

المحور الثالث*: التركيب المالي وإعادة الهيكلة

يتلزم التركيب المالي مع إعادة الهيكلة، بحيث يقدم التركيب المالي كمجموعة من التقنيات أو الآليات التي تسمح بجمع الأموال (أو الموارد) بطريقة غير تقليدية من أجل خدمة هدف أو مشروع معين، لا تتحقق فيه الأمثلية بوسائل التمويل التقليدية، ناهيك عن أن هذا المشروع بحد ذاته ليس تقليديا، فهو لا ينطوي على عملية اقتناء بسيطة لأي نوع من الأصول، وإنما يتطلب بدوره مهارات مختلفة. وغالبا ما يتم بناء محفظة التمويل المهيكلة والمركبة من أجل إعادة هيكلة أصول وشركات قائمة بالتركيب (الانتقال من الجزء إلى الكل الأضخم مثل عمليات الاندماج) أو بالتقسيم (الانتقال من الكل إلى الجزء مثل عمليات التخلي عن الشركات)، وذلك بهدف تعظيم القيمة وتحسين الأداء مقارنة بوضعها الطبيعي قبل الهيكلة. يمكن القول أن التركيب المالي يهدف إلى تحقيق الأمثلية للميزانية، بحساباتها طويلة الأجل أو تلك القصيرة، عندما يتعلق الأمر بإدارة الخزينة.

1- التركيب المالي :

التركيب المالي هو عملية معقدة تجمع بين الفن والذكاء، تسمح بجمع عدة تقنيات لاستخدامها في تحقيق هدف مالي محدد، يكون هذا الهدف متعلقا بطبيعة متخذ القرار وبالمحيط الذي يعمل فيه (التنظيم، الثقافة، حالة السوق المالي وغيرها من العوامل) ويجدوى الفكرة المقترحة للتركيب. يمكن لهذه الأهداف أن تشمل التوسع والنمو من خلال الحصول على شركة أو مجموعة من الشركات؛ القيام بذلك بجهد مالي أقل؛ إعادة هيكلة شركة تعاني من صعوبات من أجل تحقيق فائض القيمة الكامن في هذه العملية؛ تمويل مشاريع استثمارية؛ التقليل من التكاليف المالية على المدى القصير والمتوسط؛ إدارة مخاطر محددة للتقليل منها (خطر الصرف ، خطر تقلبات أسعار السلع الأساسية....)؛ التصدي للعمليات العدائية من المنافسين؛ الاستفادة من الربح المطلق (تحقيق فوائض قيمة على عمليات غير حقيقية). علما أن هذه الأهداف لا تصاغ وتنفذ بشكل منفصل وإنما تكون جزءا من استراتيجية شاملة ، سواء تعلق الأمر بالاستراتيجية المالية أو باستراتيجية الشركة ككل، كما أن كل هذه الأهداف سوف تؤدي في الأخير – من خلال ترجمتها إلى قيمة مالية – إلى الهدف الأساسي المتمثل في خلق القيمة.

كل عملية تركيب مالي يجب أن تكون مسبقة بتحليل استراتيجي عميق لتحليل وتقييم الفرص والتهديدات ، تتمثل الفرص غالبا في إمكانيات النمو والتوسع من خلال الأسواق والحصص السوقية أو من خلال العقود الجديدة؛ فرص المراجعة المالية ؛ فرص تحقيق مكاسب من الانتاجية ؛ فرص الاستثمار؛ وفرص البيع أو التنازل بأسعار مناسبة. أما المخاطر والتهديدات فهي متعددة : تجارية وتنافسية ومالية واستراتيجية بشكل أدق ، يمكن أن تشمل مخاطر : العروض العامة للشراء أو التبادل ذات الطابع العدائي من المنافسين؛ مخاطر الافلاس ؛ مخاطر تخفيف السيطرة ؛ مخاطر دخول المتعاملين الجدد إلى الأسواق المشبعة؛ مخاطر مغادرة أحد المسيرين أو وفاة أحد

* المحور مستمد بشكل كلي من : عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر

المساهمين بشكل مفاجئ. وسوف يرتبط نجاح أي تركيب مالي بسهولة التنفيذ وبساطة التصميم ونسبة تحقيق الأهداف والمدة المنقضية للتنفيذ.

