



GIEM



CEO

BoD

CFO

على رفعة الشَّطرنج: المدير المالي ينفذ ومجاسن الإدارة يراها

بيع شركات التكنولوجيا الكبرى لأسهمها بعد الارتفاع الكبير في أسعارها

محاسبة احترافية بجهد أقل

بروكلي يتولى دفاتر المحاسبة حتى تتفرغ الإدارة للأعمال، مع تقارير فورية وامتنال كامل للمعايير الدولية ومرونة تتوافق مع طريقة عمل شركتك فعلياً.



النمو

نظام يكبر معك؛ يُحدَّث باستمرار دون تكاليف إضافية. مع توسع عملك، تضيف براسيكم وحدات: مسترد، أرغولا، كيل، دون الحاجة إلى ترحيل أو مورّد جديد.

يستوفي المعايير الدولية

IFRS، IAS، GAAP و FAS قريباً. إضافة لحسابات الزكاة والضرائب والربط الإلكتروني.

المرونة

دليل حسابات غير محدود، قوالب متعددة، قيود مركبة، ترحيل الحسابات - بروكلي يتكيّف مع عمل شركتك فعلياً

اللغة

العربية في الصادرة، لا إضافة، ثنائي اللغة على مستوى البيانات. دليل الحسابات والتقارير وكامل الواجهة بالعربية مع دعم كامل للاتجاه من اليمين إلى اليسار، لا طبقة ترجمة مضافة.

على رقعة الشطرنج: المدير المالي ينفذ ومجلس الإدارة يراهن بيع شركات التكنولوجيا الكبرى لأسهمها بعد الارتفاع الكبير في أسعارها (سيناريوهات)

د. سامر مظهر قنطقجي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية



@ FB , LinkedIn , Youtube

تتدفق أموال طائلة من المستثمرين إلى شركات التكنولوجيا الكبرى عبر بيع أسهمها وسنداتها، ثم تعيد هذه الشركات ضخ هذه الأموال في الاقتصاد الحقيقي. فهل اكتشفت هذه الشركات حقيقة جديدة: أن الاقتصاد يستفيد، بينما قد لا يستفيد المستثمرون؟

هل يتم إعادة تشكيل قواعد اللعبة في الأسواق المالية؟ وما هو عمق الأزمة المالية لإنتل، ما هي خيارات المدير المالي ومجلس الإدارة في مواجهة الحشود التمويلية الاستثنائية؟ وما هي سيناريوهات مجلس إدارة إنتل؟ وما هي سيناريوهات الخروج وكبش الفداء؟

إعادة تشكيل قواعد اللعبة في الأسواق المالية

سلوك شركات التكنولوجيا الأمريكية

إن تدفق الأموال بشراهة من المستثمرين إلى شركات التكنولوجيا الكبرى عبر مبيعات أسهمها وسنداتها، مغاير تماماً لعمليات إعادة شراء الأسهم التي كانت تقوم بها شركة إنتل، فهي ملكة من ملوك إعادة الشراء، أنفقت ٩٤ مليار دولار على إعادة شراء أسهمها بين عامي ٢٠٠٨ والربع الأول من ٢٠٢١، ثم توقفت عن ذلك. وقفز سهمها خلال الـ ١٢ شهراً الماضية بنسبة ٣٨٠٪ بفضل جنون الاستثمار في الذكاء الاصطناعي.

وجاء في بيانها :

١ . تعتزم إنتل استخدام صافي عائدات الطرح للأغراض العامة للشركة، والتي قد تشمل النفقات الرأسمالية ورأس المال العامل .

٢ . يهدف الطرح إلى تمكين إنتل من اغتنام فرص النمو المستقبلية، مع الحفاظ على ميزانية عمومية قوية والالتزام بالتصنيف الائتماني الاستثماري .

لقد أخذ هذا التحول نحو وسائل التمويل بغية الاستثمار في البنى التحتية للذكاء الاصطناعي، أشكالا عديدة :

— **بيع الأسهم** : بهدف جمع النقد، فصار استراتيجية أساسية لتمويل التكاليف الباهظة لبناء منظومات الذكاء الاصطناعي، بما في ذلك مصانع الرقائق ومراكز البيانات، والتي ترتفع تكاليفها بشكل ملفت .

— **إصدار السندات بشكل ضخم** .

— **استخدام الأرصدة النقدية والتدفقات النقدية التشغيلية للشركات** .

وقد فعلت ذلك شركات ألفابت وأوراكل وأمازون وميتا إلى جانب إنتل .

سلوك شركات التكنولوجيا الصينية

يتشابه سلوك شركات التكنولوجيا الصينية مع سلوك شركات التكنولوجيا الأمريكية في هذا المجال .
ويلاحظ أوجه تشابه بين الحالتين :

١ . **التحول الهيكلي بدل البيع المباشر** : فالشركات الصينية لا تبيع أسهمها بالضرورة، بل تقوم بإعادة

توزيع الأصول بطريقة تحقق الغاية نفسها، من خلال تحويل رأس المال من القطاعات الناضجة إلى

الذكاء الاصطناعي . فقد أعادت شركة (تينسنت) تموضعها الاستراتيجي، بخروجها من استثمارات

ناضجة (كالمصنعات التقليدية) لدخول استثمارات الذكاء الاصطناعي . واتبعت (كونلون وانوي)

نهجاً مشابهاً ببيع حصتها في شركة ألعاب، وتخفيض حصتها في شركة الرقائق .

