

شرکت با هدف ویژه تملک؛ ابزار تامین مالی نوین برای کارآفرینان و شرکتهای

دانش بنیان

دانیال دانا

کارشناسی ارشد، مدیریت کسب و کار، دانشگاه نیوبرانزویک، کانادا

danialdana2@gmail.com

رهی زندی فر

کارشناسی ارشد، علوم اقتصادی، دانشگاه شهید بهشتی، ایران

rahi.zandifar@yahoo.com

چکیده

ابزارهای مالی نوآورانه و متنوعی در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، برای تأمین نیازهای طیف گسترده و متنوعی از کارآفرینان و سرمایه‌گذاران طراحی شده است. در سال‌های اخیر، شرکت با هدف ویژه تملک (SPAC) به عنوان یکی از این ابزارهای نوین مالی در بازار سرمایه از سمت نهادهای مالی، با استقبال همراه بوده است. بر اساس تحقیقات انجام گرفته در ایالات متحده، در سال ۲۰۲۰، SPAC ها با ۲۴۸ شرکت عرضه عمومی شده و با جمع‌آوری ۸۳،۴ میلیارد دلار رکوردی را به نام خود ثبت کردند که این آمار در سال ۲۰۲۱، با دستیابی به ۶۱۳ شرکت عرضه عمومی شده و جذب ۱۶۲،۵ میلیارد دلار، در مقایسه با سال‌های قبل به شدت پیشی گرفته است. چابکی و فرصت‌آفرینی این ابزار در بکارگیری بخشی از سرمایه لازم برای کارآفرینان و نیز فراهم‌آوری بستری برای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی و خرد، سبب افزایش و بهبود کارایی بخشی از اقتصاد می‌شود. لذا با توجه به ماهیت این ابزار نوآورانه مالی، ابزارسازی و توسعه این ساز و کار جدید، می‌تواند راهکاری جدی به تأمین نیازهای مالی شرکت‌های کوچک و متوسط در حوزه‌های فناوری و دانش‌بنیان ارائه نماید. این مقاله به منظور بررسی و استفاده از نتایج تحقیقات مشابه قبلی و در جهت پیشبرد و توسعه ابزارهای مالی در کشور تدوین گردیده و به مروری جامع بر نقش و جایگاه شرکت با هدف ویژه تملک پرداخته است. نتایج حاصل از این مرور، بیانگر اهمیت نقش کلیدی حامی، در مراحل چرخه عمر شرکت با هدف ویژه تملک از زمان تاسیس تا نهایه شدن ترکیب کسب و کار است.

واژگان کلیدی: شرکت با هدف ویژه تملک، سرمایه‌گذاری، عرضه عمومی اولیه، شرکت کوچک و متوسط، تأمین مالی

۱- مقدمه

شرکت‌های خصوصی برای تبدیل شدن به یک شرکت سهامی عام می‌توانند با انتشار سهام شرکت از طریق عرضه اولیه وارد بازار سهام شوند. این نوع از عرضه، به عنوان مسیر سنتی عرضه عمومی اولیه^۱ شناخته می‌شود (Espinasse, ۲۰۱۱). در سال‌های اخیر، علاقه به عمومی کردن شرکت‌ها از طریق مسیرهای غیر سنتی در کشورهای پیشرفته به سرعت افزایش یافته است. ادغام معکوس^۲ از رایج‌ترین مسیرهای غیر سنتی ورود به بازار سهام تلقی می‌شود. یکی از طرق ادغام معکوس، تاسیس شرکت‌های با هدف ویژه تملک^۳ می‌باشد. این شرکت‌ها، از نوع شرکت پوسته^۴ و غیرعملیاتی هستند که تنها با هدف خرید و

¹ Initial Public Offering (IPO)

² Reverse Merge

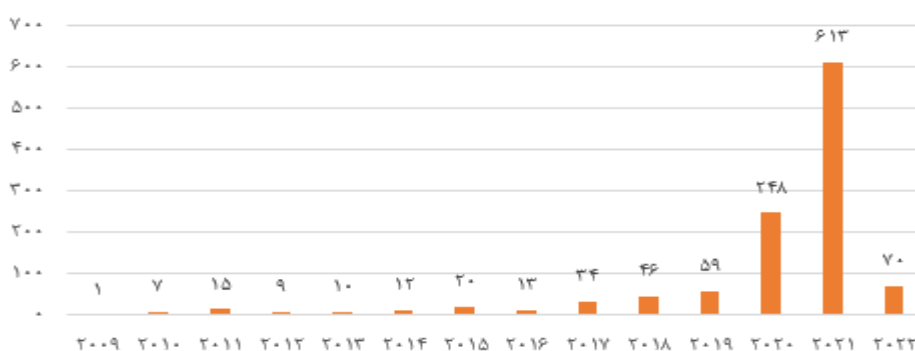
³ Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

⁴ Shell Company

ادغام یک شرکت خصوصی با خود، جهت فهرست کردن آن شرکت در بازار سهام عمومی ایجاد می‌شوند (Layne et al., ۲۰۱۸). این تعریف از SPAC، شکل مدرنی از یک شرکت چک سفید^۵ بوده که با بسیاری از ویژگی‌های بازار سهام قابل یکپارچه شدن است. شرکت‌های چک سفید اولیه، اغلب به عنوان ابزاری برای کلاهبرداری از سرمایه‌گذاران غیرمجاز در دهه ۱۹۸۰ استفاده می‌شدند (Heyman, ۲۰۰۷). در طول دهه ۱۹۸۰، شرکت‌های چک سفید ابتدایی، اغلب در طرح‌های صنعت پمپ و تخلیه شرکت می‌کردند که یک استراتژی مبتنی بر افزایش قیمت سهام بر اساس اطلاعات مالی نادرست، همراه‌کننده یا اغراق‌آمیز بود (Shachmurove and Vulcanovic, ۲۰۱۷). در واکنش به این موضوع، کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده قوانین و مقرراتی را تصویب کردند که منجر به افشای شفاف‌تری از شرکت‌های چک سفید و در نتیجه، کاهش فعالیت مجرمانه شد (Castelli, ۲۰۰۹). در سال ۱۹۹۲، اولین نسخه از SPAC مدرنی ایجاد شد که در حال حاضر در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته رونق پیدا کرده است. بدین ترتیب، این نهاد جدید توسط تیمی از وکلا و پذیرهنویسان با حمایت کافی از سرمایه‌گذاران توسعه داده شد که تاییدیه کمیسیون بورس و اوراق بهادار ایالات متحده را به دست آورد (Heyman, ۲۰۰۷).

در سال‌های اخیر، استفاده از SPAC در کشورهای توسعه یافته نظیر ایالات متحده افزایش چشمگیری داشته و به طور یکسان مورد توجه سرمایه‌گذاران نهادی و افراد حقیقی، عمومی و غیرحرفه‌ای به عنوان سرمایه‌گذاران خرد قرار گرفته است. (Reddy, ۲۰۲۲) بنابراین، استفاده از این ابزار، از چند تراکنش در ابتدای سال ۲۰۰۰ میلادی به بیش از ۴۳٪ از کل IPO ها در سال ۲۰۲۰ میلادی، افزایش داشته است (SpacInsider, ۲۰۲۲). براساس آمار منشره در گزارش اسپک اینسایدر، پیش‌بینی می‌شود که در سال ۲۰۲۲ میلادی به نسبت سال ۲۰۲۱ میلادی، تعداد SPAC-IPO ها در ایالات متحده کاهش یابد. در حال حاضر، بیش از ۶۰۰ مورد SPAC که هنوز به دنبال شرکت هدف هستند، عملاً مشخص نیست که چه تعداد از اینها می‌توانند تشکیل یک ترکیب کسب کاری اولیه^۶ را تکمیل کنند و یا چه تعداد، تصمیم به انحلال خواهند گرفت (SpacInsider, ۲۰۲۲). با این وجود، توسعه گسترده SPAC ها شتاب سریعی را تجربه کرده و به احتمال زیاد، رونق آن در آینده نیز ادامه خواهد یافت (Blomkvist and Vulcanovic, ۲۰۲۰) و به کشورهای در حال توسعه نیز تسری پیدا خواهد کرد.