يعد اختيار الهيكل المالي (مصدر أو عدة مصادر للتمويل) أمرا غاية في الأهمية ضمن هذا السياق، ويظهر أكثر من تركيب مالي في هذا المجال. الجدول الموالي يلخص لأهم أنواع التركيب المالي:

جدول رقم 01: أنواع التركيب المالي

أمثلة	نوع التركيب المالي
" رأس المال الاستثماري " بكل مكوناته بما فيها رأس المال المخاطر، عمليات الشراء بالدين LBO ، تجميع رؤوس الاموال في الأسواق المالية (الاستثمار المؤسسي).	تركيب مرتبط بالشركات غير المدرجة في السوق المالي ومخصص لحالات فتح رأس المال للاكتتاب: التمويل المركب
التوريق ، Défaillance	تركيب مرتبط بتمويل المشاريع والأصول : (التمويل المهيكل)
الدخول إلى البورصة (العرض العمومي Initial Public Offering) ، حيث يعد الإدراج مسألة معقدة تنقل الشركة إلى وضع منفتح على السوق، ويتيح لها بدائل تمويلية مستحدثة متنوعة.	تركيب مرتبط بالانفاذ إلى الأسواق المالية وعمليات السوق
اللجوء إلى القرض السندي.	
التمويل الهجين.	
الاستحواذ ، الاندماج، التنازل على الاصول او النشاطات.	تركيب مرتبط بإعادة الهيكلة
تصميم وتنفيذ عمليات إعادة هيكلة أخرى.	
تمويل عمليات الحصول على الشركات التي تعاني من صعوبات مالية.	
تحقيق أمثلية الخزينة على المدى القصير.	التركيب المالي البسيط
استخدام المشتقات المالية والمحافظ المالية والاستراتيجيات المركبة في الاسواق المالية (الإدارة المؤشرية، التحصين، وغيرها) للتغطية.	التركيب المالي لغرض إدارة المخاطر
أمثلية السيطرة على شركة أو عدة شركات من خلال إنشاء شركة قابضة مالية.	التركيب المالي لتحقيق الأمثلية
أمثلية مخطط التمويل في : عمليات الخصخصة ؛ في عمليات قائمة على الرفع المالي، وغيرها .	

المصدر: عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر، ص 54.

2- إعادة الهيكلة:

تعني إعادة هيكلة الشركات عملية تعديل أو تغيير في العمليات أو في أسلوب الإدارة (عقود الإدارة) أو في هيكل رأس المال أو في شكل الملكية بصورة غير اعتيادية خارج التسيير العادي للشركة. الاندماج على سبيل المثال أسلوب قديم من أساليب إعادة الهيكلة، ولكنه أسلوب ينطوي على عمليات الهندسة المالية، وقد عده الكاتب "منير ابراهيم هندي" المجال الذي يقود الادارة المالية حديثا ... بعد ان جفت منابع النظريات الحديثة في الاستثمار ومصادر التمويل. إن عمليات الاندماج والاستحواذ وإعادة الهيكلة تتطلب من أجل التركيب ثم التشغيل (تنفيذ التركيب) الكثير من المهارات، ولكنها تشكل أداة مفيدة لخدمة النمو. ونظرا لأهمية هذه العمليات فيمكن أن تسجل ضمن منطق تطور الاستراتيجيات المالية أو الاستراتيجيات الإدارية في مستوى أعلى وأشمل، لأن " السيطرة " هي محور العلاقات بين الأطراف ذات المصلحة وتحديدا المساهمين، المسيرين ، والدائنين ، وهي التي تتحكم في العمليات على رأس المال والاستنادة والاعتماد على الاوراق المالية الهجينة (نظرية الوكالة).