٢ . **الطروحات العامة والتمويلات الضخمة** : تخطط شركة (Zhipu) لطرح عام بقيمة ١٥٠ مليار

يوان، يستخدم ١٢٠ مليار يوان منها في تطوير النماذج الأساسية، و ٢٠ مليار يوان لمنصة

(MaaS)، و ١٠ مليار يوان كرأس مال عامل. وكذلك فعلت شركتا (SenseTime)، و (DeepSeek).

٣. تخفيض حصص كبار المساهمين: تقوم الشركات ببيع أسهمها في وقت تبلغ فيه التقييمات ذروتها، كشركة (Montage Technology) التي باعت كميات كبيرة من الأسهم بعد ارتفاع قيمتها السوقية، وكذلك شركتا (Baiwei Storage) و (VeriSilicon)، إضافة لأكثر من ١٠٠ شركة تكنولوجيا صينية شهدت تخفيضات من كبار المساهمين.

٤. الإنفاق الرأسمالي: تنفق الشركات الصينية الكبرى بمستويات غير مسبقة في البنى التحتية للذكاء الاصطناعي في عام ٢٠٢٥، فشركة علي بابا أنفقت ١٠٣.٩ مليار يوان، وشركة تنسنت ٧٩.٢ مليار يوان، وشركة بيدو أكثر من ١١.٢ مليار يوان.

إذاً: اللعبة نفسها لكن بقواعد مختلفة، فما يحدث يؤكد أن جنون الذكاء الاصطناعي يغذي دورة ضخمة من نقل رؤوس أموال المستثمرين إلى الاقتصاد الحقيقي، سواء عبر إصدار أسهم جديدة (كالنموذج الأمريكي) أو عبر إعادة توزيع الأصول والاكتتابات العامة (كالنموذج الصيني). لكن هل ينتهي السباق عندما تجف السيولة؟ أو عندما يتسائل المستثمرون عن عوائد استثماراتهم؟ ما يظهر من واقع السوقين؛ أن الاقتصاد يستفيد اليوم، ويبقى السؤال: لمن ستعود العوائد غداً؟ إن ما يميز هذه المرحلة أن البائع ليس المؤسسين أو المديرين، بل الشركة نفسها. وهذا يمثل تحولاً جذرياً عن العقد الماضي، حيث كانت هذه الشركات تشتري أسهمها بقوة لرفع قيمتها السوقية.

وعليه، يمكن تفسير ما يحصل بأنه: تدفق رأسمالي ضخم، ومؤشر لعدم كفاية السيولة الداخلية؛ كحالة شركة إنتل:

● أولاً: على المدى القصير، هذا مفيد للاقتصاد الحقيقي. لأن هذه الأموال ستتجه في النهاية إلى بناء المصانع، ومراكز البيانات، والرواتب، وسلاسل التوريد، مما سيولد تأثيراً مضاعفاً. وبهذا المعنى، فإن فقاعة الذكاء الاصطناعي، على الأقل في هذه المرحلة، تعمل بالفعل على بناء أصول مادية، وليست مجرد تضخم مالي وهمي.

● ثانياً: تمثل هذه العملية عملية نقل للثروة من المستثمرين إلى الشركات ثم إلى الاقتصاد الحقيقي. حيث يشتري المستثمرون (سواء المؤسسات أو الأفراد) الأسهم عند قمم تاريخية، وتأخذ الشركة هذه

الأموال وتنفقها. فإذا لم تتحقق أرباح الذكاء الاصطناعي المتوقعة بالمستوى المطلوب في المستقبل، فقد تجد هذه الأسهم نفسها تواجه صعوبة في تبرير تقييماتها، وسيكون الخاسر الأكبر من اشترى في القمة.

● ثالثاً: تُعدُّ حالة إنتل حالة خاصة، فهي التي أنفقت طوال ١٣ عاماً نحو ٩٤ مليار دولار على إعادة شراء أسهمها، واليوم تعكس الاتجاه تماماً وتطرح أسهماً جديدة. وهذا يكشف عن موقع إنتل المخرج في موجة الذكاء الاصطناعي، فهي تريد أن تكون جزءاً من السباق، لكنها لا تملك السيولة الداخلية الكافية لتمويل النفقات الرأسمالية الهائلة، لذا تضطر للجوء إلى السوق. إضافة إلى بيعها أسهماً كبيرة للحكومة عام ٢٠٢٥، مما يعني أن هيكل المساهمين يتغير بعمق، وحقوق المساهمين الحاليين يتعرض لانحسار مستمر.

● رابعاً: إن استدامة هذا النموذج يعتمد كلياً على استمرار فقاعة الذكاء الاصطناعي. فبمجرد أن يبرد حماس السوق للذكاء الاصطناعي، أو يبدأ المستثمرون في التشكيك في العوائد، سينعكس هذا على الدورة الإيجابية، وعندها لن تواجه أسهم التكنولوجيا ضغوطاً فحسب، بل سيتأثر الاقتصاد الحقيقي أيضاً.

إذاً: موجة الذكاء الاصطناعي ليست قصة تقنية فقط، بل هي قصة تدفق رأسمالي هائل. فبالنسبة للمستثمر العادي وخلف هذه الصفقات المليارية، قد يكون هو نفسه من يمول بناء البنى التحتية للذكاء الاصطناعي بشرائه للأسهم، لكن عوائد هذا التمويل ليست مضمونة على الإطلاق. فما يحدث الآن يُعيد تشكيل قواعد اللعبة في الأسواق المالية.