تعداد اسپک



شکل ۱- تعداد سالیانه اسپک در ایالات متحده آمریکا

اخذ شده از (SpacInsider, ۲۰۲۲) در خرداد ماه ۱۴۰۱

⁵ Blank Check

⁶ Wall Street

⁷ Initial Business Combination

در عملیاتی شدن این ابزار، سرمایه لازم برای خرید شرکت هدف، از طریق عرضه اولیه شرکت با هدف ویژه تملک صورت می‌پذیرد و پس از ادغام، شرکت خصوصی جای شرکت SPAC را در بورس اوراق بهادار می‌گیرد. (Klausner et al, ۲۰۲۰) شرکت‌های خصوصی می‌توانند از طریق این ابزار مالی نوآورانه، بدون گذراندن یک فرآیند سنتی که معمولاً پرهزینه و زمان‌بر است، فهرست شوند. لذا شرکت‌های SPAC می‌توانند در اقتصاد ایران در جهت تحریک و تسریع رشد بخش‌هایی از اقتصاد، به ویژه بنگاه‌های کوچک و متوسط، شرکت‌های دانش بنیان و استارت آپی در اقتصاد دیجیتال، ابزار مناسبی محسوب شود و ایجاد ارزش آفرینی کند. به علاوه، از طریق یک ادغام معکوس به روش SPAC، از کارمزدهای همزمان، ارزش‌گذاری‌های محدودکننده و هزینه‌های مربوط به کاهش قیمت اولیه سهام از طریق روش سنتی IPO جلوگیری می‌شود (Cumming et al, 2014). کسب و کارهای کوچک و متوسط^۸ معمولاً با محدودیت‌های خاصی از جمله فقدان مهارت‌های مدیریتی و مالی، دریافت اعتبارات، دسترسی به بازارهای مناسب، مشکلات اداری، و انطباق با مقررات مواجه هستند. لذا شرکت با هدف ویژه تملک، ممکن است راه حلی برای حل محدودیت‌های پیش روی شرکت‌های کوچک و متوسط باشد.

از دیدگاه بنیانگذاران شرکت‌های با هدف ویژه تملک، فهرست کردن یک شرکت SPAC راهی سهل برای دسترسی به نقدینگی لازم برای خریداری و تملک یک شرکت هدف محسوب می‌شود. مفهوم کسب و کاری SPAC به صندوق‌های سهام خصوصی^۹ این امکان را می‌دهد تا تخصص و تجربه خود را در بازار عمومی عرضه کرده و درآمد دیگری اکتساب نمایند (Cumming et al, 2014). علاوه بر این، این بستری برای سرمایه‌گذاران عمومی فراهم می‌شود تا در بازار شرکت‌های سهام خصوصی سرمایه‌گذاری کنند؛ این امر بدون استفاده از این ابزار نوآورانه مالی دست و پا گیر است (Jenkinson and Sousa, ۲۰۱۱). شرکت‌های با هدف ویژه تملک، مزایای متعددی را برای سهامداران و همچنین اقتصاد ارائه می‌کنند. این نهادهای فهرست‌شده، برای بنیان‌گذاران یا تیم مدیریت بستری فراهم می‌آورد تا مقدار قابل توجهی از سرمایه را جمع‌آوری کنند تا به وسیله آن بتوانند تملک‌های معناداری را بدون مواجهه با برخی از چالش‌های تجربه شده در مدل‌های سنتی سهام خصوصی انجام دهند (Marx et al, 2021). شرکت‌های با هدف ویژه تملک چیزی شبیه ترکیب عرضه اولیه سهام و معامله ادغام و تملیک هستند. شرکت‌های با هدف ویژه تملک، اکنون در مباحث و گزینه‌های استراتژیک شرکتی و ابرشرکتی، نقش برجسته‌ای پیدا کرده‌اند (Berger, 2008).

۲- موجودیت و فلسفه نهادی SPAC

شرکت‌های با هدف ویژه تملک به‌عنوان یک مکانیسم سرمایه‌گذاری خلاقانه و نوآور عمل می‌کنند و دسترسی آسان و نسبتاً ارزانی به سهام شرکت‌های از نوع سهام خصوصی، برای عموم یا سایر سرمایه‌گذاری‌هایی که بدون آنها دسترسی نداشتند، فراهم می‌کند (Marx et al, 2021).

شرکت‌های با هدف ویژه تملک، شرکت‌های پوسته‌ای هستند که تنها با قصد خرید یک شرکت خصوصی تأسیس می‌شوند. این نهادها برای تحقق یک هدف خاص و موقت ایجاد شده و از طریق جمع‌آوری وجوه از سرمایه‌گذاران در یک عرضه اولیه سهام (به صورت "چک سفید") تأمین وجوه کرده و سپس، به منظور خرید شرکت خصوصی مناسب سرمایه‌گذاری، در یک دوره زمانی خاص (معمولاً هجده تا بیست و چهار ماه) تشکیل می‌شوند. در این فرایند، لازم است این تملیک توسط سهامداران SPAC از طریق رای نیابتی تایید شود (Cumming et al, 2014). در واقع، SPAC نهادی تک منظوره است که صرفاً با هدف شناسایی و تملیک یک کسب و کار دیگر با جمع‌آوری وجوه لازمه از طریق عرضه عمومی اولیه (IPO) در بورس اوراق بهادار تشکیل می‌شود. (Reddy, 2022) این شرکت‌ها، معمولاً توسط صندوق‌های پوشش ریسک^۱ شرکت‌های

⁸ SMEs

⁹ Private Equity Funds (PE Funds)

¹ Hedge Fund

سرمایه‌گذاری، صندوق سهام خصوصی، صندوق‌های بازنشستگی یا گروهی از سرمایه‌گذاران با تجربه در تملیک و ادغام ایجاد می‌شود (Klausner et al, ۲۰۲۰) (Jenkinson and sousa, ۲۰۱۱) (Murray, 2017).

به طور خلاصه، شرکت‌های با هدف ویژه تملک یک ساختار مالی نوآورانه است که از طریق فرآیند عرضه اولیه و با هدف به دست آوردن یک شرکت ناشناخته موجود در یک دوره زمانی محدود، وجوه را در بازارهای سرمایه جمع‌آوری می‌کند (Shachmurove et al, 2018).

شرکت‌های با هدف ویژه تملک از ادغام معکوس متمایز هستند. در یک ادغام معکوس، یک شرکت خصوصی یک پوسته عمومی را با افشای به موقع کمتر و بدون برگزاری مراسم‌های عرف در عرضه اولیه سهام به دست می‌آورد. در مقابل، در یک شرکت با هدف ویژه تملک، شرکت پوسته عمومی به روش سنتی عرضه اولیه مطرح می‌شود و با هدف خرید یک شرکت خصوصی در بازه زمانی مشخص طرح‌ریزی و تاسیس می‌شود (Cumming et al, 2014).

بر خلاف شرکت‌های «پوسته نقدی»^۱، که به عنوان شرکت‌های تجاری دسته‌بندی شده‌اند و دارایی‌های غیرنقدی خود را واگذار کرده‌اند، SPAC ها به دلیل فقدان سابقه عملیاتی، دارایی نداشته و صرفاً برای تملیک یک نهاد دیگر در بازار بورس فهرست می‌شوند (Reddy, ۲۰۲۲).

با توجه به چرخه عمر شرکت‌های با هدف ویژه تملک، این ساختار سرمایه‌گذاری با مخاطرات و ریسک‌هایی متعددی می‌تواند روبرو شود؛ دارایی اصلی آن، می‌تواند به نوعی وجه نقد جمع‌آوری شده در مرحله پذیره نویسی و همچنین مهارت‌ها و تجربه مدیرانی است که برای تحول و دستیابی به اهداف تشکیل این ترکیب کسب و کاری از آن بهره گرفته شود (Marx et al, ۲۰۲۱). ساختار و نظام مشوق دهی، محدودیت زمانی در تملیک، و ویژگی‌های مدیریتی بر عملکرد بلندمدت SPAC پس از ادغام تأثیر می‌گذارد (Vulanovic, ۲۰۱۷).

۳- ذی نفعان SPAC

ذینفعان اصلی شرکت‌های با هدف ویژه تملک در سه گروه حامی^۲، سرمایه‌گذاران و شرکت هدف قرار می‌گیرند که هر کدام مجموعه‌ای از نگرانی‌ها، نیازها و دیدگاه‌های خود را نسبت به SPAC دارند.

