مجلة جامعة الملك سعود، م٥، العلوم الإدارية (١)، ص ص ٢٥٥ - ٢٩٥ (١٤١٣هـ/ ١٩٩٣م)

الأسهم الممتازة وأسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية

السيد إبراهيم الدسوقي

عضو هيئة التدريس بقسم الأساليب الكمية، كلية العلوم الإدارية
جامعة الملك سعود، الرياض، المملكة العربية السعودية

(قدم للنشر في ١٤١٢/١/١١هـ، وقبل للنشر في ١٤١٢/٥/١٨هـ)

ملخص البحث. يستهدف هذا البحث إلقاء الضوء على بعض المفاهيم النظرية والعملية الخاصة بالاستثمار في الأسهم الممتازة وطرق تقويمها، وذلك باعتبار أن الأسهم الممتازة هي أداة مهمة من أدوات الاستثمار طويل الأجل في قطاع الأوراق المالية، كما قد تشكل الأسهم الممتازة في بعض الحالات مزيجًا بين أدوات الاقتراض من جهة وأدوات المشاركة في الملكية من جهة أخرى، ولتحقيق هذا الهدف فقد قمنا في الجزء الأول من هذا البحث باستعراض أهم السمات الخاصة بهذا النوع من الأسهم، والخبرة الأجنبية في هذا المجال، كما تم تناول عنصري العائد والمخاطرة عند الاستثمار في هذه الأسهم الممتازة، ثم تعرضنا في الجزء الثاني من هذا البحث لكيفية تقويم مثل هذه الأداة الاستثمارية في حالتها الغالبة أو العامة، كما تم أيضًا في هذا الجزء من البحث ولأول مرة استخدام مفكوك تايلور في دراسة التأثيرات التي تحدث على القيمة الحالية المناسبة للسهم الممتاز نتيجة للتغير في بعض هذه العوامل المؤثرة المهمة، أما الجزء الثالث من هذا البحث فقد اشتمل على تحليل لأسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية، والتي تضمن الدولة بالنسبة لها عائدًا ثابتًا ومحددًا، وذلك لتوضيح مدى اقتراب السمات الخاصة بهذه المجموعة من الأسهم من السمات الخاصة بالأسهم الممتازة - وذلك من ناحية عملية - رغم كونها ضمن الأسهم العادية في المملكة. كما تضمن الجزء الرابع والأخير أهم النتائج المستخلصة من هذا البحث.

مقدمـــة

تعتبر الأسهم الممتازة من وجهة نظر الاستثمار أداة مهمة من أدوات الاستثمار طويل الأجل، كما أنه إذا كانت هذه الأسهم الممتازة من النوع المشارك فإنها تعتبر في الوقت نفسه مزيجًا بين أدوات الاقتراض من جهة وأدوات المشاركة في الملكية من جهة أخرى، فهي كالسندات من ناحية كونها ضمن أدوات العائد الثابت، كما أن لها في حالة تصفية الشركة حق الأولوية والتقدم في اقتضاء الحقوق، وذلك بعد السندات مباشرة وقبل الأسهم العادية، هذا من جهة الحصول على الربح أو الحصول على القيمة الأساسية للسهم الممتاز. كذلك ليس لحملة هذه الأسهم الممتازة في العادة تمثيل أعلى (voting right) حيث إنه إذا لم يذكر شيء عن حق السهم الممتاز في التصويت فله في مثل هذه الحالة صوت مساوٍ للسهم العادي، ونظرًا لقلة عدد الأسهم الممتازة في الشركات مقارنة بعدد الأسهم العادية. لذلك فليس لأصوات هذه الأسهم تأثير يذكر على قرارات الجمعية العمومية للمساهمين، وهنا يجدر التنويه إلى أنه طبقًا للخبرة الأجنبية في هذا المجال [١؛ ص١٠٣] فإنه توجد هناك بعض التشريعات التي تسمح بوجود أسهم ممتازة لأصحابها نسبة تمثيل أعلى، حيث يمنح أصحابها عددًا أزيد من الأصوات عند التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، كأن يكون للسهم الممتاز مثلا ضعف صوت السهم العادي، وتعرف هذه الأسهم في مثل هذه الحالة بأنها أسهم ممتازة ذات تمثيل أعلى، كما تجدر الإشارة كذلك إلى أنه رغم ما تخوله الأسهم الممتازة لحامليها من عائد ثابت ومضمون، وأولوية في الحصول على مثل هذا العائد، إلا أن التخلف عن دفع الأرباح المقررة للأسهم الممتازة لا يؤدي في الواقع إلى إفلاس الشركة، كذلك فإن الأسهم الممتازة يتوافر منها أنواع عديدة، فهناك الأسهم الممتازة ذات الأرباح التراكمية (cumulative preferred stock) ، ويعني هذا أنه إذا تخلفت الشركة عن دفع الأرباح المقررة في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية، فإن الأرباح المقررة لهذه الأسهم الممتازة في تلك السنة تنقل أحقيتها لسنة أخرى قادمة، ويكون على الشركة في تلك السنة القادمة دفع هذه الأرباح المتأخرة وكذا دفع الأرباح المستحقة عن السنة الجارية، وذلك قبل دفع أي ربح لأصحاب الأسهم العادية، وهذا بالطبع يحفظ حق حملة هذه الأسهم الممتازة في أرباحهم المقررة بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة المعنية، أما إذا كانت الأسهم الممتازة غير تراكمية (non cumulative) فإن الأرباح المقرر توزيعها لمثل هذه الأسهم والتي لا

تدفع في عام معيّن بسبب عدم وجود أرباح كافية، لا يمكن نقل عبئها لسنوات أخرى لاحقة، وبالتالي يسقط حق حملة هذه الأسهم في مثل تلك الأرباح، كما توجد أسهم ممتازة مشاركة (participating preferred stock) وهذا النوع من الأسهم يعطي الحق في مشاركة الأسهم العادية في الأرباح الزائدة أو المتبقية (residual earnings) [٢ ؛ ص١٧٦] وذلك إذا ما تجاوزت أرباح تلك الشركة حدًا معينًا، وعلى ذلك تقترب صفات هذه الأسهم كثيراً من أدوات المشاركة في الملكية أكثر من اقترابها من صفات أدوات الاقتراض أو أدوات العائد الثابت عموما، كما تكون هذه ميزة إضافية أخرى تضم إلى حق الأولوية في اقتضاء الربح المقررة أصلاً للأسهم الممتازة، وحق الحصول على القيمة الأساسية للسهم الممتاز قبل الأسهم العادية وذلك في حالة إفلاس الشركة، كذلك هناك أسهم ممتازة قابلة للتحويل (convertible preferred stock) أي تقبل التحويل إلى أدوات استثمارية أخرى كالأسهم العادية أو السندات خلال فترة معينّة، ومثل هذه الأسهم الممتازة يكون لها قيمة سوقية أكبر من القيمة السوقية للأسهم الممتازة الأخرى غير القابلة للتحويل [٣؛ ص٢٨٢]، ويجدر التنويه هنا كذلك إلى أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق معيّن، لذلك فإن الشركة المصدرة للسهم الممتاز عادة ما تعطي لنفسها بعض المرونة لمقابلة مثل هذه المخاطرة (maturity risk)، وذلك بتضمين عقد إصدار السهم الممتاز شرط استدعاء (callable clause)، ويكون شرط الاستدعاء هذا ممكنًا بعد عدد معيّن من السنوات، كما أنه عادةً ما يكون بعلاوة، أي بقيمة أعلى من القيمة الأساسية، غير أن هذه القيمة لا ترتبط أبدًا وبأي حال من الأحوال بالقيمة السوقية، ومعظم إصدارات الأسهم الممتازة في أيامنا هذه من النوع القابل للاستدعاء، وبشكل مشابه تمامًا للاستدعاء الخاص بالسندات قبل تاريخ الاستحقاق [٤ ؛ ص ص ٩٩٣ ـ ٩٩٤].