ويزيد الشكوك، صمت صناديق التحوط والمؤسسات الكبرى تجاه هذه التخفيفات الهائلة للأسهم؛ فربما هم يلعبون لعبة مختلفة تماماً عن المستثمر الفردي؛ فيشاركون في الطرح بسعر مناسب، وبضاربون على التقلبات، بينما يحتفظ المستثمر العادي بالسهم على المدى الطويل تحسباً لثورة قادمة.

وبالنظر إلى التوقيت؛ فإن إنتل أعلنت الطرح بعد أن قفز سهمها ٣٨٠٪ في عام واحد، وهذا ليس صدفة. فالشركات تدرك تماماً أن نوافذ السيولة في السوق لا تبقى مفتوحة إلى الأبد. كما أن الذكاء الاصطناعي هو "الحدث المهيمن" حالياً، لكن إذا بدأت الأرباح الفعلية للشركات في التخلف عن التوقعات المبالغ

فيها، أو إذا رفع الاحتياطي الفيدرالي الفائدة مجدداً لأي سبب، فقد تنغلق هذه النافذة بسرعة. لذلك تستعجل الشركات جمع أكبر قدر ممكن من السيولة طالما الأوان مواتٍ.

عمق الأزمة المالية لانتل

إن زيادة حجم الطرح، يفسر وجود أزمة مالية عميقة في الشركة، أكثر من كونه إشارة لتفاصيل فنية، وذلك للأسباب التالية:

١. **علامة خطر:** رفع قيمة الطرح من ١٥ إلى ٢٠ مليار دولار خلال يوم واحد، مع زيادة خيار المكتتبين من ٢٠.٢٥ إلى ٣ مليارات، يشير إلى حاجة ماسة ومتزايدة للسيولة، وهذا يمثل ضغطاً تمويلياً حاداً. فالشركة التي كانت "ملكة إعادة الشراء" وأحرقت ٩٤ مليار دولار على مدى ١٣ عاماً لأجل تلك السياسة، تجد نفسها اليوم تباع ٢١٪ من أسهمها الجديدة في صفقة واحدة.
٢. **خسائر متراكمة:** بلغ حجم الخسائر ٣٣ مليار دولار منذ بداية ٢٠٢٤، ما معناه أن إنتل تحرق نقداً بمعدل يفوق ١٣ مليار دولار سنوياً. لذلك فالطرح الضخم ليس لتمويل النمو، بل لسد فجوة أحدثتها خسائر في الميزانية العمومية.
٣. **شبح تخفيض التصنيف:** إن تصنيف إنتل الائتماني عند BBB مع نظرة سلبية معناه أن درجتين تفصلانها عن السندات غير المرغوب فيها. وهذا الهبوط سيرفع تكلفة الاقتراض بشكل كبير، وقد يغلق أسواقاً كاملة للتمويل. لذا فإن إنتل تجمع النقد الآن قبل أن يُغلق الباب في وجهها، وهذا تفسير أكثر من كونه مجرد "اغتنام فرصة ارتفاع السهم".
٤. **الشراء في القاع والبيع في القمة:** إن السخرية في مقال ريختر أن إنتل اشترت أسهمها عندما كانت منخفضة بين عامي (٢٠٠٨-٢٠٢١) والآن تبيعها عندما ارتفعت. يدفع للتساؤل: هل ٩٥ دولاراً للسهم هي القمة حقاً أم أن إنتل تبيع قبل انهيار أكبر؟ ومع أن السهم تراجع بالفعل ٣١٪ عن قمته عند ١٤٢ دولاراً إلا أنه لا يزال أعلى بكثير عن متوسط سعر إعادة الشراء في تلك الفترة. ويعكس تلميح ريختر الساخر: "ربما كانت تأمل في ذروة أعلى، لكنه جيد بما يكفي"، مما يدفع للتشكيك في استدامة التقييم الحالي.

٥. ما الذي تعرفه الشركات ولا يعرفه المشترون؟: يسأل ريختر في مقاله: "ما الذي تعرفه هذه

الشركات ولا يعرفه مشترو تلك الأسهم؟". إن إنتل تعرف أن:

— خسائرها مستمرة في التوسع.

— تصنيفها الائتماني على حافة الهاوية.

— تكاليف بناء مصانع الرقائق تفوق التقديرات.

— العوائد من الذكاء الاصطناعي قد لا تتحقق بالسرعة التي يتوقعها السوق.

ورغم كل هذا، يشتري المستثمرون الأسهم بسعر ٩٥ دولاراً، ممولين بذلك خروج إنتل من أزماتها على حساب تخفيف ملكيتهم بنسبة ٢١٪.

٦. هل نحن أمام ذروة جنون؟ إن ما تفعله إنتل ليس فريداً. فالشركات التكنولوجية الكبرى تتسابق

لبيع أسهمها بأسعار مرتفعة. لكن حالة إنتل أكثر خطورة لأنها لا تباع لتمويل النمو، بل للبقاء

على قيد الحياة مع الحفاظ على مظهر "الاستثمارية". وإن الجمع بين الخسائر الفادحة، والتخفيف

الهائل، والتصنيف الائتماني المتدهور، يصنع كوكتيلاً ساماً للمساهمين الحاليين.