- حامیان: حامیان همان بنیانگذاران شرکت‌های با هدف ویژه تملک هستند که مدیریت آن را نیز به عهده دارد. حامیان تمایل دارند که سابقه موفقیت و مزیت اختصاصی خود را نشان داده و از این طریق به سرمایه‌گذاران اطمینان می‌دهند که می‌توانند یک معامله ارزش آفرین را شناسایی و اجرایی کنند (Berger, ۲۰۰۸). فرآیند SPAC توسط حامیان آغاز می‌شود. آنها سرمایه تحت ریسک را در قالب پرداخت‌های غیرقابل استرداد به بانکداران، وکلا و حسابداران برای پوشش هزینه‌های عملیاتی سرمایه‌گذاری می‌کنند. اگر حامیان نتوانند ظرف دو سال ترکیبی موفق را ایجاد نمایند، طبق مقررات، SPAC باید منحل شود و تمام وجوه به سرمایه‌گذاران اصلی بازگردانده شود. در این صورت، حامیان، نه تنها سرمایه تحت ریسک^۳ خود را از دست می‌دهند، بلکه وقت خود را نیز از دست می‌دهند. اما اگر موفق به انجام این معامله شوند، سهام در نظر گرفته شده برای حامیان را در شرکت ترکیبی به دست می‌آورند که اغلب ارزشی معادل ۲۰ درصد از سهام جمع‌آوری شده از سرمایه‌گذاران اصلی را دارد. سرمایه تحت سرمایه برای پوشش هزینه‌های اداری که شامل تعهدنامه، وکالت و هزینه‌های بررسی دقیق در نظر گرفته می‌شود. از سال ۲۰۰۵ میلادی، افزایش فشار از سوی سایر ذینفعان، عمدتاً سرمایه‌گذاران، و نا اطمینانی در مورد

^۱ cash-shells

^۲ Sponsor

^۳ At risk capital

تأیید خرید (که خود از سطح پایین آستانه عدم تأیید ناشی شده بود)، حامیان SPAC را مجبور به افزایش تعهدات پولی خود کرد (Rodrigues and Stegemoller, ۲۰۱۴). لاکیچویچ و ولانوویچ (۲۰۱۳) بیان می‌کنند که به طور متوسط، یک تیم مدیریتی حامی متشکل از پنج عضو است (Lakicevic and Vulcanovic, ۲۰۱۳). جبران زحمات مدیریت صرفاً به توانایی آنها برای تأیید یک معامله پیشنهادی توسط سهامداران عمومی متکی است (Jenkinson and Sousa, ۲۰۱۱) (Okutan Nilsson, 2018). کامینگ و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که مدیران شرکت با هدف ویژه تملک، قبل از تملک شرکت هدف، معمولاً حقوقی برای تلاش‌های خود دریافت نمی‌کنند. ساختار در نظر گرفته شده برای جبران زحمات نقش مدیریت در SPAC، کاملاً با صندوق‌های سهام عادی خصوصی متفاوت است؛ تا زمانی که شرکت هدف برای معامله تأیید نشده است، برای مدیران هیچ گونه حقوق رسمی یا جبران زحمات دیگری تعیین نمی‌شود (Cumming et al, 2014). در عوض، آنها گواهینامه‌های حق خرید سهم^۴ را به ارزش اسمی حدود ۳ درصد از حجم عرضه اولیه سرمایه در معرض ریسک خریداری می‌کنند. سرمایه در معرض ریسک به مقدار سرمایه‌ای اشاره دارد که برای مقابله با خطرات در نظر گرفته می‌شود. دلیل این امر، تقویت انگیزه‌های آنها برای جستجوی اهداف امیدوارکننده است (Kolb and Tykvova, ۲۰۱۶). از دیدگاه سرمایه‌گذاران، هر سرمایه‌گذاری این فرصت را پیدا می‌کند که در کنار تیم مدیریت، سرمایه‌گذاری مشترک داشته باشد. تیم مدیریت، در مجموع ملزم به سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با هدف ویژه تملک است و انگیزه‌ای برای دستیابی به ارزش افزوده قابل توجهی خواهد داشت که منجر به افزایش قیمت سهام شرکت‌های با هدف ویژه تملک در طول زمان می‌شود (Marx et al, ۲۰۲۱).

حامیان می‌توانند ۲۰٪ از سهام در SPAC-IPO را به دست آورند و ۸۰٪ باقی مانده توسط سرمایه‌گذاران عمومی واگذاری شده است (Okutan Nilsson, 2018). حقوق صاحبان سهام دریافت شده توسط SPAC شامل سهام غیرقابل معامله و کسری از گواهینامه حق خرید سهم‌ها و امتیازی تحت عنوان «سهام موسس» است (۲۰۲۰ Klausner et al,

اگر شرکت SPAC موفق به تأیید یک معامله نشود، حامی کل سرمایه‌گذاری خود را از دست خواهد داد. زیرا سهام و گواهینامه حق خرید سهم آنها بی‌ارزش می‌شود (Cumming et al, 2014). از این رو، برای کسب سود ناشی از سرمایه‌گذاری، الزاماً یک معامله پیشنهادی باید توسط سهامداران تأیید شود. به همین دلیل، بنیانگذاران SPAC به شدت برای بستن یک معامله انگیزه دارند. در غیر این صورت، تلاش آنها بدون مزد و فاقد جبران زحمات انجام گرفته خواهد بود (Schumacher, ۲۰۱۹). علاوه بر سهام موسسان، حامیان می‌توانند با خرید سهام اضافی، در هنگام IPO مشارکت داشته باشند.

حامیان SPAC به طور کلی در چهار دسته قرار می‌گیرند: (۱) مدیران اجرایی موفق که تمایل به خرید و تملیک در حوزه تخصصی و صنعت خود هستند؛ (۲) معامله‌گرانی که دارای شبکه‌های گسترده‌ای از مخاطبین هستند ولی بودجه لازم را ندارند؛ (۳) شرکت‌های عمومی که از این ابزار برای سرمایه‌گذاری در جریان معاملاتی که خارج از تمرکز اصلی آنهاست، بهره خواهند برد؛ (۴) مدیران سرمایه‌گذاری‌های جایگزین (برای مثال، مدیران صندوق‌های پوشش ریسک) که از SPAC به عنوان ابزاری برای سرمایه‌گذاری در جریان معاملاتی که خارج از تمرکز اصلی شرکت است، استفاده می‌کنند (Berger, ۲۰۰۸).

- سرمایه‌گذاران: اکثریت قریب به اتفاق سرمایه‌گذاری‌ها در SPAC تا به امروز از سوی سرمایه‌گذاران نهادی و اغلب صندوق‌های پوشش ریسک بسیار تخصصی، انجام شده است. سرمایه‌گذاران اصلی در SPAC، قبل از شناسایی شرکت هدف، سهام خود را خریداری می‌کنند. این سرمایه‌گذاران، باید به حامیانی اعتماد کنند که در امیدنامه اولیه این حامیان، محدودیتی برای بیان اهداف در سطح میزان معامله، ارزش‌گذاری، صنعت یا حتی معیارهای جغرافیایی وجود نداشته و بسیاری از این موارد در هنگام عرضه اولیه مشخص می‌شود. سرمایه‌گذاران دو دسته از اوراق بهادار را می‌توانند دریافت می‌کنند: سهام عادی و گواهینامه‌های حق خرید سهم؛ که برای آنها این امکان را فراهم می‌آورد که در آینده سهام را با قیمت مشخص خریداری کنند. گواهینامه‌های حق خرید سهم، عنصری حیاتی در قرارداد همسویی ریسک بین حامیان و سرمایه‌گذاران SPAC قلمداد می‌شوند.
- شرکت‌های هدف: شرکت‌های هدف در اکثر SPAC‌ها، شرکت‌های تازه تاسیسی هستند که فرآیند سرمایه‌گذاری خطرپذیر^۵ را طی کرده‌اند. شرکت‌ها در این مرحله معمولاً چندین گزینه را در نظر می‌گیرند: دنبال کردن یک IPO سنتی، انجام پذیره نویسی به صورت IPO مستقیم، فروش کسب‌وکار به یک شرکت دیگر (یا یک شرکت سهامی خاص)، یا افزایش سرمایه اضافه (معمولاً از طریق شرکت‌های سهام خصوصی، صندوق‌های پوشش ریسک، یا سایر سرمایه‌گذاران نهادی جذب سرمایه می‌شود). SPAC‌ها می‌توانند جایگزین جذابی برای گزینه‌های جذب سرمایه در دور آخر^۶ باشند. SPAC‌ها از انعطاف و تنظیم‌پذیری بسیار قابل توجهی برخوردار هستند و می‌توانند انواع مختلفی از ترکیبات را اجرایی کنند. اگرچه شرکت‌های هدف معمولاً یک شرکت خصوصی واحد هستند؛ حامیان ممکن است از ساختار SPAC، برای جمع‌آوری چندین شرکت هدف استفاده کنند. این امکان وجود دارد که حتی چندین SPAC با هم ترکیب شده تا یک شرکت را سهامی عام کنند.