هذا ولقد اختلفت التشريعات فيما تجيزه وفيما لا تجيزه للأسهم الممتازة، فالتشريع الألماني على سبيل المثال لا الحصر يقر الحقوق السالف ذكرها جميعا ـ فيما عدا حق حامل السهم الممتاز في الصوت المتعدد ـ كذلك لقد أجاز القانون المصري رقم ٥٩ لسنة ١٩٨١م إصدار أسهم ممتازة لها بعض الحقوق الخاصة سواء من حيث ضمان ربح ثابت ومحدد أو من حيث أولوية التقدم في اقتضاء الحقوق عند التصفية، أو من حيث حق حملة هذه الأسهم

في التصويت في الجميعة العمومية للمساهمين، كما أجاز أن تتضمن هذه الأسهم أي ميزة أخرى إضافية، ولكنه أيضا لم يجز أن تكون لهذا السهم أصوات متعددة بأي حال من الأحوال، كذلك نص هذا التشريع على أنه إذا كانت هناك أسهم ممتازة قد سبق إصدارها فعلاً في إحدى الشركات، فلا يجوز إصدار أي أسهم أخرى جديدة تكون لها أولوية عليها في اقتضاء مثل هذه الحقوق إلا بموافقة جمعية خاصة مكونة من أصحاب هذه الأسهم الممتازة السابقة، والذين يضارون من مثل هذا الإصدار الجديد، كما أوضح هذا التشريع أنه يلزم بعد ذلك موافقة الجمعية العمومية للمساهمين، وأن هذا الحكم يسري أيضا عند تعديل أو إلغاء أي حقوق أخرى مثل حق الأولوية المقرر لحملة هذه الأسهم الممتازة، كذلك فإن الأنظمة المعمول بها في المملكة العربية السعودية قد أخذت النهج نفسه [٥؛ ص٢٦٢]، حيث يسمح النظام في المملكة بوجود أسهم ممتازة تضمن عائدًا معينًا أو أي حقوق أخرى، غير أنه أيضًا لم يجز أن تكون لأصحاب هذه الأسهم أصوات متعددة، وقد جاء ذلك واضحا في نص المادة ١٠٣ من نظام الشركات الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٦ بتاريخ ١٣٨٥/٣/٢٢هـ الموافق ١٩٦٥م، وبالإضافة لذلك فقد لوحظ أنه قبل بداية السبعينات اشتهرت في الولايات المتحدة الأمريكية الأسهم الممتازة التي قيمها الأساسية مائة دولار، وكان أكبر المشترين لتلك الأسهم شركات التأمين وصناديق المعاشات [٦؛ ص٦١]، حيث وجدت هذه الهيئات التأمينية في مثل هذه الأسهم الممتازة أداة جذابة للاستثمار، تتطابق مع أهدافها في الاستثمار طويل الأجل، ثم تحولت جاذبية الاستثمار في الأسهم الممتازة بعد ذلك أكثر إلى جانب فئات أخرى من صغار المستثمرين، حيث ظهرت هناك أسهم ممتازة بقيم إسمية ٢٥، ٢٠، ١٠ دولارات والتي أصدرتها شركات الخدمات وشركات المنافع الأخرى المختلفة، هذا ومن أشهر الأسهم الممتازة المتداولة في بورصة نيويورك الأسهم الممتازة لشركات [٧؛ ص٤١٣] (Baxter Lab, International Minerals, American Telephone and Telegraph (AT & T)) أما الأسهم الممتازة التي تتداول في الأسواق الماليّة العربية فهي قليلة ونادرة في بعض هذه الأسواق، وغير موجودة بالمرة في البعض الآخر. نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر الأسهم الممتازة لشركة المواصلات السلكية واللاسلكية الكويتية، والأسهم الممتازة لبنكي الاعتماد والإسكان الأردنيين. أما في المملكة العربية السعودية فإنه لم تتوافر من الناحية الشكلية وجود مثل هذه الأسهم

الممتازة، ورغم ذلك فإن البعض يرى أنه من الناحية الواقعية تعتبر أسهم شركات الخدمات في المملكة مثل شركات الكهرباء والغاز والنقل الجماعي، والتي تضمن الدولة بالنسبة لها عائدًا ثابتًا ومحددًا يوزع على أصحابها من الأسهم الممتازة نظرًا لمثل هذا الضمان الحكومي لأنه بالرغم من كون هذه الأسهم ضمن مجموعة الأسهم العادية بالمملكة إلا أن هناك سمات خاصة بأسهم هذه الشركات المعانة تقترب كثيرًا من سمات الأسهم الممتازة مما يظهر معه مشكلة حول تصنيفها، ومن هنا فإن مشكلة هذا البحث تتحدد بكيفية تصنيف هذه الأسهم كما نتناول المفاهيم النظرية والعملية الخاصة بطرق تقويمها «ومجتمع البحث» هنا هو أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية، والهدف هو تحديد وضع هذه الأسهم وهل هي أسهم ممتازة أم أنها أسهم عادية ذات طبيعة خاصة.

المخاطرة والعائد عند الاستثمار بالأسهم الممتازة

تشكل درجة المخاطرة ومعدّل العائد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار، ولذلك فإن عملية الاستثمار في أي أداة استثمارية تترجم دائمًا إلى درجة معيّنة من المخاطرة ومستوى معين من العائد، وأغلب النماذج التي تعرضت لدراسة سلوك المستثمر قد ركّزت على دراسة هذين العاملين [٨؛ ص١٨٥]، كذلك فإن إدارة المحفظة الاستثمارية مبنية أساسًا على الموازنة بين العائد من جهة ودرجة المخاطرة من جهة أخرى، كما أن أساس تطوير المحافظ الاستثمارية قائم على أساس تطوير طرق تقدير العائد من جهة وطرق قياس درجة المخاطرة، وعلى ذلك تكون المنفعة المتوقعة للمستثمر هي دالة في كل من هذا العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرافقة لهذا العائد، وفي قطاع الأوراق المالية يتحول المستثمرون من الاستثمار بالأسهم العادية إلى الاستثمار في أدوات العائد الثابت، كالسندات أو الأسهم الممتازة، وذلك طبقًا لما يحدث من تغيّر في هذين العاملين اللذين يؤثران على القرار الاستثماري [٩؛ ص١٠٨٩]، وبالطبع تتعرض الأسهم الممتازة للعديد من المخاطر مثلها في ذلك مثل جميع أدوات العائد الثابت، وتتضمن هذه المخاطر كلا من المخاطر السوقية (market risk) وهذه تمثل الجزء المنتظم من المخاطرة التي سببها حركة السوق ككل، والمخاطر المالية (financial risk) وهذه تمثل الجزء غير المنتظم من هذه المخاطرة، وهي أخطار تخص الأداة الاستثمارية ذاتها وتعود أساسًا لأسباب خاصة بالشركة المصدرة لهذه الأداة الاستثمارية، ومن ثم فإن

الأخطار المنتظمة (systematic risk) لا يمكن تفاديها عن طريق تنويع المحفظة، بينما يمكن عن طريق التنويع الوصول إلى المعدّل المرغوب أو المطلوب من الأخطار غير المنتظمة (unsys-tematic risk) ، كما أنه عن طريق الاختلاف بين نسب أوزان العناصر المشتركة في تكوين المحفظة يمكن أن تحدد إلى درجة ما من مستوى درجة هذه المخاطرة المنتظمة.

وعلى ذلك يمكن تحديد أهم المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها الاستثمار في الأسهم الممتازة، وتتمثل في مخاطر التغيّر المستمر في أسعار الفائدة، ومخاطر التضخم وانخفاض القيمة الشرائية للنقود، كما يمكن تحديد أهم المخاطر غير المنتظمة وتتمثل في مخاطر التخلف أو التوقف عن الدفع، ومخاطر الاستهلاك أو الاستدعاء للسهم الممتاز، كذلك فإن تكلفة التمويل عن طريق إصدار أسهم ممتازة إذا ما نظرنا إليها من وجهة نظر الشركات المصدِّرة لمثل هذه الأداة الاستثمارية، فسوف نجد أن هذه التكلفة تصبح مرتفعة بدرجة أكبر إذا ما كانت هذه الأسهم من النوع التراكمي أو من النوع المشارك (cumulativer or particpating) كما تتحمل الشركة المصدرة للسهم الممتاز أيضا نوعا من المخاطرة ناجمًا عن انخفاض سعر الفائدة الشائع بالسوق، وعلى ذلك فقد تحقق أرباحا نتيجة لارتفاع سعر الفائدة بالسوق المالية عن العائد الثابت الذي تضمنه للسهم الممتاز، كما قد تحدث الحالة العكسية. ونستعرض الآن أهم هذه المخاطر طبقا لهذا الترتيب.

مخاطر التغير في أسعار الفائدة بالسوق

إن أي زيادة في سعر الفائدة عديم المخاطرة الشائع بالسوق سوف تنعكس في صورة انخفاض للقيمة السوقية لأدوات العائد الثابت عمومًا، والعكس صحيح بالطبع، حيث ترتفع القيمة السوقية لجميع أدوات العائد الثابت عمومًا، ومنها الأسهم الممتازة إذا ما انخفض المعدّل الشائع لسعر الفائدة بالسوق [١٠؛ ص ص ٣ ـ ٤] ولأن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق معيّن، لذلك فإنها تتأثر كثيرًا بارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة الشائعة بالسوق، لأن تذبذب القيمة السوقية لأدوات العائد الثابت يكون أكبر كلما كانت مدة الاستثمار أطول، ولتوضيح ذلك نفترض أن هناك شخصًا أمامه بديلين للاستثمار إما أن يستثمر مبلغ ١٠٠٠ ريال في سند يشتري بقيمته الأساسية ١٠٠٠ ريال، ويعاد بنفس هذه

القيمة الأساسية، أو أن يستثمر هذا المبلغ نفسه (١٠٠٠ ريال) في شراء عشرة أسهم ممتازة بالقيمة الأساسية للسهم وهي ١٠٠ ريال، وبفرض أن سعر الكوبون بالنسبة للسند كان ٨,٥٪، وكان العائد الثابت المضمون بالنسبة للسهم الممتاز هو أيضا ٨,٥٪. كذلك بفرض أن تاريخ الاستحقاق للسند هو سنة واحدة أو ٥ أو ١٠ أو ١٥ أو ٢٠ سنة طبقا لترتيب هذه الحالات، فإذا ما حدث تغير في سعر الفائدة الشائعة وبفرض أن سعر الفائدة هذا أصبح ١٠٪. فإن القيمة المناسبة لكل من هذا السند وهذه الأسهم الممتازة سوف تصبح كما يلي:

جدول رقم ١. القيمة الحالية لكل من السند والأسهم الممتازة طبقا للتغير في سعر الفائدة[1] مدة الاستحقاق

	مدة الاستحقاق	سعر الكوبون للسند ٪	القيمة المناسبة عند سعر فائدة ٨,٥٪	القيمة المناسبة عند سعر فائدة ١٠٪	التغير في القيمة بالريال
السند	١	٨,٥	١٠٠٠	٩٨٦,٣٦	١٣,٦٤-
	٥	٨,٥	١٠٠٠	٩٤٣,١٤	٥٦,٨٦-
	١٠	٨,٥	١٠٠٠	٩٠٧,٨٣	٩٢,١٧-
	١٥	٨,٥	١٠٠٠	٨٨٥,٩١	١١٤,٠٩-
	٢٠	٨,٥	١٠٠٠	٨٧٢,٣٠	١٢٧,٧٠-
الأسهم الممتازة	∞	٨,٥	١٠٠٠	٨٥٠	١٥٠,٠٠-

(١) القيمة الحالية للسند المستحق بعد ٢٠ سنة (P_β) في ظل معدّل فائدة ١٠٪ هي:

$$P_\beta = \sum_{n=1}^{20} \frac{85}{(1,1)^n} + 1000\,(1.1)^{-20} = 872.3$$

أما القيمة الحالية للأسهم الممتازة (P_s) فهي: $P_s = 10\ [\frac{8.5}{0.10}] = 850$

وذلك حيث يمثل العائد الدوري من السهم الممتاز دفعة دائمة وثابتة.

ويلاحظ من هذا الجدول تدرج القيمة الحالية المناسبة للسند طبقا لتاريخ الاستحقاق، كما بلغ هذا النقص في تلك القيمة بالنسبة للسند المستحق بعد ٢٠ سنة ١٢٧,٧٠ ريال فقط. في حين بلغ النقص في القيمة الحالية لهذه الأسهم الممتازة ١٥٠ ريالا، وهذا يوضح أن تأثير التغير في سعر الفائدة يكون أكبر بالنسبة للأسهم الممتازة عنه بالنسبة للسندات، ومن هنا يرى بلدرسي (Bildersee) [١١؛ ص١١٨٨] أن الاستثمار في الأسهم الممتازة يتضمن درجة مخاطرة أعلى من درجة المخاطرة عند الاستثمار بالسندات، كما قدر من وجهة نظره أن الاستثمار في الأسهم الممتازة التي تعرضها الأسواق المالية الدولية يتحمل بدرجة مخاطرة قريبة من درجة المخاطرة عند الاستثمار في الأسهم العادية ذات المخاطرة المنتظمة الضعيفة، والتي قدرها طبقا لمقياس البيتا 'β' بحوالي ٥ , ٠، وبالطبع فمن المعروف أنه طبقا لهذا المقياس فإن درجة مخاطرة السوق عند الاستثمار في الأسهم العادية هي الواحد الصحيح.

مخاطر التضخم وانخفاض القيمة الشرائية للنقود

تؤثر مخاطر التضخم على جميع أدوات العائد الثابت عموما ومنها بالطبع الأسهم الممتازة، حيث تؤثر على القيمة السوقية للسهم الممتاز، وكذلك على العائد الحقيقي الناتج منه [١٢؛ ص ص ٥٣٩ ـ ٥٤٠]، وقد لوحظ أنه في الأسواق المالية الدولية تنخفض القيمة السوقية لمثل هذه الأسهم وبشكل واضح، في حالة وجود نسب عالية للتضخم تتجاوز نسبة العائد المضمون الذي يقدمه مثل هذا السهم الممتاز، حيث يصبح العائد الحقيقي في مثل هذه الحالة سلبيًا [١٣؛ ص ٢٥٣].

هذا ويمكن حساب العائد الحقيقي من السهم الممتاز ($\bar{r}$) باستخدام القاعدة:

$$\bar{r} = \frac{r - I}{1 + I} \qquad (1)$$

حيث (r) هي نسبة العائد الثابت الذي يقدمه السهم الممتاز سنويا.

(I) هي رقم التضخم السنوي.

وكتطبيق على ذلك إذا ما كان العائد الثابت الذي يقدمه السهم الممتاز ٨,٥٪ وكان رقم التضخم في سنة ما ٤٪ فإن العائد الحقيقي في تلك السنة ($\bar{r}$) هو ٤,٣٣٪، كذلك يؤثر التضخم على القيمة الفعلية للأموال المستثمرة في هذه الأسهم الممتازة. فبفرض أنه تم استدعاء سهم ممتاز معيّن بعد خمس سنوات من تاريخ إصداره بعلاوة قدرها ١٠٪، وكانت القيمة الأساسية لهذا السهم الممتاز ١٠٠ ريال، وكان هذا السهم قد اشترى هذه بالقيمة الأساسية نفسها، كذلك بفرض أن الرقم القياسي العام لنفقة المعيشة كان في سنة الأساس وهي سنة شراء السهم ١٠٠ وأن هذا الرقم القياسي قد تغير وأصبح في تاريخ الاستدعاء ١٢٠ فإن القيمة الفعلية لسعر الاستدعاء هذا مقارنة بسنة الأساس سوف تصبح ٩١,٧ ريال، وهذا يعني أنه رغم وجود مثل هذه العلاوة فإنه حدث نقص في القيمة الفعلية للمال المستثمر في هذا السهم الممتاز وقدره ٨,٣٪، وهذا يوضح أن التضخم لا يؤثر على العائد المتوقع من هذه الأسهم فحسب، بل يؤثر كذلك على القيمة الفعلية للأموال المستثمرة في مثل هذا النوع من الأسهم.

خطر الاستهلاك (استدعاء السهم الممتاز)

تتبع كثير من الشركات التي تقوم بإصدار أسهم ممتازة كإجراء احتياطي ما ينص على حق الشركة في استدعاء هذا السهم الممتاز وإيقاف العمل به، وعادةً ما تكون هناك فترة زمنية معيّنة يمكن بعدها القيام بمثل هذا الاستدعاء، كما أنه عادة ما يكون هناك سعر للاستدعاء أعلى من السعر الأساسي للسهم الممتاز، وتقوم الشركات بإضافة مثل هذا الشرط للتحوط ضد أي انخفاض في أسعار الفائدة الشائعة بالسوق [١٤؛ ص١٠٥] حيث يمكن في مثل هذه الحالة الحصول على التمويل اللازم بتكلفة أقل نسبيا بكثير، وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء هذه تؤدي إلى خفض درجة المخاطرة بالنسبة للشركة المصدرة للسهم الممتاز، هذا وقد تكون هناك بعض الشروط الإضافية الأخرى للاستدعاء (con-ventional call) منها على سبيل المثال صرف جزء من هذا العائد الدوري المقرر يخص مددًا تتراوح بين ٣٠ و٦٠ يومًا، أو إعطاء أولوية لأصحاب هذه الأسهم الممتازة المستدعاة (preemptive right) في الحصول على أي أسهم جديدة قد تصدر بعد ذلك، ومثل هذه الاشتراطات [١٥؛ ص٢٥٢] توضع لتشجيع الاستثمار في مثل هذه الأداة الاستثمارية،

والشائع بالطبع هو الاستدعاء التقليدي، وهو يتضمن فقط عدم الاستدعاء إلا بعد مرور عدد معين من السنوات على تاريخ إصدار السهم الممتاز، وعادة ما تكون هذه المدة خمس سنوات كما قد تصل إلى ٢٠ سنة، كما أن الشائع أيضا إعطاء علاوة استدعاء بنسبة من القيمة الأساسية للسهم تتراوح ما بين ٥٪ إلى ١٠٪، ونفرض على سبيل المثال أن هذه العلاوة كانت ٨٪ وكانت هناك إمكانية لاستدعاء السهم الممتاز بعد ٥ سنوات من الإصدار، وكان هذا السهم قد اشتري بقيمته الأساسية نفسها (١٠٠ ريال)، وأن العائد المضمون الذي كان يقدمه هذا السهم الممتاز هو ٨,٥٪، فإن استدعاء مثل هذا السهم في نهاية تلك السنوات الخمس من تاريخ إصداره سوف يجعل معدل العائد المتوقع من الاستثمار في هذا السهم الممتاز ٨,٩٪[٢]، حيث:

$$100 = \sum_{n=1}^{5} \frac{8.5}{(1+r)^n} + 108(1+r)^{-5}$$

كما يمكن استخدام الطريقة التقريبية لإيجاد هذا العائد المتوقع (f) طبقا للقاعدة:

$$f = \frac{D + (p_t - p_0)/M}{(p_t + p_0)/2} \qquad (2)$$

حيث (f) نسبة العائد المتوقع من السهم الممتاز

(D) مقدار العائد الثابت من السهم الممتاز

(p_t) القيمة الاستدعائية للسهم الممتاز عند السنة (t)

(p_0) القيمة الأساسية أو سعر الشراء للسهم الممتاز

(M) عدد السنوات حتى تاريخ الاستدعاء

والعائد المحسوب طبقا لهذه القاعدة التقريبية هو ٩,٧٪، ورغم ما يظهر من أن هذا الاستدعاء كان مفيدًا للمستثمر حيث ارتفع العائد المتوقع من الاستثمار هنا إلى ٨,٩٪ بدلا من ٨,٥٪ إلا أنه إذا ما نظرنا للموضوع من وجهة نظر أخرى، وذلك في حالة افتراض أن

---

(٢) تم هنا إيجاد قيمة العائد المتحقق (س) باستخدام الاستكمال الخطي حيث:

$$\frac{\text{س} - ٠,١٠}{٠,٠٩٥ - ١٠} = \frac{٩٩,٢٨ - ١٠٠}{١٠١,٢٤ - ٩٩,٢٨}$$

ومنها ينتج أن س = ٠٩٨,٠.