وعليه، وبعد دراسة مقالي وولف ريختر، يتبين أن الأول أشار لعمليات بيع الأسهم بوصفها استغلال ذكي

لارتفاع السهم، أما الثاني الذي أصدره في اليوم التالي، فيوضح أنه عملية إنقاذ مالية مكثفة لشركة

تعاني نزيفاً حاداً في الخسائر وتواجه تهديداً وجودياً يتمثل في فقدان تصنيفها الاستثماري.

إذاً: المستثمرون الذين يشترون الأسهم اليوم يمولون بقاء إنتل، لكنهم يدفعون ثمناً باهظاً من حيث

التخفيف والمخاطر. ومن يدري، فقد يأتي يوم يُنظر فيه إلى صفقة ٢٠٢٦ كقمة تاريخية سبقت انهياراً

أكبر، أو كقاع انطلق منه تعافي إنتل؟ وريختر يرجح السيناريو الأول، والأرقام تدعم رأيه.

كيف توازن الشركة بين البقاء والمغامرة؟

إن للمستثمرين الموجودين في البورصة سياساتهم في التحليل والتوقع الذي يبرر سلوكهم، بينما يتحكم

المدير المالي بالسياسة المالية الداخلية، التي تعكس سياسة الإدارة المالية على السوق المالي دون الجزم بأن

السوق سيخضع لإرادة إدارتها المالية.

وبناء على ذلك ستجري أمور البيع والشراء والاكتتاب، ثم تنكشف لاحقاً الأمور سلماً أو إيجاباً،

وصحيح أن رأي ريختر تم بناؤه على أرقام، لكن أحياناً تجري الرياح بما لا تشتهي السفن.

وخلاصة ما يحصل هو: حشد تمويلي تقوم به شركة إنتل لتمويل توسعاتها بعيداً عن الاقتراض ودون إدخال شركاء (مساهمين) جدد بطرح أسهم جديدة، وذلك من خلال بيع أسهمها بعد أن كانت تشتريها، وهذه الفكرة راقية لغيرها من الشركات فحذت حذوها، والأيام القادمة هي التي ستحكم بنجاح الرؤى من عدمها. وعلى كل حال سيستوعب الاقتصاد النتائج وسيخسر المشترون أو سيربحون بناء على عوامل محسوبة وأحياناً على مفاجآت غير محسوبة.

السياسة الداخلية وسلوك السوق هي لعبة شطرنج مالية:

لا يعتبر السوق ملعب المدير المالي، فهو يرمي بالكرة، والسوق يقرر ما إذا كانت ستسكن الشباك أم ستخرج من الملعب. فالأكتتاب قد ينجح الآن، ولكن التداول اللاحق قد يهوي بالسهم إذا أعلنت إنتل عن خسارة ربع سنوية جديدة، أو إذا حدث "تبدل في المزاج" تجاه أسهم التكنولوجيا. والمدير المالي (CFO) لا يدير الشركة وفق مزاج السوق، بل وفق معادلات داخلية صارمة، تحكمها:

- تكلفة رأس المال (WACC): حيث تواجه إنتل سعر فائدة مرتفع على الديون بسبب تصنيفها الائتماني المتدهور (BBB مع نظرة سلبية). وبيع الأسهم الآن (بتكلفة ضمنية صفرية نقداً، وبتكلفة تخفيف عالية) أرخص لها من الاقتراض بسعر فائدة ٧-٨٪. هذا قرار حسابي بحت.
- السيطرة: لم يتم إدخال شركاء استراتيجيين بل مساهمين جدد في سوق التداول. مما يمنحها مرونة كاملة في التصرف مستقبلاً، بعكس فيما لو دخل صندوق سيادي أو مستثمر استراتيجي بشرط أخذ مقعد في مجلس الإدارة.

نقطة التحول الكبرى:

- إذاً، قد تجري الرياح بما لا تشتهي السفن، فالشركات تعدّ خططها بناءً على توقعاتها، إلا أن المتغيرات الكلية (Macro) هي التي تحكم في النهاية:
- فإذا انخفض سعر الفائدة، ستجد إنتل نفسها نادمة على تخفيف أسهمها بنسبة ٢١٪ لو كان بإمكانها الاقتراض بتكلفة أقل بعد عام.
- وإذا انهارت فقاعة الذكاء الاصطناعي ولو جزئياً، قد تنهار أسعار المصانع والمعدات التي تشتريها الآن، وستجد نفسها قد اشترت في القمة وليس في القاع.

— أما إذا فُرضت تعرفه جمركية جديدة على الرقائق في آسيا، فسينهار التحليل المالي الداخلي بالكامل أمام الرياح الجيوسياسية.

إذا إنتل تخطط، لكن الاقتصاد الكلي (والسياسي) هو من سيمنحها النصر أو الهزيمة. والتاريخ المالي مليء بالشركات التي قامت بتخفيف كبير لأسهمها في لحظة أزمة، ثم حققت قفزة نوعية بعد عامين مثل (أمازون بعد ٢٠٠١، أو تسلا في ٢٠١٩)، فالتخفيف مؤلم، لكنه ليس قاتلاً إذا تحققت رؤية النمو. وهذه العملية هي بمثابة (حشد تمويلي) في ظروف استثنائية، لأن:

- الشركة تلعب دورها بحماية وجودها وتمويل توسعها.
- السوق يلعب دوره في تسعير هذه الخطوة.
- النتيجة النهائية معلقة بين المحسوب (قدرة إنتل على تنفيذ خططها في التصنيع وتقليل الخسائر) وغير المحسوب (انفجار أي متغير خارجي، سواء إيجابي كطفرة في الطلب، أو سلبي ككساد اقتصادي عالمي).