۴- ساختار سرمایه

ساختار سرمایه SPAC شامل موارد ذیل می‌شود:

- واحدهای عمومی^۱: در یک SPAC-IPO معمولی، به سرمایه‌گذاران عمومی واحدهایی فروخته می‌شود که هر کدام شامل یک سهام عادی و کسری از گواهینامه حق خرید سهم عادی در آینده می‌شود.
- سهام: پس از IPO، واحدها قابل تفکیک شده و افراد می‌توانند واحدها، سهام یا کل گواهینامه حق خرید سهم را با هر اوراق بهاداری به صورت جداگانه در بورس اوراق بهادار معامله کنند. به سهام و گواهینامه‌های حق خرید سهم موجود در واحدهای فروخته شده به عموم به ترتیب، «سهام عمومی» و «گواهینامه‌های حق خرید سهم عمومی» و به سهام و گواهینامه‌های حق خرید سهم فروخته شده به حامی به ترتیب، «سهام مؤسس»^۱ و «گواهینامه حق خرید سهم مؤسس» گفته می‌شود. معمولاً سهام مؤسس معادل ۲۰٪ از کل سهام موجود پس از اتمام IPO خواهد بود. این سهام تحت عنوان «ترفیع»^۱ شناخته می‌شود.
- گواهینامه‌های حق خرید سهم: واحدهایی که به عموم فروخته می‌شوند، معمولاً شامل کسری از گواهینامه‌ها برای خرید یک سهم هستند، در حالی که حامی می‌تواند، گواهینامه‌های حق خرید سهم را به صورت کامل خریداری می‌کند. اخیراً، رایج‌ترین ساختار این بوده است که واحدهای فروخته شده در IPO شامل گواهینامه‌های حق خرید

1 Venture Capital
1 Late-round
1 Public Units
1 Founder Shares
1 Promote

5
6
7
8
9

سهام برای خرید کسری معادل نیم یا یک سوم بوده که نسبت کمتر در IPOهای بزرگتر معمولتر است. فارغ از نحوه عرضه این گواهینامه‌ها و ضریب تبدیل آنها، برای اعمال خرید سهام‌ها لازم است که یک گواهینامه کامل (و نه کسری از آن) موجود باشد.

۵- فرایند

SPACها در ایالات متحده، تحت قوانین «چک سفید» کمیسیون بورس و اوراق بهادار (SEC) عمل می‌کنند که به صادرکننده اجازه می‌دهد بدون افشای اطلاعات مربوط به هدف خود، وجوه لازم را جمع‌آوری کند. هر سهام عادی دارای یک حق رای است، در حالی که گواهینامه‌های حق خرید سهام از چنین حقی برخوردار نیستند. حامی بلافاصله قبل از عرضه اولیه سهام، گواهینامه‌های حق خرید سهام را در یک عرضه خصوصی خریداری می‌کند و درآمد حاصل از آن را در حساب امانی قرار می‌دهد.

اگر SPAC نتواند یک خرید را نهایی کند، گواهینامه‌های حق خرید سهام بی‌ارزش می‌شوند (Berger, 2008). با توجه به ساختار SPAC ها، فرایند خرید با یک محدودیت زمانی از پیش تعیین شده همراه است و مشخص می‌شود تا حداکثر چه زمانی باید معامله نهایی صورت گیرد؛ این ظرف زمانی برای بازار سهام در ایالات متحده، حداکثر ظرف ۲۴ ماه برای در نظر گرفته می‌شود (Dimitirova, 2017). تمدید این زمان، بدون تایید سهامداران مجاز نیست. قبل از SPAC-IPO شدن، بنیانگذاران SPAC اطلاعاتی را در امیدنامه ارائه می‌کنند که در چه حوزه‌های از صنعت یا کسب و کار و در کدام منطقه به دنبال یافتن شرکت هدف هستند (Kolb and Tykvoa, 2016). به طور معمول، اطلاعات بیشتری در امید نامه ارائه نمی‌شود، به این معنی که سرمایه‌گذاران عمومی، باید به تخصص، شهرت و تجربه قبلی بنیانگذاران تکیه کنند (Cumming et al, 2014). مستقیماً پس از SPAC-IPO حداقل ۹۰٪ از نقدینگی در یک حساب امانی (تراست) قرار می‌گیرد و تا زمانی که مدیریت SPAC، شرکت هدفی را پیدا کند، برای حساب مذکور نرخ بدون ریسک در نظر گرفته می‌شود. مبلغ باقیمانده، در وهله اول برای هزینه‌های مرتبط با فرایند پیدا کردن شرکت هدف استفاده می‌شود (Okutan Nilsson, 2018). اگر SPAC در یک بازه زمانی از پیش تعیین شده، به هدفی دست نیافته باشد، معمولاً SPAC از بین می‌رود. (Reddy, 2022) (Cumming et al, 2014).

زمانی که SPAC شرکت مورد نظر خود را پیدا می‌کند، معامله را به بازار اعلام می‌کند و یک بیانیه نیابتی به کمیسیون بورس و اوراق بهادار ارسال می‌کند تا از سهامداران رای‌گیری شود. اگر بیش از درصد از پیش تعیین شده (معمولاً ۳۰ تا ۴۰ درصد)، سهامداران رأی به «نه» دهند و از حقوق تبدیل خود استفاده کنند، معامله با شکست مواجه می‌شود. اگر سهامداران معامله پیشنهادی را تأیید کنند، دو گزینه برای تصمیم بعدی آنها وجود دارد: (۱) سهام خود را در شرکت جدید نگه داشته و یا اینکه (۲) در ازای ارزش سپرده‌گذاری شده در حساب امانی، باز خرید کنند (Jenkinson and sousa, 2011). اگر سرمایه‌گذار خاصی، جنبه مثبتی در معامله پیشنهادی را مشاهده نکند، این فرصت را دارند که به پیشنهادات رای منفی دهند و سرمایه اولیه خود را پس گیرند. اگر تمام خریدهای پیشنهادی توسط سرمایه‌گذاران رد شود، موجودیت شرکتی SPAC متوقف می‌شود و با بازگرداندن سرمایه جمع‌آوری شده از حساب امانی، SPAC منحل می‌شود. (Cumming et al, 2014) (Dimitrova, 2017) (Jenkinson and sousa, 2011). این ساختار با توجه به ریسک کم، کنترل بالا و بازده بالقوه قابل توجه می‌تواند توضیح دهد که چرا SPAC در بین سرمایه‌گذاران نهادی از محبوبیت بالایی برخوردار شده است (Cumming et al, 2014). برخلاف صندوق‌های سهام خصوصی، سهامداران عمومی می‌توانند اوراق بهادار خود را در بازار معامله کنند. واحدها، سهام عادی و گواهی‌ها همگی فهرست شده‌اند و در بورس آزادانه قابل معامله هستند.

در صورتی که وجوه موجود در حساب‌های امانی شرکت با هدف ویژه تملک، برای تملیک یک شرکت هدف ناکافی باشد، می‌توان سرمایه مورد نیاز را از طریق سرمایه‌گذاری خصوصی در سهام عمومی (PIPE) تأمین شود. سرمایه‌گذاری خصوصی در سهام عمومی، خریدار سهام قابل مبادله به صورت عمومی است و با تخفیف همراه است (Sjostrom, 2008). شرکت با هدف ویژه تملک، سهام اضافی صادر می‌کند که مستقیماً به بانک‌های سرمایه‌گذاری یا سایر سرمایه‌گذاران بزرگ فروخته می‌شود.