سعر الفائدة الشائعة قد انخفض بعد مرور خمس سنوات من تاريخ إصدار هذا السهم الممتاز، وذلك من ٨,٥٪ إلى ٧٪، ولم يكن هذا السهم الممتاز يتضمن حق الاستدعاء هذا، فإن العائد المتحقق في حالة بيع مثل هذا السهم سوف يصبح ١١,٨٪ حيث تصبح قيمة السهم في نهاية هذه السنوات الخمس ($p_5 = \frac{8.5}{0.07} = 121.43$) وعلى ذلك تكون معادلة القيمة الحالية لهذا الاستثمار:

$$100 = \sum_{n=1}^{5} \frac{8.5}{(1+r)^n} + 121.43\,(1+r)^{-5}$$

وهذا يعني أن انخفاض سعر الفائدة الشائعة بمقدار ١,٥٪ قد نتج عنه زيادة في معدل العائد المتحقق من الاستثمار قدرها ٣,٣٪ سنويا.

خطر التوقف عن الدفع

تتعرض الأسهم الممتازة لخطر التوقف عن الدفع أو التخلف عن الدفع مثلها في ذلك مثل السندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات الخاصة، وتكون درجة مخاطرة التوقف عن الدفع هنا أعلى [٣؛ ص٢٨٨] لأن أصحاب هذه الأسهم الممتازة يعطون أصحاب تلك السندات أولوية عند التقدم لاقتضاء حقوقهم في حالة التصفية، وتتضمن تلك الحقوق بالطبع كلا من العائد الدوري المضمون والقيمة الأساسية للسهم الممتاز، وطبقا للخبرة الأجنبية في هذا المجال [١٦؛ ص٢٦٥] فإن مخاطرة التوقف عن الدفع بالنسبة للأسهم الممتازة كانت قريبة إلى حد كبير من مخاطرة التوقف عن الدفع بالنسبة للسندات التي تصدرها الشركات والمؤسسات الخاصة المختلفة، لأن السندات الحكومية لا تتعرض في الواقع لمثل هذه المخاطرة، هذا وقد لوحظ أنه طبقا للبيانات التي تنشرها كل من مؤسسة Standard & Poor's ومؤسسة Moody [١٧؛ ص٥٧ و١٨]، فإن الأسهم الممتازة التي قيمتها السوقية عالية، عادة ما يكون مردودها النسبي ضعيفا، حيث يحسب هذا العائد الثابت من القيمة الأساسية للسهم الممتاز بينما يقارن هذا الناتج بالنسبة للقيم السوقية للسهم، كذلك يعكس التذبذب المستمر في تلك القيمة السوقية مقدار درجة المخاطرة

المرافقة عند الاستثمار في مثل هذه الأداة الاستثمارية، هذا ويستخدم لتقدير العائد الكلي من السهم الممتاز في السنة (t) العلاقة:

$$R_t = \frac{D + p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} \qquad (3)$$

حيث (R_t) هي معدل العائد الكلي في السنة (t) ويشمل كلا من العائد الدوري الثابت والعائد الرأسمالي

(D) هي العائد الدوري الثابت

(p_t) هي القيمة السوقية للسهم الممتاز في نهاية السنة (t)

(p_{t-1}) هي القيمة السوقية للسهم في بداية السنة (t)

فعلى سبيل المثال بفرض أن القيمة السوقية لسهم ممتاز معيّن كانت في بداية عام معيّن ١٣٥ ريالاً وقد أصبحت قيمته في نهاية هذا العام ١٤٠ ريالاً، وكان معدّل العائد الثابت الذي يقدمه هذا السهم الممتاز ٨,٥٪ وقيمته الأساسية ١٠٠ ريال فإن العائد الكلي من هذا السهم هو ١٠٪، هذا ولقد ركّزنا تحليلنا هنا على المخاطر التي يتحملها المستثمر عند الاستثمار في هذه الأسهم الممتازة، غير أنه تجدر الإشارة إلى أن هناك نوعا آخر من المخاطر تتحمله كذلك الشركة المصدرة لهذه الأسهم الممتازة، وخاصة إذا ما كانت هذه الأسهم من النوع التراكمي أو من النوع المشارك، حيث تؤثر مثل هذه الأنواع من الأسهم الممتازة على موقف الشركة بالنسبة لعملية توزيع الأرباح، وبذلك تصبح تكلفة التمويل في مثل هذه الحالات مرتفعة بشكل أكبر، وهذا هو السبب الذي يدفع كثيرا من الشركات في وقتنا الحالي إلى تفضيل رفع رأس مالها وتوفير السيولة اللازمة عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة بدلاً من إصدار مثل هذه الأسهم الممتازة وتحمل مثل هذه المخاطرة [١٩؛ ص٩١٣].

تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

إن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يمكن أن نعبّر عنها بمعدّل العائد على الاستثمار في مثل هذه الأسهم الممتازة، وذلك بفرض أنه لا توجد أي مصروفات أخرى للحصول على هذا التمويل، وحيث إن الأسهم الممتازة هي أوراق مالية أبدية (perpetual) توزع ربحًا

ثابتًا في الأغلب ولا تستحق بعد سنوات محدودة أو معيّنة [٢٠ ؛ ص٨٨٣]، لذلك فإن العائد المتحقق عند الاستثمار في مثل هذه الأسهم الممتازة (r_{ps}) يساوي الربح الموزع السنوي (D_p) مقسوما على سعر السهم الممتاز في السوق (p_m) أي أن :

$$r_{ps} = D_p / p_m \qquad (4)$$

كما يمكن كتابة العلاقة السابقة على الصورة :

$$p_m = D_p / r_{ps} \qquad (\bar{4})$$

وهذه العلاقات تربط بين سعر السهم الممتاز بالسوق وكل من العائد الثابت الذي يقدمه ومعدّل العائد المتحقق من الاستثمار في مثل هذه الأسهم ، هذا كما يفترض في التحليل السابق أنه لا توجد هناك أي نفقات أخرى لتسويق مثل هذا السهم الممتاز، ولكن في الحقيقة توجد هناك أتعاب لتسويق السهم الممتاز، كما أنه إذا كان السهم الممتاز معروضًا للبيع لأول مرة فإنه تكون هناك مصاريف إصدار وهذه يجب أخذها في الحسبان ، وبفرض أن نسبة نفقات التسويق والإصدار هي (F) ، حيث (F) نسبة من القيمة الأساسية للسهم فإنه يمكن إعادة كتابة القاعدة السابقة لتأخذ الصيغة التالية :

$$r_{ps} = D_p / P_n (1 - F) \qquad (5)$$

فعلى سبيل المثال إذا قدرت النفقات الخاصة بإصدار السهم الممتاز وتسويقه بمقدار ٥ ريالات وكانت القيمة الأساسية لهذا السهم الممتاز ١٠٠ ريال والعائد المضمون الذي يقدمه ١٠ ريالات ، وبفرض أنه تم عرض هذا السهم الممتاز بالسوق المالية ولأول مرة بسعر قدره ٩٠ ريالاً ، فإن تكلفة التمويل (r_{ps}) طبقا للمعادلة (5) هي ١١,٧٪ ، هذا ولقد أخذنا هنا بعين الاعتبار نفقات الإصدار وكذلك الأتعاب التي تدفعها الشركة للبنك القائم بتسويق تلك الأسهم ، كذلك ترتفع تكلفة التمويل هنا إلى ١٢٪ إذا بيع هذا السهم الممتاز بمقدار ٨٧,٧٢٪ ريال .

وتجدر الإشارة هنا إلى أن العلاقة (D_p/p_m) هي عبارة عن نسبة العائد الموزع إلى القيمة السوقية (divided yield) فإذا ما افترضنا أن العائد الثابت لسهم معين هو ٧ ريالات والقيمة السوقية لهذا السهم ١٠٥ ريالات ، فإن نسبة العائد الموزع إلى تلك القيمة السوقية

في تلك الحالة هي $\frac{٢}{٣}$ ٦٪ وهذه يعبر عنها بمعدل العائد المتحقق من الاستثمار في هذا السهم الممتاز وهذا بالطبع يختلف عن العائد المطلوب عند الاستثمار في مثل هذه الأسهم.