بما ان العمليات التي يمكن تسميتها جميعا بإعادة الهيكلة تندرج ضمن استراتيجية التثمين المالي لرأس المال في ظل محيط دائم التغيير، فهي بمثابة " مالية على المقاس، متخصصة" ، أي تصميم حلول مالية من خلال الهندسة المالية وفق المتطلبات الخاصة بكل شركة.

إعادة الهيكلة هي أيضا عملية تفكيك جزئي (التخلي والانفصال والبيع ...) أو إعادة تنظيم الشركة بغرض جعلها أكثر ربحية . بشكل عام إعادة الهيكلة ضمن قسمين: إعادة الهيكلة المادية وإعادة هيكلة رأس المال، والتي تشير إلى التغيير في هيكل رأس المال. إعادة هيكلة رأس المال هي أيضا تغيير هيكل رأسمال الشركة كرد فعل لظروف العمل المتغيرة ، أو كوسيلة لتمويل خطط نمو الشركة. ينصرف الشق الأول في التعريف إلى الضرورة لإعادة الهيكلة الناتجة عن وجود خلل ما (مالي أو اقتصادي/ وجود ضائقة)؛ بينما يشير الشق الثاني إلى الضرورة التي تتطلبها عملية النمو والتوسع (وجود وضع مريح يحتاج فقط إلى اختيار أفضل الحلول للانتقال من وضع إلى آخر سواء بالتركيب أو التفكيك).

تتضمن إعادة الهيكلة المالية للشركات مجموعة من الاجراءات التي يجب القيام بها داخل الشركة وخارجها. تشمل الاجراءات المتخذة داخل الشركة بشكل اساسي ماييلي (في حالة شركات تعاني من ضائقة مالية):

- تحديد مشكلة السيولة؛
- إعداد مخطط مالي داخلي يشمل مخطط خزينة قصيرة الأجل ومخطط ربحية متوسطة وطويلة الاجل؛
- جودة استراتيجية المفاوضات مع مجموعة البنوك : ماذا نقدم ولمن وتحت أي شروط؛
- تقديم اقتراح أولي لطرحة على مجموعة المؤسسات المالية.

تهدف الاجراءات الخارجية التي تنطوي عليها عملية إعادة الهيكلة المالية إلى تحقيق الاتفاقات بين الأطراف ، من خلال تحديد المفاوضات والمحكمين المحتملين ، وتعيين خبراء في المسائل التقنية والقانونية ، وإنشاء آليات مراقبة لضمان الالتزام بالاتفاقيات.

2-1- أسباب إعادة الهيكلة :

2-1-1- أسباب إعادة الهيكلة الخاصة بالشركة وبيئة الأعمال:

† طرق السيطرة التي تعد نوعا من إعادة الهيكلة للشركة ككل ، عبر إعادة هيكلة رأس المال: التملك (التملك بالاندماج، التملك بشراء الاسهم، التملك بشراء الأصول)؛ التصويت للتخلص من الإدارة ؛ التحول إلى شركة خاصة.

يمكن تلخيص أهم المشاكل أو المتطلبات التي تؤثر على نشاط الشركة وحيويتها ووجودها في بيئة الأعمال ، والتي تتطلب غالبا إعادة هيكلة لتحسين الأداء والعمليات، على النحو التالي:

- مشاكل متعلقة بكفاءة الإدارة، مشاكل التخزين والتسويق والمنافسة وارتفاع التكاليف، مشاكل العمال والإنتاجية والكفاءة ؛
- مشاكل متعلقة بالتدفقات النقدية ووجود عجز وعدم توازن؛
- انخفاض رأس المال العامل وعدم مناسبة معدل العائد السنوي على رأس المال المستثمر؛
- تآكل الأموال الخاصة بسبب استمرار تراكم الخسائر؛
- زيادة حجم الديون المتعثرة للبنوك والدائنين وضغط الفوائد بشكل يؤثر على نتيجة الاستغلال؛
- مشاكل متعلقة بتغيرات مستقبلية متوقعة كعدم تناسب الموارد المالية مع التوسع والنمو أو ظهور منافسين من الصعب الصمود أمامهم بالوضع الحالي؛
- التركيز على الأعمال الأساسية وتطوير التعاضدية؛
- احتواء الوحدات غير الناجحة.