شرکت با هدف ویژه تملک، معامله را پس از دریافت تایید سهامداران به سرانجام می‌رساند. در این زمان، شرکت هدف در SPAC ادغام می‌شود و به یک شرکت سهامی عام تبدیل می‌شود. سرمایه‌گذاران ۲۰ درصد از سهامی را که در عرضه اولیه سهام جمع‌آوری می‌شود، به قیمت اسمی به حامیان اعطا می‌کنند. با این حال، این موضوع برای حامیان رایگان تمام نمی‌شود. در صورتی که SPAC نتواند یک تملیک را نهایی کند، هم «سرمایه‌در معرض خطر» و هم «ترفیع» متعلق به حامیان بی‌ارزش می‌شوند. سهام حامیان در بیشتر موارد، برای شش ماه تا یک سال پس از نهایی شدن تملیک، قفل می‌شود. گواهینامه‌های حق خرید سهم آنها نیز اغلب قفل می‌شود، اگرچه معمولاً دوره زمانی آن، کوتاه‌تر از قفل شدن سهام متعلق به آنها است. «سرمایه در معرض خطر» که معمولاً حدود ۳ درصد از درآمد حاصل از عرضه اولیه سهام را تشکیل می‌دهد، منافع حامیان SPAC را با منافع سرمایه‌گذاران آن همسو می‌کند و اگر تراست منحل شود، درآمد حاصل از گواهینامه‌ها بین سهامداران عمومی توزیع می‌شود و حامی سرمایه خود را از دست می‌دهد. سرمایه در معرض خطر حامی شامل سهام عرضه شده به صورت خصوصی و سهام بنیان‌گذاران است (Klausner et al, 2020).

8

مرحله	توضیحات
مرحله ۱ ساختار ابزار مالی مورد استفاده برای عرضه سهام عمومی	<ul style="list-style-type: none"> تزیق سرمایه توسط بنیانگذاران SPAC ثبت نام SPAC انتشار امیدنامه اطلاعات در مورد ساختار SPAC
مرحله ۲ عرضه اولیه سهام و شرکت‌های فهرست شده در بازار سهام	<ul style="list-style-type: none"> افزایش سرمایه از طریق عرضه اولیه در بورس یا عرضه‌های خصوصی واریز پول به حساب امانی یا تراست
مرحله ۳ اکتشاف بازار برای یک هدف عملیاتی	<ul style="list-style-type: none"> شناسایی شرکت هدف اعلام قصد ادغام تدارکات جهت اخذ رای سهامداران
مرحله ۴ ادغام یا انحلال	<ul style="list-style-type: none"> مجمع سهامداران برای تصویب یا رد پیشنهاد انحلال - در صورتی که در بازه زمانی مورد نیاز خرید قابل قبولی صورت نگیرد، وجه نقد بین سهامداران توزیع می‌شود. ادغام و اضافه شدن به فهرست بازار سهام در صورت اکتساب قابل انجام و مورد تایید سهامداران

شکل ۲- چرخه عمر یک شرکت با هدف ویژه تملک (Cumming et al, 2014)

در صورت تملک یک هدف توسط SPAC گروه جدیداً ایجاد شده، معمولاً به عنوان «اسپک‌زدایی» (Reddy, 2022) یا ترکیب کسب و کار شناخته می‌شود.

² Private Investment in Public Equity (PIPE)

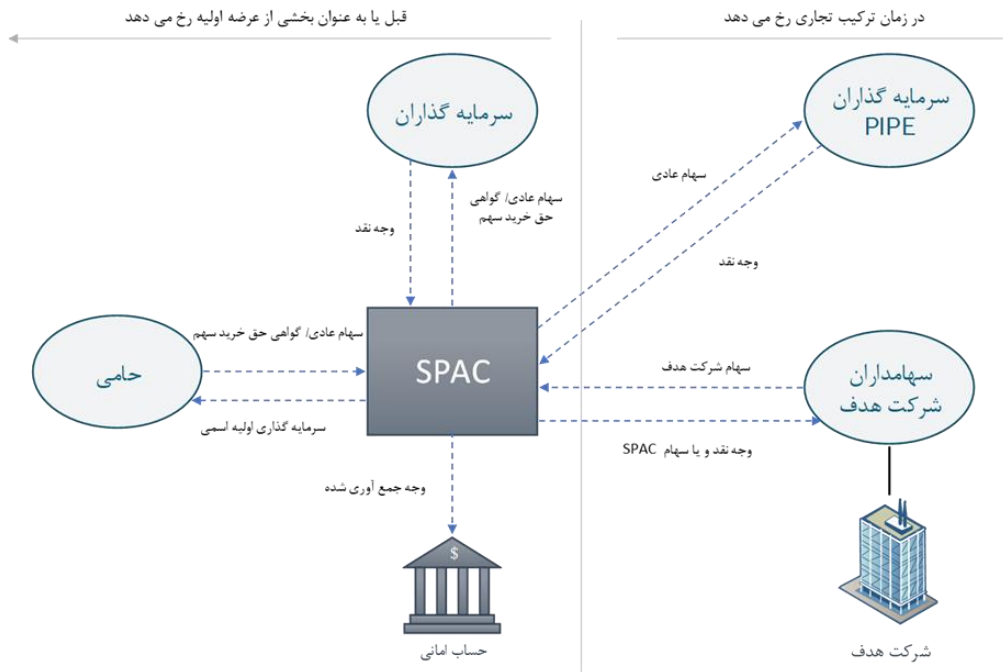
0

² Lock up

1

² de-SPAC

2



شکل ۳- ساختار SPAC

۶- مزایا

شرکت‌های با هدف ویژه تملک، پتانسیل عظیمی را به‌عنوان منبع تأمین مالی سرمایه اولیه به کارآفرینان بنگاه‌های کوچک و متوسط ارائه می‌دهند که دسترسی به سرمایه برای تأمین مالی کسب‌وکار خود را دشوار و گاه تقریباً غیرممکن می‌بینند. استفاده کارا از SPAC‌ها به عنوان یک وسیله توانمندسازی، می‌تواند انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری فعالانه سرمایه‌های غیرقابل دسترس در اقتصاد ایجاد کند (Marx et al, ۲۰۲۱).

برای سرمایه‌گذاران، SPAC‌ها به عنوان سرمایه‌گذاری جذابی تلقی می‌شوند که دارای پتانسیل زیان محدود (در صورت وجود) بوده و البته برخوردار از سود قابل توجهی در صورت ادغام موفق در IPO هستند. اکثر سرمایه‌گذاران در SPAC، صندوق‌های پوشش ریسک هستند که برای تمام سرمایه‌گذاری‌های خود نیاز به نقدینگی دارند و بنابراین توانایی سرمایه‌گذاری در یک صندوق سهام خصوصی را ندارند. سرمایه‌گذاران می‌توانند واحدها یا اجزای واحدها را معامله کنند. این انعطاف‌پذیری به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که بسته به تحمل ریسک، پروفایل سرمایه‌گذاری متفاوتی ایجاد کنند (Berger, ۲۰۰۸). بازه زمانی شش ماهه از اعلام تا تکمیل SPAC در مقایسه با IPOهای سنتی که معمولاً یک تا دو ساله است، می‌تواند گویای مزیت چابکی در استفاده از این ابزار باشد (Kolb and Tykova, ۲۰۱۶). تملیک توسط SPAC، برای شرکت هدف مورد نظر فرصتی را فراهم می‌سازد تا از برخی از تشریفات طاقت‌فرسای عرضه اولیه‌های سنتی اجتناب نمایند و منجر به فرصت‌های خروج برای سهامداران شرکت هدف شود؛ به ویژه در زمانی که هیچ خریدار استراتژیکی برای شرکت مورد نظر وجود ندارد. ضمناً برای شرکت هدف فضایی ایجاد می‌کند تا از تخصص مدیران (حامیان) شرکت‌های با هدف ویژه تملک بهره‌های لازم را ببرند (Berger, ۲۰۰۸).

برخی از محققین اشاره داشته‌اند که از جنبه هزینه‌های قانونی، SPACها دارای مزیت هستند. ادغام معکوس، از طریق SPACها به اندازه IPOها تحت بررسی دستگاه‌های نظارتی نیست و بنابراین هزینه‌های قانونی کمتری را تجربه می‌کنند (Cumming et al, 2014). شرکت‌های با هدف ویژه تملک مسیری کم‌هزینه و سریع‌تر برای تأمین مالی عمومی شرکت‌های خصوصی ارائه می‌کند (Boyer and Baigent, 2008). شرکت‌های با هدف ویژه تملک از نظر کارمزد مزایایی برای پذیره‌نویسان و سرمایه‌گذاران خطرپذیر دارند. در دوره‌هایی که ممکن است بازار عرضه اولیه سهام به ویژه قوی نباشد، SPACها می‌توانند درآمدی را برای بانک‌های سرمایه‌گذاری فراهم کنند (Boyer and Baigent, 2008).