العائد المطلوب عند الاستثمار بالأسهم الممتازة

العائد المطلوب عند الاستثمار في الأسهم الممتازة هو الحد الأدنى من العائد الذي يمكن معه اقناع المستثمرين بالاستثمار في مثل هذه الأسهم، وعلى ذلك يجب أن يساوي هذا العائد المطلوب كلا من العائد عديم المخاطرة (free risk) بالإضافة إلى قسط العائد المقابل للمخاطرة في مثل هذه الأسهم (risk premium) [٢١؛ ص٣٧٥]، وعلى ذلك تكون:

$$r_{ps} = r_F + r_K \qquad (6)$$

حيث (r_{ps}) هي العائد المطلوب عند الاستثمار بالأسهم الممتازة

(r_F) هي قسط العائد عديم المخاطرة "Free Risk Premium"

(r_K) هي قسط العائد المقابل للمخاطرة "Risk Premium"

كما يمكن تقسيم قسط العائد المقابل للمخاطرة إلى جزءين، قسط للتعويض عن المخاطر المنتظمة (r_{Km}) وقسط مقابل للمخاطر غير المنتظمة (r_{Ku}) حيث تتضمن المخاطرة الكلية كلا من المخاطرة السوقية (market risk) وتمثل الجزء المنتظم والمخاطرة المالية (financial risk) وتمثل الجزء غير المنتظم. وعلى هذا يمكن كتابة العلاقة السابقة على الصورة:

$$r_{ps} = r_F + r_{km} + r_{ku} \qquad (\bar{6})$$

فإذا ما انتقلنا لمعدل العائد الفعلي من الأسهم الممتازة فلقد أوضحت الدراسات [٢٢؛ ص٩١٤] التي أجريت بالولايات المتحدة أن العائد منها عادة ما يكون قريبا جدا من العائد من سندات الشركات، وذلك طبقا لمؤشر Moody's وأن هذا العائد المضمون الذي عادة ما يتحدد عند إصدار السهم الممتاز ويبقى ثابتا لمدة غير محدودة أو حتى تاريخ استدعاء السهم الممتاز، هذا العائد قد تغير سعره من فترة لأخرى طبقا لتغيرات أسعار الفائدة الشائعة بالسوق [٢٣؛ ص٨٦٣].

كذلك يرى نيرساو (Nursaw) [٦ ؛ ص٦١] أن معدّل العائد الدوري الثابت هذا الذي تقدمه الأسهم الممتازة في بعض الدول كالمملكة المتحدة وطبقًا للبيانات التاريخية كان عائدًا ضعيفًا نسبيًا إذا ما قورن ذلك بالعائد المتحقق من الاستثمار في الأسهم العادية، وقد أوضح أن قرار الاستثمار في هذه الأسهم الممتازة يعتمد في المقام الأول على هذا الحد الأدنى من العائد المطلوب عند الاستثمار في هذه الأسهم، وأنه إذا ما كان هذا العائد المضمون من أي سهم ممتاز أكبر من هذا الحد الأدنى المطلوب، فإن الاستثمار في مثل هذه الأداة يعتبر جذابا وخاصة بالنسبة للهيئات المستثمرة التي تفضل الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل كصناديق المعاشات وهيئات التأمين، هذا ولقد تراوح متوسط العائد من الأسهم الممتازة خلال السبعينات وبداية الثمانينات في الأسواق المالية الدولية ما بين ٦,٧٥٪ إلى ٩,٠٧٪ حيث بلغ هذا العائد ٨,٢٣٪ في عام ١٩٧٤م ثم أصبح ٩,٠٧٪ في عام ١٩٧٩م طبقا لمؤشر Moody's. ولقد كان هذا العائد أكبر قليلا من العائد من السندات الحكومية، وذلك لأن الاستثمار في هذه الأسهم الممتازة يتحمل بدرجة مخاطرة أعلى، كما تظهر هذه البيانات أن هذا العائد كان قريبا من العائد من سندات الشركات [٣ ؛ ص٢٩٣]. وننتقل الآن لكيفية تقدير القيمة المناسبة للسهم الممتاز ونعني بها القيمة التي يمكن أن يباع أو يشترى بها السهم الممتاز وهذا ما اصطلح على تسميته بالتقويم أو التقييم.

تقويم السهم الممتاز

نظرا لأن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق معيّن، ويستثمر فيه عادةً من أجل العائد الدوري، لذلك يمكن اعتباره دفعة دائمة ومنتظمة، وعليه يمكن تقويمه على هذا الأساس، وذلك في حالة الرغبة في الاحتفاظ به لمدة طويلة، وتكون القيمة الحالية المناسبة لهذا السهم الممتاز (p_0) في هذه الحالة[٣] هي :

$$p_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r)^n} = \frac{D}{r} \qquad (7)$$

---

(٣) باستخدام التكامل تكون

$$p_0 = \int_0^{\infty} D(n)\, e^{-rn}.dn$$

فإذا افترضنا أن $D(n)$ ، r ثوابت فإن :

$$p_0 = D\left[-\frac{1}{r}\ e^{-rn}\right]_{n=\infty} - D\left[-\frac{1}{r}\ e^{-rn}\right]_{n=0} = \frac{D}{r}$$

حيث تكـون هذه التـدفقـات عبارة عن سلسلة متتالية لا نهائية من القيم المتساوية التي تستحق في نهاية كل سنة (constant infinite sequence) كذلك يمكن إيجاد معدّل العائد المتحقق من هذا السهم الممتاز باستخدام العلاقة:

$$r = D/p_0 \qquad (8)$$

حيث (D) هي العائد الدوري الثابت الذي يقدمه السهم الممتاز

(r) هي سعر العائد المتحقق عند الاستثمار بهذا السهم الممتاز

(n) هي مدة الاحتفاظ بالسهم الممتاز وهي هنا مدة أبدية ($n = \infty$)

(p_0) هي القيمة المناسبة الحالية لهذا السهم الممتاز

والقاعدة (١) "capitalization formula" تدل على أن القيمة المناسبة للسهم الممتاز تتناسب طرديًا مع قيمة العائد الدوري الثابت الذي يقدمه هذا السهم، وعكسيا مع سعر الفـائـدة الشائع أو المطلوب عند الاستثمار بهذا السهم [٢٤؛ ص ١٨٠ ـ ١٨١ و ٢٥؛ ص٨٤]. وعلى ذلك إذا ما كان هناك سهم ممتاز قيمته الأساسية ٤٠٠ ريال، ويقدم عائدا ثابتا ٦٪، وبفرض أن العائد المطلوب عند الاستثمار في مثل هذا السهم هو ٨٪ فإن القيمة السوقية المناسبة لهذا السهم طبقا للقاعدة السابقة هي ٣٠٠ ريال، لكن قد يكون هدف المستثمر الاحتفاظ بالسهم الممتاز لمدة محدودة، ولتكن مثلا خمس سنوات، ففي مثل هذه الحالة يمكن معاملة هذا السهم الممتاز بطريقة مشابهة تماما للطريقة التي يتم بها حساب القيمة الحالية للأسهم العادية[٤] مع فرض ثبات العائد الدوري وذلك باستخدام القاعدة:

$$p_0 = \sum_{n=1}^{N} \frac{D}{(1+r)^n} + \frac{p_N}{(1+r)^N} \qquad (9)$$

حيث (N) هي مدة الاحتفاظ بالسهم مقدرة بالسنوات.

(p_N) هي القيمة السوقية المتوقعة لهذا السهم الممتاز في نهاية مدة الاحتفاظ (N).

