التصوير الرقمي والضغط.

تتجاوز أعماله حدود قاعات الدراسة ومجالس الإدارة، إذ عمل باحثًا رئيسيًا مع مؤسس شركة Intel العالمية آندي غروف في كتابه الأكثر مبيعًا Only the Paranoid Survive، وحصل على جوائز Case Centre المتعددة لإسهاماته في تعليم ريادة الأعمال. كما أنه مؤلف كتابين من الأكثر مبيعًا:

The Systems Leader

The Brains and Brawn Company

جمعية
رأس المال الجريء
والملكية الخاصة



SVC