SPACها برای مدت طولانی در کشورهای توسعه‌یافته به عنوان راهی برای سرمایه‌گذاران خرد تلقی می‌شدند که از طریق آن، منافع ورای پیش‌بینی قابل اکتساب بوده که با اکتفاء بر مهارت‌های نقش مدیریت این نهادها در زمینه شرکت‌یابی و هدف‌گیری و ارزش‌آفرینی فراهم می‌شد (Jenkinson and Sousa, 2011). یافته‌های اخیر گویای این است که بزرگترین سهامداران SPAC، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ هستند. تلاش‌های هماهنگی برای جذب سرمایه‌گذاران نه تنها نهادی، بلکه سرمایه‌گذاران خرد از طریق حامیان صورت می‌گیرد (Reddy, 2022).

مارکس و همکاران (2021) نشان داده‌اند که شرکت با هدف ویژه تملک، روشی نوآورانه جهت تقویت اقتصاد در بخش‌های خاص است. ضمناً این ابزار می‌تواند، فرصت طولانی مدت برای اشتغال‌زایی و تسهیلگری در دسترسی اقتصاد غیررسمی به منابع مالی مورد نیاز فراهم آورد (Marx et al, 2021). یافته‌های مارکس و دیگران (2021) نشان داده است در حالی که معیارهای مالی، نشان دهنده عملکرد ضعیف SPACها نسبت به برخی از معیارهای مالی سنتی در افریقای جنوبی است، ارزش افزوده غیر مالی نظیر اشتغال‌زایی و حل نوآورانه مشکلات در کمک به اقتصاد کشور افریقای جنوبی و سرمایه‌گذاری‌های آتی از طریق این ابزار نوین فراهم آورده شده است (Marx et al, 2021).

یکی از دلایل برای حمایت از عمومی شدن از طریق ابزار SPAC این است که ادغام معکوس، مسئولیت قانونی مشابه با IPOهای سنتی را ندارد (Coates, 2021). تسهیل مقررات، فضای بیشتری را برای سفته‌بازی باقی می‌گذارد؛ البته می‌تواند توسط بنیانگذاران SPAC مورد سوء استفاده قرار گیرد (Coates, 2021).

شرکت‌های با هدف ویژه تملک همچنین می‌توانند به طور مؤثری باعث توانمندسازی مجموعه وسیع‌تری از مدیران با استعداد شوند که ممکن است نتوانند در شرایط کنونی پیشرفت کنند؛ در نتیجه به طور مؤثر به مکانیزمی مولد برای توانمندسازی اقتصادی پایدار و گسترده در اقتصاد تبدیل می‌شوند (Marx et al, 2021).

«ارزشگذاری زیر قیمت» به عنوان پدیده‌ای به شدت قابل مطالعه‌ای در صنعت IPO در نظر گرفته می‌شود. بدین صورت که از لحاظ تاریخی، ادغام معکوس کمتر «ارزشگذاری زیر قیمت» را تجربه کرده که منجر به جذب ارزش بیشتر می‌شود، یا اگر از منظر هزینه به آن نگاه شود، در مقایسه با عرضه‌های عمومی اولیه سنتی هزینه‌های کمتری را به همراه خواهد داشت (Gleason et al, 2005) و ضمناً مورد استقبال بیشتر شرکت‌های هدف نیز قرار خواهد گرفت.

۷- معایب

در ساختار SPAC به صورت بالقوه، مشکلات کژمنشی ناشی از انگیزه‌ها به درستی هدایت‌نشده وجود دارد. ادغام از طریق SPAC بدون ریسک و مخاطره نخواهد بود. SPACها موانع ساختاری متعددی دارند که شرکت هدف، باید قبل از امضای توافق‌نامه قطعی آنها را درک کرده باشد. پس از امضای معامله، همیشه این خطر وجود دارد که سهامداران با معامله پیشنهادی حامی موافقت نکنند. بسیاری از مذاکرات بین SPAC و شرکت‌های هدف، به خاطر رقیق شدن سهام شکست می‌خورد. SPACها با دو شکل رقیق‌سازی سنگین مواجه هستند: گواهی‌نامه حق خرید سهم با ارزش ذاتی مثبت^{۲۴} و ترفیع حامیان

² In-the-money warrant

مالی (Berger, 2008). گواهینامه حق خرید سهم، زمانی دارای ارزش ذاتی مثبت است که قیمت اعمال کمتر از قیمت فعلی سهم باشد. فرآیند تأیید سهامداران معمولاً چهار تا شش ماه طول می‌کشد. در بازارهای پرنوسان، این خطر وجود دارد که معامله‌ای که در اعلامیه خوب به نظر می‌رسد، ممکن است در زمان رأی‌گیری از جذابیت کمتری برخوردار داشته باشد (Berger, 2008). معاملات تمام نقدی دشواری خود را دارد. هنگامی که یک SPAC وارد معامله‌ای می‌شود که در آن سهامدار در شرکت هدف در حال خروج و تبدیل سهام به پول نقد است، سرمایه‌گذاران، ارزش‌گذاری را با شک و تردید بیشتری در نظر می‌گیرند (Berger, 2008).

حامیان شرکت‌های با هدف ویژه تملک باید دقت کنند تا شرکت هدف خود را در مزایده‌ها انتخاب نکنند. اگر SPAC بالاترین قیمت را در میان پیشنهاد دهندگان برای یک شرکت هدف می‌پردازد، SPAC احتمالاً رشد قابل توجهی برای سهامداران خود باقی نگذاشته است.

برخلاف مزیت قبلاً اعلام شده SPACها در خصوص هزینه‌ها و کارمزدهای تراکنش نسبتاً کمتری در مقایسه با IPOهای سنتی، گزارش‌ها حاکی از آن است که هزینه‌های SPAC به طور متوسط، یک‌چهارم پول جمع‌آوری شده است و این مبلغ در حدود سه تا چهار برابر بیشتر از هزینه‌های مترادف برای یک IPO سنتی است. این رابطه هزینه بر، پیامد این موضوع است که مدیریت و حامیان ۲۰ درصد سهام را اساساً به صورت رایگان دریافت می‌کنند؛ در واقع این هزینه از طریق رقیق‌سازی به شرکت هدف منتقل می‌شود (Levine, 2020).

11

عملکرد ضعیف SPAC با این واقعیت توضیح داده می‌شود که شرکت‌هایی که از طریق SPAC وارد بازار عمومی می‌شوند، کیفیت پایین‌تری دارند، زیرا آنها از سطح بلوغ و سود کمتری برخوردار هستند (Kolb and Tykvoval, 2016).

کلانز و دیگران (2020) دریافتند که سهامداران قبل از ادغام، از جمله بنیانگذاران SPAC به طور متوسط ۱۱٫۶٪ بازدهی را کسب می‌کنند، در حالی که سهامداران پس از ادغام، به طور متوسط، سرمایه خود را از دست می‌دهند (Klausner et al., 2020). علاوه بر این، دیمیتروا (2017)، دریافت که شرکت‌های SPAC که برای رسیدن به ضرب‌الاجل تلاش می‌کنند بیشتر این وضعیت را تجربه می‌کنند و حتی بدتر از این وضعیت، شرکت‌هایی هستند که ادغام را زودتر از چارچوب زمانی اعلام شده محقق می‌کنند (Dimitrova, 2017). نتیجه با این واقعیت توضیح داده می‌شود که مدیریت انگیزه‌های قوی برای پیگیری خرید در آخرین لحظه دارد، اگرچه هدف از کیفیت پایینی برخوردار است؛ زیرا جایگزین آن انحلال شرکت و پایان دادن به جبران عملکرد است. به طور مشابه شوماخر (2019) استدلال می‌کند که در هنگام نزدیک شدن به تاریخ ضرب‌الاجل برای به سرانجام رساندن یک تملیک که مدیریت را در وضعیت انجام دادن معامله یا تعطیلی قرار می‌دهد، نقش مدیریت تحت فشار شدیدی قرار می‌گیرد (Schumacher, 2019). ضمناً انگیزه‌های قوی مدیریت برای تحقق یک معامله، سبب می‌شود احتمالاً یا بیش از حد به هدف پرداخته شود یا برای تأیید تملیک، از همه ابزارهای موجود برای متقاعد کردن سهامداران استفاده کند و این در حالی است که شرکت هدف ممکن است از کیفیت پایینی برخوردار باشد. زیرا که با توجه به ساختار SPAC، برای موفقیت در نهایی‌سازی تملیک، سهامداران SPAC باید آن را در یک فرآیند رأی‌گیری تأیید کنند. در نتیجه، ساختار مالی SPAC ممکن است مشکل‌گزینی را ایجاد کند، زیرا که مدیریت انگیزه بالایی برای موفقیت در یک ادغام قبل از موعد مقرر دارد تا به هزینه‌ای برای سرمایه‌گذاران عمومی و بدون غرامت برای خود تبدیل شود.