---

(٤) وفي حالة ما إذا كانت الفترة محدودة وهي (N) فإن:

$$p_0 + D\,[1+r]^{-1} + (1+r)^{-2} + \ldots\ldots\ldots (1+r)^{-N}] + p_N\,(1+r)^{-N}$$

وينتج أن:

$$p_0 = D\ [\frac{1-(1+r)^{-N}}{r}] + p_N\,(1+r)^{-N}$$

وعلى ذلك تكون :

$$p_0 = D\ [\frac{1-(1+r)^{-N}}{r}] + p_N(1+r)^{-N} \qquad (10)$$

وبفرض أن السهم الممتاز السابق قدرت قيمته السوقية المتوقعة بعد ٣ سنوات بمقدار ٣٦٠ ريالا حيث كانت رغبة المستثمر الاحتفاظ بهذا السهم هذه المدة فقط، فإن القيمة السوقية المناسبة لهذا السهم الآن هي { ٢٤ (١,٠٨)$^{-1}$ + ٢٤ (١,٠٨)$^{-2}$ + ٣٨٤ (١,٠٨)$^{-3}$ } وتساوي ٣٤٧,٦٣ ريالا . أما إذا كان هذا السهم معروضا بالبورصة بسعر ٣٢٠ ريالا فإنه يمكن حساب معدل العائد المتوقع من الاستثمار في هذا السهم باستخدام المعادلة { ٣٢٠ = ٢٤ (١+ع)$^{-1}$ + ٢٤ (١+ع)$^{-2}$ + ٣٨٤ (١+ع)$^{-3}$ } وهذه معادلة من الدرجة الثالثة يمكن حلها باستخدام تقريب نيوتن[٥] ويكون العائد المتوقع هو ٨,٨٪، ومن هنا تكون المشتقة الأولى للعلاقة رقم (7) هي :

$$dp / dr = D / r^2$$

كما تكون المشتقة الثانية :

$$d^2p / dr^2 = 2D / r^3$$

أي أن التفاضل الأول بالسالب والتفاضل الثاني بالموجب، وهذا يؤكد العلاقة العكسية بين التغيّر في القيمة الحالية للسهم الممتاز (p) والتغير في سعر الفائدة المستخدم (r) وأن الدالة هنا تناقصية، كذلك يمكن إيجاد مشتقة دالة القيمة الحالية للسهم الممتاز (p) بالنسبة للمتغير (n) وذلك في حالة الاحتفاظ بالسهم الممتاز لمدة محدودة وذلك من العلاقة رقم (9) السابقة وتكون :

$$\frac{dp}{dN} = \frac{\log(1+r)}{r(1+r)^N}\ [D - rp_N] \qquad (11)$$

---

(٥) بفرض أن س = ١ + ع وبضرب المعادلة في (١ + ع)$^{-1}$ ووضعها على الصورة :
د (س) = ٣٢٠ س^3 - ٢٤ س^2 - ٢٤ س - ٣٨٤ وتكون دَ (س) هي المشتقة الأولى لهذه الدالة، وعلى ذلك يكون التقريب الأول س$_1$ - $\frac{\text{د (س}_1\text{)}}{\text{دَ (س}_1\text{)}}$ = ١,٠٩٧ والتقريب الثاني س$_2$ - $\frac{\text{د (س}_2\text{)}}{\text{دَ (س}_2\text{)}}$ = ١,٠٨٨ . أي أن ع = ٠,٠٨٨ .

وهذه الدالة تكون متزايدة إذا ما كانت $(D > r\,p_N)$ وتكون متناقصة إذا ما كانت $(D < r\,p_N)$ كذلك باعتبار أن القيمة الحالية للسهم الممتاز (p) هي دالة في كل من (N ، r ، p_N ، D) وبفرض حدوث تغير في سعر الفائدة الشائع (r) فإن قيمة :

$$p\,(D, p_N, r + \triangle r, N) \approx p + (\triangle r)\frac{dp}{dr} + \ldots..$$

وذلك بالاحتفاظ بالحد الأول والثاني من مفكوك تايلور وإهمال باقي الحدود، ويكون التغيّر في القيمة الحالية الناتج عن التغيّر في معدّل الفائدة هو:

$$\triangle p \approx (\triangle r)\frac{dp}{dr} \approx -(\triangle r)\,[D\,\frac{(1+r)^{N+1}-(1+r)-Nr}{r^2\,(1+r)^{N+1}} + \frac{Np_N}{(1+r)^{N+1}}] \qquad (12)$$

وأيضا يكون التغير في القيمة الحالية للسهم الممتاز الناتج عن التغير في مدة الاحتفاظ (N) هو:

$$\triangle p \approx (\triangle N)\,\frac{dp}{dN} \approx (\triangle N)\,\frac{\log(1+r)}{r\,(1+r)^N}\,(D - rp_N) \qquad (13)$$

هذا وبفرض حدوث تغيّر في سعر الفائدة وتغير في مدة الاحتفاظ معا فإن :

$$p\,[D, p_N, (r + \triangle r), (N + \triangle N)\,] \approx p + (\triangle r)\quad\frac{dp}{dr} + \triangle N\frac{dp}{dN} + \quad \ldots.(14)$$

وذلك بالاحتفاظ بالحد الأول والثاني والثالث من مفكوك تايلور وإهمال باقي الحدود وعلى ذلك تكون :

$$\triangle p \approx (\triangle r)\,\frac{dp}{dr} + (\triangle N)\,\frac{dp}{dN} \qquad (15)$$

ومنها نستنتج أن :

$$\triangle p \approx (\triangle r)\,[\frac{D\,(1+r)^{N+1}-(1+r)-Nr}{r^2\,(1+r)^{N+1}} + \frac{Np_N}{(1+r)^{N+1}} +$$

$$(\triangle N)\frac{\log(1+r)}{r\,(1+r)^N}\,(D - r\,p_N) \qquad (16)$$

وهذا يعني أن التغيّر في القيمة الحالية للسهم الممتاز جزء منه يعود للتغيّر في سعر الفائدة، وجزء آخر يعود للتغيّر في مدة الاحتفاظ بالسهم، وعلى ذلك تقل القيمة الحالية للسهم الممتاز إذا ما ارتفع سعر الفائدة الشائع بالسوق، وفي الوقت نفسه كانت رغبة المستثمر هي الاحتفاظ بالسهم الممتاز لمدة طويلة نسبيا، والشرط اللازم هنا هو أن تكون $\{D < r\, p_N\}$ وللتطبيق على ذلك نفترض أن هناك سهمين ممتازين وليكن (x ، y) وأن كلا من هذين السهمين يقدم عائدا مضمونا ١٠٪، وأن هذا هو سعر الفائدة نفسه الشائع بالسوق عمومًا وقت إصدار هذين السهمين، وأن رغبة المستثمر كانت الاحتفاظ بالسهم (x) لمدة خمس سنوات، والسهم (y) لمدة ١٠ سنوات، وأن سعر شراء السهمين كان واحدًا في الحالتين (٤٠٠ ريال)، وهذا هو القيمة الأساسية نفسها لكل منهما، كذلك بفرض أن هذه هي القيمة المتوقعة لكلا السهمين في نهاية مدة الاحتفاظ، فإذا ما افترضنا أن سعر الفائدة بالسوق ارتفع إلى ١٢٪ فإن السهم الأول (x) سوف تهبط قيمته الحالية المناسبة وتصبح ٣٧١,١٦ ريال، أما السهم الثاني (y) فسوف تهبط قيمته الحالية المناسبة وتصبح ٣٥٤,٨٠ ريال فقط، وهذا يعني أن السهم الأول انخفضت قيمته الحالية بمقدار ٢٨,٨٤ ريال، بينما السهم الثاني انخفضت قيمته الحالية بمقدار ٤٥,٢٠ ريال، ونستنتج من ذلك أن القيمة الحالية للسهم الممتاز (p) تقل بدرجة أكبر كلما ارتفع سعر الفائدة الشائع بالسوق (r) وكلما زادت مدة الاحتفاظ بالسهم الممتاز (N) وذلك بشرط بقاء العناصر الأخرى المؤثرة ثابتة.

كذلك فإن المكسب أو الخسارة الرأسمالية الناتجة عن التغير في سعر الفائدة يمكن التعبير عنها في حالة الخسارة:

$$|\triangle p| = |(\triangle r)\ \frac{dp}{dr} + (\triangle N)\frac{dp}{dN}| \qquad (17)$$

وفي حالة المكسب:

$$|\triangle p| = |-(\triangle r)\ \frac{dp}{dr} + (\triangle N)\frac{dp}{dN}| \qquad (18)$$

والدالة هنا مكونة من مركبتين، الجزء الأول منها يتعلق بالتغيّر في معدّل الفائدة (r) أما الجزء الثاني فيتعلق بالتغيّر في مدة الاحتفاظ (N) ، وعلى ذلك فإنه في حالة الخسارة يكون الجزء الأول بالسالب والجزء الثاني بالموجب، أما في حالة المكسب فإن الجزء الأول يصبح موجبًا والثاني أيضًا موجبًا، ومن هنا يكون المكسب الرأسمالي، أكبر عدديًا من قيمة الخسارة الرأسمالية، ولتوضيح ذلك نفرض أن هناك ثلاثة أسهم ممتازة القيمة الإسمية لكل منهما ٤٠٠ ريال، وهي القيمة المتوقعة نفسها لهذه الأسهم في نهاية مدة الاحتفاظ (N) ، وأن سعر الفائدة الشائع وقت إصدارها جميعا ١٠٪، وأنه حدث تغيّر في سعر الفائدة (± ٠,٠٢). بناء على ذلك يمكن عرض التغير الحادث في قيمة هذه الأسهم والربح أو الخسارة الرأسمالية في تلك القيمة حسب ما هو موضح بالجدول التالي:

حالات	مدة الاحتفاظ (N) بالسهم الممتاز	القيمة عند سعر فائدة ٨٪	الربح الرأسمالي	القيمة عند سعر فائدة ١٢٪	الخسارة الرأسمالية
١	٤ سنوات	٤٢٦,٥٠ ريال	٢٦,٥٠ ريال	٣٧٥,٧٠ ريال	٢٤,٣٠ ريال
٢	٨ سنوات	٤٤٥,٩٧ ريال	٤٥,٩٧ ريال	٣٦٠,٢٦ ريال	٣٩,٧٤ ريال
٣	١٢ سنة	٤٦٠,٢٩ ريال	٦٠,٢٩ ريال	٣٥٠,٤٥ ريال	٤٩,٥٥ ريال