لذلك قد يخرج المدير المالي في إنتل خلال خمس سنوات بطلاً لأنه صنع تحولاً في التكلفة الرأسمالية، أو قد يخرج كمن قام بأكبر عملية بيع ذروة لمستثمريه قبل انهيار لا مفر منه. ويبدو أن الميزان الحقيقي هنا هو كفاءة التشغيل المستقبلية، وليس حجم الطرح الحالي.

سيناريوهات مجلس إدارة إنتل

هل استخدام إنتل لعائدات هذا الطرح في سداد الديون القائمة بدلاً من التوسع المباشر، سيكون إشارة أقوى على صحة توجهها، أم أن التوسع في المصانع هو الأفضل رغم المخاطر؟

إنه لو تم وزن المخاطر بتثقيفها باحتمالات حدوث المفاجآت فقد تميل الكفة لقضاء الديون، لكن إن كان السوق يتجه نحو النمو بتبني المبتكرات؛ فالصحيح توجيه التمويلات نحو التوسعات الأفقية والعمودية. وهنا تكمن المعضلة التي تواجه أي مدير مالي في لحظة تاريخية كهذه. فقاعدة الترجيح تعتمد على "احتمالات حدوث المفاجآت" مقابل "مسيرة النمو التكنولوجي". وهذا هو جوهر الإدارة المالية الاستراتيجية.

١. تثقيف كفة المفاجآت: لماذا سداد الديون أكثر حكمة؟

- في عالم أشباه الموصلات، المفاجآت غير السارة أكثر شيوعاً من المفاجآت السارة، فإنّتل تحديداً تعاني من:
- تأخرات في الجيل القادم (118A): وهكذا عشرة تقنية، قد تؤجل العوائد لسنوات.
 - توترات جيوسياسية: تعرفات جمركية على الرقائق المصنعة في آسيا، أو قيود على التصدير للصين (سوقها الكبير)، أو حتى اضطرابات في سلسلة توريد المواد الخام (الغازات النادرة، الليثيوم).
 - المنافسة الشرسة: فشركتا TSMC و Samsung لن تقفا مكتوفتا الأيدي، وأي نقلة نوعية منهما، قد تجعل استثمارات إنتل التوسعية أقل فعالية.
- وفي هذا السيناريو، يُعدُّ سداد الديون بمثابة شراء "بوليصة تأمين" ضد الإفلاس أو ضد فقدان التصنيف الائتماني. فإبقاء التصنيف عند "استثماري" يعني أن إنتل تستطيع العودة للاقتراض لاحقاً بتكلفة منخفضة عندما تتبدد الغيوم. وهذا هو خيار المرونة الدفاعية، بأن تنجو لتقاتل يوماً آخر.

٢. الاتجاه نحو تبني الابتكرات: لماذا التوسع هو الخيار الصحيح؟

- على الجانب الآخر، إن كنا حقاً على أعتاب ثورة صناعية كبرى يقودها الذكاء الاصطناعي (كما حدث مع ثورة الإنترنت في أواخر التسعينات)، فإن التوسع الأفقي والعامودي هو الطريق الوحيد لعدم الموت البطيء. حيث:
- التوسع الأفقي: بدخول إنتل إلى مجالات جديدة مثل الذكاء الاصطناعي التوليدي في الحواف²، أو السيارات ذاتية القيادة، أو حتى الحوسبة الكمومية. وبالتالي تنويع الإيرادات لخفض الاعتماد على سوق الحواسيب الشخصية المتضائلة.
 - التوسع العامودي: بالسيطرة على سلسلة القيمة بالكامل، من التصميم إلى التصنيع إلى التعبئة والتغليف. وهذا يعطي إنتل هامش ربح أعلى ويحميها من تقلبات أسعار المقاولين الخارجيين.

¹ أطلقت شركة Intel تقنية حديثة Intel 18A، بما في ذلك معالج (Panther Lake) المعالج الحاسوبي للعملاء المدعوم بالذكاء الاصطناعي) ومعالج (Clearwater Forest معالج الخوادم)، وذلك في أقل من 6 أشهر بعد إتمام عملية التشكيل الأولى (tape-out)، مع بقاء المنتجات على المسار الصحيح للبدء في الإنتاج بحلول عام 2025.

² الذكاء الاصطناعي التوليدي هو أحد فروع الذكاء الاصطناعي يركز على إنشاء محتوى جديد بدلاً من تحليل البيانات فقط. ويعتمد على نماذج متقدمة تم تدريبها على كميات ضخمة من البيانات لتتعلم الأنماط والعلاقات بين الكلمات أو الصور أو الأصوات، ثم تستخدم هذه المعرفة لإنتاج محتوى جديد يشبه ما ينشئه الإنسان.

أما تجاهل هذا المسار الآن، في الوقت الذي تغرق فيه TSMC و Samsung في استثمارات خرافية؛ معناه أن إنتل ستخرج من السباق لتصبح مجرد "شركة تصميم" من الدرجة الثانية، وهذا سيكون موتاً بطيئاً لا يقل خطورة عن الموت السريع بسبب الديون.