2-1-2- أسباب إعادة الهيكلة المتعلقة بالتطورات على صعيد دولي:

تتمثل هذه الأسباب غالبا في :

- تدويل الإنتاج وعولمة الأنشطة الاقتصادية أسهم في تزايد عمليات إعادة الهيكلة، لأن البقاء والاستمرارية في السوق أصبح مرهونا بقدرة المنتجين على تخفيض التكاليف وتحسين الجودة (عمالة أقل على مستوى الإنتاج والإدارة)؛
- التغيير في السياسات المالية والحكومية مثل إلغاء القيود والرقابة أدى إلى دفع العديد من الشركات إلى البحث عن أسواق جديدة؛
- تحفيز تكنولوجيا المعلومات والاتصال الشركات على تبني تكنولوجيا حديثة من أجل دعم التطور التكنولوجي للشركة؛
- التقسيم غير العقلاني أو غير المبرر للشركة إلى وحدات صغيرة؛
- الحاجة إلى تقليل المخاطر من خلال التنوع؛
- تسهيل التكامل الأفقي والرأسي للقضاء على المنافسة.

2-2- أساليب إعادة الهيكلة :

2-2-1- الحالة الأولى – حالة الشركات المتعثرة (ضائقة مالية) - : قد تعاني الشركات من ضغوطات مالية تتطلب منها عملية إعادة هيكلة مالية لتجنب وضعية الإفلاس . تحتاج الشركة إلى عملية إعادة هيكلة عندما تواجه حالة ضائقة اقتصادية و/أو مالية، وتتعرض الشركة لضائقة عندما يكون التدفق النقدي الحر (أو المتاح) الناتج غير كاف لتغطية مدفوعات الديون المستحقة (المتمثلة في خدمة الديون أي المصاريف المالية واهتلاك أصل الدين أي الأقساط التي يتوجب دفعها). لذلك فإن إعادة الهيكلة هي عملية تفاوضية حيث تقوم الشركة من خلالها بتحسين العمليات وتكييف جانب المدفوعات المالية والتجارية مع قدرتها على توليد التدفق النقدي. يمكن لعملية إعادة الهيكلة أن تتم من خلال:

- إعادة جدولة وإسقاط الديون (اتباع قواعد مالية صارمة عند تصميم وتنفيذ خطة إعادة الهيكلة المالية)؛
- إعادة رسملة رأس المال بأموال جديدة (إلغاء الديون مقابل حقوق ملكية أي تحويل الديون إلى مساهمات في رأس المال)؛
- رفع رأس المال الشركات التابعة التي تحتاج إلى أموال إضافية؛
- التغيير في حركة التدفقات النقدية.

2-2-2- الحالة الثانية – حالة الشركات غير المتعثرة - : إعادة الهيكلة المالية - في هذه الحالة - هي إعادة تنظيم أصول وخصوم الشركة، غالباً ما ترتبط العملية بإعادة هيكلة الشركة ككل، حيث يتم تجديد الهيكل العام للشركة وعملياتها. تمر معظم الشركات بحالة إعادة الهيكلة المالية في مرحلة ما، ولكن ليس بالضرورة في حالة وجود ضغوطات مالية دائماً (الحالة التي تحاول فيها الشركة إعادة التفاوض مع الدائنين لتخفيض أو إلغاء بعض الديون والأعباء أو تعدي لشروط السداد (الفوائد) أو تمديد جدول السداد).
أهم الخيارات المتاحة لإعادة الهيكلة :

- عمليات الاستحواذ: الشراء، الاندماج، السيطرة ؛
- عمليات التخلي: البيع ، الانفصال، وتخفيض الحجم بتقسيم الشركة الواحدة إلى شركات مستقلة؛
- عمليات أخرى : الشراء باستخدام الرفع ، الخصخصة الدخول الى السوق المالي، مبادلة الدين بحقوق الملكية أو إعادة الرسملة، زيادة رأس المال من خلال الشراكة الاستراتيجية في رأس المال الاستثماري.