ويلاحظ هنا أنه في جميع هذه الحالات كانت القيمة المطلقة للربح الرأسمالي الناتج أكبر من القيمة المطلقة للخسارة الرأسمالية الناتجة عن القدر نفسه من التغير في سعر الفائدة، وذلك بشرط بقاء العناصر الأخرى المؤثرة ثابتة، كذلك فإنه كلما زادت مدة الاحتفاظ بالسهم الممتاز (N) مع ارتفاع سعر الفائدة الشائع بالسوق (r) ، وبقاء العناصر الأخرى المؤثرة ثابتة، فإن التغير الحدي في القيمة الحالية للسهم الممتاز سوف يأخذ شكل قانون الغلّة المتناقصة، فبفرض أن هناك أربعة أسهم ممتازة تقدم كل منها عائدا مضمونا ١٠٪، والقيمة الأساسية لكل منها ١٠٠ ريال، وهي القيمة نفسها عند بداية ونهاية مدة الاحتفاظ (N) ، وأن سعر الفائدة الشائع كان ١٠٪ ثم أصبح هذا السعر ١٢٪، فإن التغيرات التالية سوف تحدث في القيمة المناسبة لهذه الأسهم الممتازة:

حالات	مدة الاحتفاظ بالسهم (N)	القيمة عند سعر فائدة ١٠٪	القيمة عند سعر فائدة ١٢٪	النقص في القيمة	التغير ٪	التغير الحدي
١	٤ سنوات	١٠٠ ريال	٩٣,٩٣ ريال	٦,٠٧ ريال	٦,٠٧	٦,٠٧
٢	٨ سنوات	١٠٠ ريال	٩٠,٠٦ ريال	٩,٩٤ ريال	٩,٩٤	٣,٨٧
٣	١٢ سنة	١٠٠ ريال	٨٧,٦١ ريال	١٢,٣٩ ريال	١٢,٣٩	٢,٤٥
٤	١٦ سنة	١٠٠ ريال	٨٦,٠٥ ريال	١٣,٩٥ ريال	١٣,٩٥	١,٥٦

ومن الملاحظ هنا أن التغيّر الحدي قد تناقص مقداره تدريجيًا مع زيادة مدة الاحتفاظ بالسهم الممتازة، وأن هذا التناقص أخذ شكل قانون الغلة المتناقصة، وهذا يعني أن أفضلية الاستثمار في مثل هذه الحالة تتحقق عن طريق الاحتفاظ بالسهم الممتاز لمدة قصيرة نسبيا، وهذا بالطبع في حالة توافر شرط بقاء العناصر الأخرى المؤثرة ثابتة. هذا وتجدر الإشارة هنا إلى أن نماذج التقييم التي تم عرضها هنا هي نماذج صالحة للتطبيق فقط على الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل أو غير المشاركة، وهذه هي الحالة الشائعة أو الغالبة، أما الحالات الخاصة من الأسهم الممتازة كالنوع المشارك أو القابل للتحويل لأدوات استثمارية أخرى فهي خارجة عن مجال هذه الورقة، وننتقل الآن بعد هذا العرض إلى تحليل بيانات أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية، وذلك لتوضيح مدى اقتراب صفات هذه الأسهم من الصفات الخاصة بالأسهم الممتازة، رغم كونها ضمن الأسهم العادية بالمملكة.

أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية

يثور كثير من الجدل حول أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية، والتي تضمن الدولة بالنسبة لها عائدًا ثابتًا ومحددًا يوزع على أصحابها، وذلك حول إمكانية اعتبار هذه الأسهم من الناحية العملية أسهم ممتازة طبقا لهذا الضمان الحكومي، أم أنها تعتبر أسهمًا عادية ذات طبيعة خاصة، حيث تبقى أرباحها الموزعة ثابتة على الدوام (non dividend growth common stocks).

للرد على مثل هذا التساؤل يلزم هنا تحليل بيانات أسهم هذه الشركات المعانة، وتقدير العائد ودرجة المخاطرة عند الاستثمار في هذه الأسهم، وكبداية تجدر الإشارة هنا إلى أن حكومة المملكة العربية السعودية قد ضمنت مثل هذا العائد الثابت لهذه الأسهم على أساس أن تلك الشركات تقدم خدمات عامة للجمهور ضرورية ولازمة، كما أن من الإنصاف هنا كذلك أن نوضح أن الدولة تتدخل أيضا، وفي الوقت نفسه في تسعير مثل هذه الخدمات للجمهور، وترغب في أن تغطي هذه الخدمات جميع مناطق الحضر والبادية، وذلك لصالح مستهلكي هذه الخدمات من ناحية، وللرغبة في شموليتها من ناحية أخرى، ويوضح الجدول رقم ١ أهم بيانات هذه الشركات المعانة في المملكة [٢٦].

جدول رقم ١ . شركات الخدمات المعانة في المملكة العربية السعودية

مسلسل	اسم الشركة	تاريخ الإنشاء	القيمة الأساسية للسهم	عدد الأسهم بالآلاف	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	نصيب السهم الواحد من الربح أو الخسارة عام ١٩٨٩م (بالريال)	الربح الموزع للسهم ١٩٨٩م (٧٪) بالريال
١	الشركة السعودية للنقل الجماعي	١٣٩٩هـ	١٠٠ ريال	١٠,٠٠٠	١٠٠٠	(١١)	٧
٢	شركة كهرباء المنطقة الوسطى	١٣٩٩هـ	١٠٠ ريال	٨٠,٠٠٠	٦٩١٥	(٦,٨)	٧
٣	شركة كهرباء المنطقة الشرقية	١٣٩٩هـ	١٠٠ ريال	٤١٧٦٠	٤١٧٦	(١٧,٥)	٧
٤	شركة كهرباء المنطقة الجنوبية	١٤٠١هـ	١٠٠ ريال	٣٨٥٥٨	٣٨٥٥	(١٥,٥)	٧
٥	شركة كهرباء المنطقة الغربية	١٤٠٢هـ	١٠٠ ريال	٧٦٢٧٧	٧٦٢٨	(٦,٩)	٧
٦	شركة كهرباء منطقة الشمال (تبوك)	١٣٩٢هـ	١٠٠ ريال	٦٠	٦	(١١١٥)	٧
٧	شركة كهرباء عرعر	١٣٨٩هـ	٥٠ ريال	٣٠٠	١٥	(٨٩,٧)	٣,٥
٨	شركة كهرباء دومة الجندل	١٣٩٤هـ	١٠٠ ريال	٢٠٠	١٠	(٦٢,٥)	٧
٩	شركة كهرباء رفحا	١٣٩٣هـ	٥٠ ريال	٨٠	٤	(١٢٧,٥)	٣,٥
١٠	شركة كهرباء تيماء	١٣٩٧هـ	١٠٠ ريال	١٤,٤	١,٤٤	(٥٣٤,٥)	٧
١١	شركة كهرباء حقل وضواحيها	١٣٩٦هـ	١٠٠ ريال	٥,٣٦	٠,٥٣٦	(١١,٨)	٧
١٢	شركة الغاز والتصنيع الأهلية	١٣٨٣هـ	١٠٠ ريال	٥٠٠٠	٥٠٠	(٨,١)	٧

(الأرقام بين قوسين هي خسائر).

ويلاحظ من هذا الجدول أن جملة رأس مال هذه الشركات المعانة هو ٢٥,٢٠٥٩٧٦ مليار ريال موزعة على ٢٥٢,٢٥٤٧٦٠ مليون سهم. وأن أغلب هذه الشركات المعانة هي شركات كهرباء وتمثل ٨٠٪، كما تتضمن أيضا هذه الشركات المعانة شركات نقل وغاز، كذلك يلاحظ أيضا أن هذه الشركات جميعا قد حققت خسائر في عام ١٩٨٩م وأن نصيب السهم من الخسارة قد تفاوت كثيرا طبقا للعنصر المكاني بين شركة وأخرى، وأن نصيب السهم من الخسارة كان متقاربا بالنسبة للشركات ذات الحجم الكبير نسبيًا، كما أنه من اللافت للنظر كذلك أن نصيب السهم من الخسارة قد بلغ في شركات صغيرة الحجم نسبيًا كشركة كهرباء تبوك وشركة كهرباء تيماء ١٦٤ ضعفا، ٧٩ ضعفا على التوالي، إذا ما قورن ذلك بنصيب السهم من الخسارة في شركة كهرباء كبيرة الحجم نسبيا كشركة كهرباء المنطقة الوسطى أو شركة كهرباء المنطقة الغربية، مما يظهر أفضلية مثل هذه الشركات الكبيرة في تقديم مثل هذه الخدمات للجمهور. هذا ولقد بلغت نسبة العائد الموزع إلى القيمة السوقية للسهم في بعض هذه الشركات المعانة في عام ١٩٩٠م كما يلي: الغاز والتصنيع ٤,٧٪، النقل الجماعي ٦,٧٪، كهرباء الوسطى ٦,٢٪، وكل من كهرباء المنطقة الشرقية والمنطقة الغربية ٦,٤٪.