٣. كيف يمكن الجمع بين الخيارين؟

إنتل عملياً تحاول الجمع بينهما، لكن حجم الطرح (٢٠ ملياراً) لا يكفي لكليهما بشكل كامل، فلديها ٣٣ مليار خسائر متراكمة، ودين ثقيل.

لذلك فالترجيح يميل إلى "احتمالات المفاجآت"؛ أي أن المدير المالي سيتجه بنسبة أكبر نحو سداد الديون وتقوية الميزانية العمومية، وذلك للأسباب التالية:

— لأن سوق السندات يترصدها، والهبوط إلى درجة "غير مرغوب فيه" سيكون كارثة تمويلية لأي توسع مستقبلي.

— النفقات الرأسمالية الضخمة في مصانع الرقائق تحتاج إلى قروض طويلة الأجل مدعومة بضمانات حكومية (مثل قانون الرقائق الأمريكي CHIPS Act)، وليس بالضرورة أن تمول بالكامل عبر تخفيف الأسهم.

— وعليه فستدفع الديون المستحقة قريباً لتأمين وضعها، وتستخدم الباقي في توسعات محدودة وموجهة (مثل بناء مصنع واحد جديد في أوهايو بدلاً من ثلاثة)، وتراقب السوق.

السيناريوهات ومعادلة بايزي للمدير المالي:

يتلخص الترجيح الاحتمالي (Bayesian Probability) بالآتي:

- إن وضعت احتمال حدوث مفاجآت سلبية بنسبة ٦٠٪، فكفة سداد الديون تُرجح.
- إن رأيت أن ثورة الذكاء الاصطناعي ستتجاوز كل العقبات بنسبة ٧٠٪، فكفة التوسع تُرجح.
- إن المدير المالي لإنتل يرى البيانات الداخلية التي لا نراها نحن، — وهو يعرف إن كانت المفاجآت التقنية في المختبرات تسير على ما يرام أم لا —، فسلوكه في تخصيص الـ ٢٠ ملياراً بين الديون والتوسع سيكون الإشارة الأصدق على ما يعتقده فعلاً بشأن مستقبل الشركة.

لكن هل إشارات السوق (مثل أسعار معدات ASML أو الطلب على الرقائق المتخصصة) تدعم سيناريو التوسع أم سيناريو التحوط؟ إن الجواب على هذا السؤال قد يحسم أي الكفتين ستغلب في أروقة مجلس إدارة إنتل.

إن المخاطرة المحسوبة ستساعد إنتل على التوجه نحو العقلانية، والقرارات التي تحمل المخاطرة أرباحها المالية والمعنوية أفضل بكثير إلا إذا سارت الأمور بشكل معاكس، عندها يكون الثمن: بقاء الشركة من عدمه، وهذا يستحق التوقف ملياً، بل ملياً جداً لأنها مسؤولية كبيرة، والأرجح أن مجلس الإدارة ولجنة المخاطر في إنتل ستكون مؤثرة أكثر من قرار المدير المالي المنفرد.

والفارق الجوهرى بين من يفهم أرقام القوائم المالية، ومن يفهم كيف تُتخذ القرارات المصيرية فعلياً في الغرف المغلقة، هو عندما يتم رفع مستوى النقاش من مستوى "الخبرة المالية" إلى مستوى "حوكمة الشركات". وهذه حقيقة مؤسسية نادراً ما يتطرق إليها المحللون الماليون: فالمدير المالي (CFO) هو مهندس التمويل، أما مجلس الإدارة ولجنة المخاطر فهما من يملكان حق "الفيتو" على الرهانات الوجودية. وعليه فإن:

١. المدير المالي ينفذ، ومجلس الإدارة يراهن بالشركة

إن المدير المالي في إنتل (ديفيد زينسنر) هو خبير في تحسين هيكل رأس المال، وتخفيض الضرائب، وإدارة التدفقات النقدية. وهو من يقول: نحتاج ٢٠ ملياراً، وهذه هي الطريقة الأرخص للحصول عليها. أما لجنة المخاطر ومجلس الإدارة، فدورهما مختلف تماماً:

— هما من يسألان: إذا فشلنا في تحقيق العوائد من هذه التوسعات، هل سنبقى شركة مستقلة؟ أم

ستتحول إلى هدف استحواذ من قبل Broadcom أو TSMC؟

— هما من يدركان أن "الثمن" ليس مجرد خسارة مالية في قائمة الدخل، بل هو زوال العلامة التجارية، وفقدان المواهب، وتفتت النظام البيئي للموردين والعملاء.

لذلك يقدم المدير المالي السيناريوهات، أما مجلس الإدارة فيتحمّل المسؤولية القانونية والأخلاقية عن قرار قد يودي بالشركة. لهذا السبب، قرارات بهذا الحجم تُعرض على لجنة المخاطر عدة جلسات، وغالباً ما تُستشار جهات خارجية (استشاريون استراتيجيون مثل McKinsey أو BCG) لتقييم "أسوأ السيناريوهات".

٢. المخاطرة المحسوبة مقابل العقلانية: أيهما سيرجح في غرفة الاجتماعات؟

المخاطرة المحسوبة هي بالضبط ما تحتاجه إنتل للخروج من عنق الزجاجة. لكن مصطلح محسوبة معناه أنها ليست مقامرة عمياء. ففي اجتماعات مجلس إدارة إنتل، سيكون النقاش كالتالي:

— فريق التوسع (CEO و CFO) سيقدم عرضاً مغرياً: إذا ضاعفنا استثماراتنا في مصانع 18A الآن:

* سنسبق TSMC بعامين في تقنية الترانسسستورات الجديدة.