کلانز و دیگران ۴۷ شرکت با هدف ویژه تملک را بین سال‌های ۲۰۱۹ تا ژوئن ۲۰۲۰ تجزیه و تحلیل کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که در زمان ادغام، شرکت‌های با هدف ویژه تملک در مقایسه با عرضه اولیه سهم، حدود ۳۳٪ از ارزش خود را از دست داده‌اند (Klausner et al., 2020).

اگرچه مطالعات SPAC های خارج از ایالات متحده آمریکا محدود است، تعداد کمی از مطالعات جهانی SPAC، عملکرد کلی آنها را منفی نشان می‌دهد. طبق بررسی ایگناتیوا (۲۰۱۳) بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۱، نوزده شرکت با هدف ویژه تملک اروپایی، که موفق به خرید شرکت هدف شده، را مورد مطالعه قرار گرفته و نشان داده شده است که میانگین بازده تجمعی آنها ۱۱-٪ پس از شش ماه پس از ادغام و ۱۴،۴-٪ پس از یک سال است (Ignatyeva, ۲۰۱۳). کیم، با تجزیه و تحلیل ۵۷ شرکت با هدف ویژه تملک که وضعیت تملیک آنها بین سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۷ در کره جنوبی تکمیل شده است، مشخص کرد که میانگین بازدهی خرید و نگهداری شش ماهه ۲۲،۹۳-٪ (میانگین ۴،۲۴٪) است؛ اگرچه، با وجود بازده منفی، آنها مشخص کردند که در مقایسه با کل بازار سهام کره، تفاوت در بازده ناچیز بوده است (Kim, ۲۰۲۰). شرکت‌های خصوصی در کره جنوبی با اندازه‌های کوچک‌تر و مالکیت بیشتر برای سهامداران کنترل‌کننده، به جای انتخاب مسیر معمولی IPO، از طریق SPAC ادغام می‌شوند (Kim, ۲۰۲۰). سهامداران کنترل‌کننده سعی می‌کنند پس از عرضه عمومی از حقوق کنترلی خود محافظت کنند. کیفیت شرکت‌های ادغام SPAC در کره جنوبی، نسبت به شرکت‌های IPO سنتی ضعیف‌تر نبوده و این وضعیت، متفاوت از یافته‌های مطالعات قبلی مستقر در ایالات متحده است (Kim, ۲۰۲۰). علاوه بر این، اخیراً مارکس و دیگران، عملکرد شرکت‌های با هدف ویژه تملک را در آفریقای جنوبی بررسی کردند؛ یافته‌های آنها میانگین بازده منفی ۲۹،۹۵-٪ را در مقایسه با میانگین افزایش ۴۴،۷۰٪ شاخص کل بورس ژوهانسبورگ نشان می‌دهد. علاوه بر این، همانطور که مارکس و همکاران نشان می‌دهند، شاخص کل بورس ژوهانسبورگ ممکن است شاخص مناسبی برای مقایسه با شرکت‌های با هدف ویژه تملک نباشد. زیرا شرکت‌های فهرست شده در این شاخص دارای ویژگی‌های متفاوتی (در اندازه، بدهی و مرحله رشد) هستند (Marx et al, ۲۰۲۱). مشابهاً طبق یافته‌های دیمیترووا با توجه به در نظر گرفتن بازده غیرعادی بلندمدت، SPAC ها با عملکرد ضعیف شدیدی در مقایسه با بازار، صنعت و IPO های قابل مقایسه همراه هستند (Dimitirova, ۲۰۱۷). دیمیترووا بر عملکرد SPAC پس از ادغام در بازار ایالات متحده بین سال‌های ۲۰۰۴ و ۲۰۰۹ تمرکز دارد. این مطالعه نشان می‌دهد که SPAC ها با بازدهی غیرعادی ۶۴-، ۵۶- و ۶۶- درصد در طی یک دوره دو ساله عملکرد ضعیفی در بازار داشتند که به ترتیب، برای اندازه، صنعت و عرضه‌های عمومی تنظیم شده بود و نه تنها بازده تعدیل شده SPAC بدتر عمل می‌کند، بلکه عملکرد عملیاتی را نیز در بر می‌گیرد (Dimitirova, ۲۰۱۷). بویر و بایجنت (۲۰۰۸) میانگین بازده یک روزه را برای ۸۷ شرکت با هدف ویژه تملک تجزیه و تحلیل کردند و میانگین بازدهی ۱،۲۳ درصدی را گزارش کردند که در مقایسه با متوسط بازده یک روزه ۲۶ درصدی در عرضه اولیه شرکت‌های معیار قرار گرفته، نسبتاً ناچیز است (Boyer and Baigent, ۲۰۰۸).

۸- کاربرد در عمل

کلازرن و دیگران پیشنهاد می‌کنند که SPAC هایی با حامیان با کیفیت بالا بهتر از SPAC هایی با حامیان با کیفیت پایین عمل می‌کنند (Klausner et al, ۲۰۲۰). یافته‌های آنها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که مدیریت با کیفیت بالایی دارند، به‌طور متوسط بازدهی ۱۲ ماهه ۶- درصد را در مقایسه با بازدهی ۵۷- درصدی برای شرکت‌های فاقد کیفیت انجام می‌دهند. این نتیجه تا حدی با این واقعیت توضیح داده می‌شود که مدیریت با تجربه‌تر، می‌تواند موجب شکل گرفتن نهاد بهتری پس از ادغام از طریق انجام معامله‌های بهتر و مذاکره‌های سخت‌تر و پیچیده‌تر با شرکت هدف حاصل شود. علاوه بر این شوماخر استدلال می‌کند که وقتی مدیریت از سطح بالایی از تخصص و دانش برخوردار باشد، سرمایه‌گذاران با تصمیمات مدیریت SPAC احساس امنیت بیشتری می‌کنند (Schumacher, ۲۰۱۹). افزایش تجربه، به نوبه خود، منجر به تعداد بیشتری از خریدهای تکمیل شده می‌شود، زیرا احتمال حمایت سرمایه‌گذاران از تصمیم مدیریت در چنین مواردی بیشتر می‌شود.

شوماخر همچنین تأکید می‌کند که با توجه به افزایش اعتماد به مدیریت، سرمایه‌گذاران کمتری از SPAC خارج می‌شوند و قبل از تکمیل تملیک، سرمایه‌گذاری بیشتر مورد درخواست قرار می‌گیرد، که ممکن است تأثیرات مثبتی داشته باشد. در سوی دیگر، مطالعات کامینگ و همکاران (۲۰۱۴) نشان داد که SPAC با مدیریت مجرب، احتمال موفقیت در معامله را افزایش نمی‌دهد. در واقع، نتایج حاکی از موارد متضاد است. همچنین یافته‌ها، رابطه منفی بین سن مدیران و احتمال تایید را نشان می‌دهد. این رابطه با انگیزه ثروت توضیح داده می‌شود که در آن مدیران مسن‌تر قبلاً ثروت انباشته داشته و بدین ترتیب، از انگیزه‌های مالی مشابهی در قیاس با مدیران جوان‌تر جهت دریافت تأیید معامله برخوردار نیستند (Cumming et al, 2014). رودریگوئز و استیگمولر بیان می‌کنند که شرکت‌های هدف، از نظر تاریخی از آسیب به شهرت خود می‌ترسیدند. آنها معتقدند مقررات مربوط به SPACها کافی نیستند و بنابراین این شرکت‌ها نمی‌توانند اطمینان حاصل کنند که اگر مدیران SPAC مطابق با سیاست‌های شرکت هدف عمل نکنند، اعتبار آنها دست نخورده باقی ماند. بر این اساس، اگر مدیران SPAC قصد دارند در کسب و کار SPAC باقی بمانند، انگیزه برای حفظ شهرت قوی در بازار دارند (Rodrigues and Stegemoller, 2014).