* سنحصل على عقود عملاقة من Apple و NVIDIA.

— لجنة المخاطر ستسأل:

* ماذا لو تعثر الجيل 18A تقنياً؟

* ماذا لو فرضت الصين حظراً على تصدير الجرمانيوم؟

* كم سيبلغ العجز النقدي حينها؟

* هل يمكننا تحمله دون الوصول إلى أسواق الاقتراض؟

هنا يأتي دور "المرجح" الذي أشرنا له: فإذا كانت احتمالات حدوث المفاجآت السلبية مرتفعة (كما هي الحال في صناعة الرقائق اليوم)، فسترجح لجنة المخاطر كفة "العقلانية الدفاعية"، أي سداد الديون وتقوية الميزانية، وإرجاء التوسعات الكبرى إلى حين رؤية إشارات أكثر وضوحاً من السوق (مثل طلبات شراء مسبقة من عملاء كبار).

هل يمكن التأسّي بسيناريو شركة (Meta) عام ٢٠٢٢؟

عندما كان المدير المالي يريد خفض النفقات، رهن مارك زوكربيرغ (بصفته رئيس المجلس) مستقبل الشركة بالاستثمار في ميتافيرس. وخسرت ٧٠ مليار دولار من قيمتها السوقية في يوم واحد، وتحمل المجلس انتقادات حادة.

والفارق: أن (Meta) كانت تملك تدفقات نقدية ضخمة من الإعلانات، بينما إنتل تخسر ١٣ ملياراً سنوياً. بمعنى آخر، لا تملك إنتل رفاهية "المخاطرة العالية" التي تملكها (Meta). لذلك، يتوقع أن لجنة المخاطر في إنتل ستكون أكثر تحفظاً بكثير من المدير المالي، وستفرض عليه تخصيص جزء أكبر من الـ ٢٠ ملياراً لتحسين التصنيف الائتماني، وجزء أقل (ربما ٥-٧ مليارات فقط) لتوسعات محدودة جداً.

٣. المسؤولية الكبيرة: جوهر الحوكمة

كما قلنا: " هذا يستحق التوقف ملياً، بل ملياً جداً لأنها مسؤولية كبيرة ". هذه الجملة هي جوهر قانون الأعمال . فأعضاء مجلس الإدارة يوقعون شخصياً على تقارير الأمانة، وهم معرضون لدعاوى قضائية من المساهمين إذا اتخذوا قراراً متهوراً أدى إلى خسائر فادحة (ما يُعرف بمسؤولية الائتمان **Fiduciary Duty**). لذلك، ففي مثل هذه اللحظات، غالباً ما يلجأ المجلس إلى استراتيجية الخيارات الحقيقية:

— لا يغلقون باب التوسع كلياً، بل قد يُطلقون مرحلة أولى (مثل بناء مصنع واحد بدلاً من ثلاثة) بكلفة ٥ مليارات .

— ويحتفظون بالباقي (١٥ ملياراً) كسيولة نقدية لسداد الديون أو للاستثمار في المرحلة الثانية إذا تحسنت الأحوال .

بهذه الطريقة، يحافظون على خيار النمو (إذا سارت الأمور بشكل إيجابي) مع تأمين البقاء (إذا حدثت المفاجآت السلبية التي توقعتها) .

سيناريوهات الخروج وكبش الفداء

يلعب المدير المالي الشطرنج على رقعة التمويل قصير المدى . أما لجنة المخاطر ومجلس الإدارة فيلعبان الشطرنج على رقعة بقاء الشركة وسمعتها على مدى عقد كامل .

وبما أن مجلس إدارة إنتل الحالي يضم خبراء في التصنيع والتمويل، فالأرجح أن قرارهم النهائي سيكون: "تعزيز الميزانية العمومية أولاً، وتوسع محدود وقابل للتراجع ثانياً"، لأن "ثمن البقاء" أكبر من "طعم المغامرة" في هذه المرحلة الحرجة . وبناء عليه:

هل يُعدُّ استمرار باتريك جيلسنجر (**CEO**) في منصبه مرتبط بنجاح هذه الخطة التمويلية، أم أن المجلس قد يُضحّي به إذا تعثرت النتائج رغم نجاح الطرح؟ وهذا البعد السياسي داخل الشركة قد يكون العامل الأخطر في المعادلة كلها .

عادة عندما تخسر الشركة الرهان تبحث عن كبش فداء لها أمام الجمهور . والشخصية الأضعف إن خسرت إنتل الرهان سيكون المدير المالي ثم المدير التنفيذي، هذا إذا لم تخرج الشركة من المنافسة كلياً . وكبش الفداء هو قانون أساسي في حوكمة الشركات، يدلُّ عليه ما حدث في إنتل خلال الأشهر الماضية .

كبش الفداء الأول : الرئيس التنفيذي باتريك جيلسنجر

جيلسنجر لم يعد موجوداً في إنتل . في ديسمبر ٢٠٢٤ ، أُعلن عن "تقاعد" الفوري من الشركة بعد مسيرة تجاوزت ٤٠ عاماً . لكن التقارير الصحفية كانت حاسمة ، بأنه أُجبر على المغادرة بعد أن فقد مجلس الإدارة الثقة به . والسبب الرئيس : خسارة قياسية بلغت ١٦.٦ مليار دولار في الربع الثالث من ٢٠٢٤ وحده . والمجلس كان واضحاً : الـ IDM 2.0 واستراتيجية المصانع (Foundry) فشلت في تحقيق الأرباح المطلوبة ، وكان لا بد من دفع الثمن . جيلسنجر تحمّل مسؤولية الفشل وخرج .