۹- بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نوآورانه بودن ابزار SPAC، در کشور ایران هنوز تحقیقاتی مبنی بر شناسایی، ابزارسازی و بومی‌سازی این برای این ابزار انجام نشده است. تحقیقات در سایر کشورها، نیز با توجه به مدرن و تازگی آن بسیار کم است. برخلاف IPO های معمولی که در آن سرمایه‌گذاران بالقوه می‌توانند ارزیابی خود را بر اساس عملکرد گذشته یک شرکت انجام دهند، SPAC-IPO با ریسک بیشتری مواجه بوده و به شدت به اعتبار حامی آن متکی هستند و به نوعی می‌توان اهمیت سرمایه اجتماعی برای موفقیت این ابزار جدید مالی تأکید کرد. (Haniffa et al, 2022) با توجه به نحوه شکل‌گیری منافع برای ذی‌نفعان، استفاده از کلیه منابع برای ایجاد ارزش برای سهامداران در این ابزار مالی زمان می‌برد. در راستای تحقق اهداف این ابزار، تعهددهی از طرف حامیان SPAC برای حصول اطمینان از تبدیل به موقع منابع سازمانی برای دستیابی به نتایج ملموس و موفقیت کسب و کار ترکیبی ضروری است. لذا حامیان به عنوان رکن تأثیرگذار در این نهاد می‌توانند از دانش تخصصی خود در حوزه صنعت استفاده کرده و با توانایی بهتری که برای برنامه ریزی دارند جهت ایجاد ارزش پایدارسازی اقدام کنند. این رکن، همچنین در کاستن ریسک‌های احتمالی و حداکثرسازی ارزش شرکت در بلندمدت می‌تواند نقش موثری ایفا نمایند. در مراحل شکل‌دهی SPAC، شامل انتخاب هدف، راهبری و به موفقیت رساندن شرکت هدف (ترکیب کسب و کار شکل گرفته)؛ عوامل متعددی از جمله حوزه صنعت، سرمایه اجتماعی حامی، شبکه سازی حامی و دسترسی به افراد تأثیرگذار در صنعت موثر است. لذا با توجه به نیاز جدی تأمین مالی شرکت‌های متوسط و کوچک دانش‌بنیان و فناور در ایران، این ابزار مالی می‌تواند نسخه‌ای مطلوب در جهت از بین بردن این شکاف تلقی شود. پیشنهاد می‌شود که معایب و مزایای این ابزار که در کشورهای دیگر تجربه شده است، در نظر گرفته شود. ضمناً توصیه می‌شود از طریق متناسب‌سازی و بومی‌سازی در طراحی این ابزار، شرایط استفاده هر چه مطلوبتر از مزایای این ابزار بر چالش‌های آن برتری یافته و با رفع موانع مقرراتی و محیطی، شرایط استفاده از این روش نوآورانه تأمین مالی هر چه سریع‌تر عملیاتی گردد تا ذی‌نفعان از جمله کارآفرینان، فناوران و سرمایه‌گذاران خرد و نهادهای بتوانند دغدغه‌ها و نیازهای خود را برطرف کرده و از منافع حاصله از جاری‌سازی این ابزار استفاده نمایند. راهکاری برای کنترل تعادل بین عرضه و تقاضا چه از سمت SPAC و چه از سمت شرکت‌های هدف، از همان بدو بکارگیری این ابزار می‌تواند در تحقق مناسب‌تر منافع پیش‌بینی‌شده و پیش‌بینی‌نشده کمک‌کننده باشد.

منابع

- Adjei, F., Cyree, K. B., & Walker, M. M. (2008). **The determinants and survival of reverse mergers vs IPOs**. *Journal of Economics and Finance*, 32(2), 176-194.
- Berger, R. (2008). **SPACs: An alternative way to access the public markets**. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), 68-75.
- Blomkvist, M., & Vulcanovic, M. (2020). **SPAC IPO waves**. *Economics Letters*, 197, 109645.
- Boyer, C. M., & Baigent, G. G. (2008). **SPACs as alternative investments: An examination of performance and factors that drive prices**. *The Journal of Private Equity*, 11(3), 8-15.
- Castelli, T. (2009). **Not guilty by association: Why the taint of their blank check predecessors should not stunt the growth of modern special purpose acquisition companies**. *BCL Rev.*, 50, 237.
- Coates, J. (2021). **Spacs, ipos and liability risk under the securities law**. SEC Public Statement, 8.
- Cumming, D.; Haß, L. H.; & Schweizer, D. (2014). **The fast track IPO—Success factors for taking firms public with SPACs**. *Journal of Banking & Finance*, 47, 198-213.
- Dimitrova, L. (2017). **Perverse incentives of special purpose acquisition companies, the “poor man's private equity funds”**. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 99-120.
- Espinasse, P. (2011). **IPO: A global guide**. Hong Kong University Press.
- Gleason, K. C., Rosenthal, L., & Wiggins III, R. A. (2005). **Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers**. *Journal of Corporate Finance*, 12(1), 54-79.
- Haniffa, R., Hudaib, M., & Nawaz, T. (2022). **The Value of Social Capital for the Success of SPAC IPOs**. *International Journal of Financial Studies*, 10(2), 31.
- Heyman, D. K. (2007). **From blank check to SPAC: the regulator's response to the market, and the market's response to the regulation**. *Entrepreneurial Bus. LJ*, 2, 531.
- Ignatyeva, E. R. (2013). **Analyzing European SPACs**. *The Journal of Private Equity*, 17(1), pp. 64-79.
- Jenkinson, T., & Sousa, M. (2011). **Why SPAC investors should listen to the market**. *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 21(2).
- Jooste, R. (2019). **Are SPACs going to take off? Watch this space**. *Daily Maverick*, pp. 1–5, 28 November 2019.
- Kim, H. K. (2020). **Going public through mergers with special purpose acquisition companies**. *International Review of Finance*, 1, 1-27.
- Klausner, M.; Ohlrogge, M.; & Ruan, E. (2020). **A sober look at SPACs**. *Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Stanford Law and Economics Olin Working Paper*, (559), 20-48.
- Kolb, J., & Tykvová, T. (2014). **Special Purpose Acquisition Companies—Are they an Alternative to IPOs?** Available at SSRN.
- Kolb, J., & Tykvova, T. (2016). **Going public via special purpose acquisition companies: Frogs do not turn into princes**. *Journal of Corporate Finance*, 40, 80-96.
- Lakicevic, M., & Vulcanovic, M. . (2013). **A story on SPACs**. *Managerial Finance*.
- Lakicevic, M.; Shachmurov Y. & Vulcanovic, M., . (2014). **Institutional Changes of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs)**. *The North American Journal of Economics and Finance*, Volume 28, pp. 149-169.
- Layne, R., Lenahan, B., Bokosha, T., Boxwala, M., & Swartz, Z. (2018). **Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction**. In *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.-2020.-[Электронный ресурс].-Режим доступа: <https://corpgov.law.harvard.e>
- Levine, M. (2020). **(SPACs Aren't Cheaper Than IPOs Yet**. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-07-27/spacs-aren-t-cheaper-than-ipos-yet>

- Marx, B., Haji, A. M., Botha, I., Madikizela, B., & Madiba, T. (2021). **Special purpose acquisition companies as a vehicle for providing venture capital to small and medium size enterprise.** Journal of Economic and Financial Sciences, 14(1), 9.
- Murray, J. (2017). **Innovation, imitation and regulation in finance: The evolution of special purpose acquisition corporations.** Review of Integrative Business and Economics Research 6(2), 1–27.
- Okutan Nilsson, G. (2018). **Incentive structure of special purpose acquisition companies.** European business organization law review, 19(2). 253-274.
- Reddy, B. V. (2022). **Warning the UK on Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): great for Wall Street but a nightmare on Main Street.** Journal of Corporate Law Studies, 1-44.
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2012). **Exit, voice, and reputation: the evolution of SPACs.** Del. J. Corp. L.
- Rodrigues, U., & Stegemoller, M. (2014). **What all-cash companies tell us about IPOs and acquisitions.** Journal of Corporate Finance, 29, 111-121.
- Schumacher, B. (2019). **A New Development in Private Equity: The Rise and Progression of Special Purpose Acquisition Companies in Europe and Asia.** Nw. J. Int'l L. & Bus., 40, 391.
- Shachmurove, Y., & Vulcanovic, M. (2017). **SPAC IPOs.** Specified purpose acquisition company IPOs. in D. C. Johan, The Oxford Handbook of IPOs. Oxford University Press
- Shachmurove, Yochanan; Vulcanovic, Milos. (2018). **Specified purpose acquisition company IPOs.** Specified purpose acquisition company IPOs. in D. C. Johan, The Oxford Handbook of IPOs. Oxford University Press 301.
- Sjostrom, W. (2008). **The truth about reverse mergers.** Entrepreneurial Business Law Journal, 2(2), 743-759.
- Vulanovic, M. (2017). **SPACs: Post-merger survival.** Managerial Finance.