كبش الفداء الثاني : المدير المالي ديفيد زينسنر

هنا المفاجأة : زينسنر لم يُطرد ، بل صعد بعد خروج جيلسنجر ، وتم تعيين زينسنر (المدير المالي) رئيساً تنفيذياً مؤقتاً مشاركاً (Interim Co-CEO) . ولم يُقدّم كبش فداء ، بل كوفئ بالترقية ! فلماذا؟

— لأنه أثبت كفاءة في إدارة الأزمة المالية .

— لأنه ظل مخلصاً لاستراتيجية المجلس ، بينما جيلسنجر كان يدفع باستراتيجيته الخاصة بقوة .

— لأنه أصبح حلقة الوصل بين الإدارة المالية ومجلس الإدارة في مرحلة انتقالية .

ورغم ذلك فالمجلس أوضح أنه يبحث عن رئيس تنفيذي دائم بخلفية في المصانع (Foundry) ، وهذا ليس تخصص زينسنر . لذلك ، قد يرحل لاحقاً عندما يُعين الرئيس التنفيذي الجديد ، لكنه نجا من الموجة الأولى .

إذا خسرت الشركة الرهان ، من سيكون كبش الفداء التالي؟

هنا يأتي السيناريو الأكثر تعقيداً . إنتل لم تخرج من دائرة الخطر ، ولا تزال تخسر مليارات الدولارات . فإذا استمرت الخسائر وفشلت خطة التعافي الجديدة ، فإن كبش الفداء القادم سيكون الرئيس التنفيذي الحالي ، إما ديفيد زينسنر (إذا بقي) أو الرئيس التنفيذي الدائم الجديد . أما إن استمرت الكارثة ، فقد لا يكون هناك "كبش فداء" لأن الشركة نفسها قد تُباع .

ماذا عن سيناريو خروج الشركة من المنافسة كلياً؟

إن إنتل اليوم في وضع لا يسمح لها بالخروج من المنافسة أو الإفلاس ، وذلك لأسباب جيوسياسية :

١ . الحكومة الأمريكية تمتلك ٥.٥٪ من أسهمها وتخطط لزيادة حصتها إلى ١٠٪ .

٢. إنتل هي "الركيزة الوحيدة" لأمریکا في صناعة الرقائق المتقدمة، وأي انهيار لها يعني فقدان السيادة التكنولوجية لصالح تايوان (TSMC).

٣. صرح رئيس (TSMC) بأن خطوط الإنتاج في العالم لن تلبى الطلب المتزايد على شرائح الذكاء الاصطناعي، وهذا معناه أن نقطة اختناق تنتظر السوق.

٤. الرئيس ترامب اجتمع شخصياً مع الرئيس التنفيذي الجديد (Lip-Bu Tan¹) وأشاد بالتقدم. لذلك، حتى لو فشلت كل الخطط، فإن الدولة الأمريكية ستتدخل، إما بضخ أموال إضافية، أو بتسهيل عملية استحواذ منقذ (Bailout Acquisition) من قبل شركة أمريكية كبرى (مثل Broadcom أو حتى Apple) أو تحالف مع صندوق سيادي.

في الواقع، هناك تكهنات بأن "كياناً غامضاً" يخطط لشراء إنتل بالكامل. كما أن SK Hynix تفاوضت لشراء مصنع إنتل في أوهايو، لكنها نفت ذلك لاحقاً. هذه الإشارات تؤكد أن إنتل أصبحت هدفاً للاستحواذ، وليست مجرد شركة عادية تفشل وتموت.

الدرس المستفاد:

إنه في الأزمات الكبرى، قد ينجو المدير المالي إذا كان منفذاً لإرادة المجلس، أما الرئيس التنفيذي فهو الضحية الأولى دائماً. ويبقى السؤال الأعمق: من سيكون كبش الفداء إذا فشل الرئيس التنفيذي الجديد أيضاً؟ وقد يكون الجواب: لا أحد، لأن الشركة ستكون قد بيعت بالكامل.

حماة (حماها الله) الأول من ربيع الأول ١٤٤٨ هـ الموافق ١٤ آب / أغسطس ٢٠٢٦ م

Resources:

- Wolf Richter, Intel Joins Race to Sell Shares at Sky-High Prices after Spike. Big Tech Figured it out, the Economy Benefits, Maybe Not Investors, Aug 10, 2026, [Link](#).
- Wolf Richter, Buy Low, Sell High: Intel Boosts its Massive Sale of Shares, Aug 11, 2026, [Link](#).
- Discussions with DeepSeek.

¹ Lip-Bu Tan is a Malaysian-born American business executive, venture capitalist, and CEO of Intel since March 2025. Founder of Walden International, he earlier led Cadence Design Systems from 2009 to 2021, driving a 3,200% stock surge and major acquisitions. Tan is known for pioneering Asian venture capital, with investments in hundreds of tech firms. His Intel tenure involves restructuring, workforce cuts, and political scrutiny over past China ties. He has received top semiconductor industry honors and is active in philanthropy.