كما يجدر التنويه كذلك إلى أن الشركات الخمس الكبرى للكهرباء قد حققت خسائر بلغت جملتها في عام ١٤٠٢هـ مبلغ ٣١٥٨,٢ مليون ريال. كما بلغت جملة هذه الخسائر بالنسبة للشركات الثلاث الكبرى منها وهي: شركة كهرباء المنطقة الوسطى، والمنطقة الغربية، والمنطقة الشرقية في عام ١٩٨٦م مبلغ ٦٧٢٣ مليون ريال [٢٧؛ ص ص ١٤٢ - ١٤٣] مما يدل على تزايد العبء الذي وضع على كاهل الدولة في تلك الفترة، كذلك فلقد تضاعف مقدار الإعانة السنوية لهذه الشركات مرات عديدة، فعلى سبيل المثال تضاعف مقدار هذه الإعانة ٢٢ مرة خلال ٧ سنوات، حيث كان مقدار الإعانة ١٦٥ مليون فقط في عام ١٣٩٥هـ، وبلغت ٣٧٣٣ مليون ريال في عام ١٤٠٢هـ. علما بأن هذا العبء قد خفف بعض الشيء في السنوات الأخيرة وأصبح ٤٥٩٨ مليون ريال في عام ١٩٨٩م [٢٨؛ ص٢٧ و٢٩؛ ص٧]. ويعود هذا أساسًا إلى ترشيد بعض هذه الخدمات بالمملكة، وذلك بعد انتهاء فترة الوفرة أو الطفرة في ناتج قطاع النفط وعودة الاقتصاد السعودي للحالة

الـطبيعية، ونتنـاول فيما يلي درجة المخاطرة ودرجة النمو والعائد المتحقق من أسهم هذه الشركات المعانة.

درجة المخاطرة عند الاستثمار في أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة

لقد سبق توضيح أن المخاطرة الكلية عند الاستثمار بالأسهم عموما تتضمن كلا من المخاطرة المنتظمة والتي اصطلح على تسميتها المخاطرة السوقية، والمخاطرة غير المنتظمة والتي يطلق عليها المخاطرة المالية، وأنه يستخدم لحساب درجة المخاطرة المنتظمة معامل أو مقياس البيتـا "Beta" وأنه لإيجاد هذا المعامل لسهم معين تقارن تقلبات العائد من هذا السهم بتقلبات العائد من مؤشر السوق باستخدام أساليب تحليل الانحدار، ومن هنا تكون هناك علاقة واضحة بين كميات البيانات والمعلومات المتوافرة عن الشركة المصدرة للسهم وبين القيم المقدرة لمعاملات بيتا [٣٠؛ ص٤٣١]، هذا وتجدر الإشارة إلى أن المخاطرة السوقية هي أهم عناصر المخاطرة التي يجب مراعاتها، لأن عناصر المخاطرة الأخرى تميل إلى إلغاء بعضها بعضا في المحافظ ذات الكفاءة التي تراعي عنصر التنويع، أي أننا نفترض هنا أن المستثمر لديه وعي بمدى أهمية عنصر التنويع في تخفيض درجة المخاطرة، هذا ولبساطة حساب هذا المعامل «بيتا» فإن المؤسسات المالية في بلد كالولايات المتحدة [٣١؛ ص٥٣٥] تقوم بنشر هذه المعاملات بصفة دورية ومنتظمة بالنسبة لأسهم الشركات المختلفة حيث يسترشد المستثمر بهذه المعاملات لتحديد درجة المخاطرة عند الاستثمار في تلك الأسهم، وكما هو معروف فإن هناك علاقة طردية بين درجة المخاطرة ومعدل العائد، ورغم ذلك فقد تكون هناك بعض الفرص الجذابة للاستثمار، فعلى سبيل المثال لا الحصر فلقد كان العائد من أدوات العائد الثابت بالولايات المتحدة خلال الفترة ١٩٧٩ ـ ١٩٨٣م حوالي ١٨٪ وكان معدل العائد هذا متقاربا مع معدل العائد من الأسهم العادية، رغم ما هو معروف عن اختلاف درجة المخاطرة في كل منهما حيث تتحمل الأسهم العادية بدرجة مخاطرة أعلى، كذلك فإنه عادة ما يتم في هذه الأسواق العالمية الاعتماد على رقم مؤشر معين للتعبير عن رقم السـوق مثـل رقم مؤشر Standard & Poor's فإذا كان معامل «بيتا» لسهم معين يساوي الواحد الصحيح فإن درجة مخاطرة هذا السهم تكون مشابهة لدرجة مخاطرة السوق عموما، وبالطبع إذا كان رقم البيتا أقل من الواحد الصحيح كانت درجة المخاطرة أقل من مخاطرة

السوق، هذا ولعدم وجود مؤشر مالي في المملكة العربية السعودية يحمل حتى الآن صفة الانتظام والانتشار وديمومة النشر(٦) لذلك فقد تم الاعتماد على المتوسط التاريخي للعائد من الأسهم السعودية [٣٣؛ ص ص ٢٢ ـ ٢٣] وذلك كبديل لمثل هذا المؤشر، ومن هنا أمكن استخدام أسلوب تحليل الانحدار وإجراء تحليل لبيانات العائد من أسهم شركات الخدمات المعانة مع البيانات الممثلة للعائد من السوق عموما باستخدام النموذج الخطي البسيط:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i$$

حيث (α_i) هي الجزء الثابت من العائد الذي لا يعتمد على أحوال السوق للسهم (i)

(β_i) هي معامل الانحدار للسهم (i)

(R_m) هي الرقم الممثل لمؤشر السوق (m)

(R_i) هي العائد من السهم (i)

(e) هي الخطأ العشوائي ومتوسطه الصفر وتباينه σ^2 ويتمثل فيه الجزء غير المنتظم من المخاطرة.

وطبقا لنظرية تسعير رأس المال "CAPM" فإن أسعار العائد على أدوات الاستثمار المختلفة بالسوق تصل إلى حالة التوازن [٣٤؛ ص٤٠٨] عندما تتحقق العلاقة:

$$E(r_i) = r_F + \beta_i [E(r_m) - r_F]$$

كما أن هناك شرطين لاعتبار السوق المالية ذات كفاءة وهما: توافر المعلومات عن الأوراق المالية بالإفصاح عنها "disclosure" ونشر المعلومات بسرعة وبكلفة ضئيلة، والشرط الثاني أن تكون تكاليف المبادلات للأوراق المالية منخفضة [٣٥؛ ص١٣٥].

---

(٦) تجدر الإشارة هنا إلى أنه توجد الآن بعض المؤشرات المالية عن الأسهم في المملكة العربية السعودية منها مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية، كما قامت جامعة الملك سعود بإنشاء مؤشر موزون يتبع أسلوبًا مشابهًا لأسلوب مؤشر Standard & Poor's ويتضمن أربعة مؤشرات نوعية علاوة على المؤشر العام [٣٢]. كما قدم بنك الرياض ابتداءً من أول يناير ١٩٩١م مؤشرًا لقياس أداء أهم ٣٠ شركة سعودية مساهمة R.B. 30 وهذا المؤشر عبارة عن متوسط موزون لأسعار أسهم هذه الشركات الثلاثين وقد بلغ رقم هذا المؤشر ١٢٨ في أول مايو ١٩٩١م، مقارنة برقم المؤشر (١٠٠) في أول يناير ١٩٩١م ويرجع التحسن هنا في أداء السوق إلى زوال الحالة النفسية التي سادت المستثمرين بعد انتهاء أزمة الخليج [٢٩؛ ص ص ٧ ـ ٨].

هذا وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يلزم توفير مدى زمني معقول للبيانات التي سيتم تحليلها لأنه إذا كان هذا المدى الزمني غير مناسب فإنه لا يمكن الوصول إلى نتائج منطقية، كما أن الدراسة التي تغطي فترات زمنية أكثر من اللازم قد تكون نتائجها أيضا مضللة، حيث تتأثر هذه النتائج كثيرًا ببيانات تخص فترة زمنية سابقة أكثر من تأثرها بالبيانات المستحدثة، والتي قد يكون سلوكها مختلفًا بشكل واضح عن السلوك السابق، وعلى ذلك يجب أن تأخذ مثل هذه البيانات المستحدثة في مثل هذه الحالة وزنًا مرجحًا أكبر لارتباط تلك البيانات بالمستقبل بدرجة أكبر. هذا ولقد قام الباحث هنا باستخدام بيانات الفترة ١٣٩٨ ـ ١٤١٠هـ لإجراء مثل هذا التحليل[٧] وحساب أرقام بيتا لهذه الشركات، ويوضح الجدول رقم ٢ هذه الأرقام وذلك بالنسبة للشركات التي أمكن تجميع بياناتها كاملة خلال تلك الفترة، ويبلغ عددها عشر شركات من بين ١٢ شركة يضمها هذا القطاع المعان.

جدول رقم ٢ . أرقام ألفا وبيتا لأسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة

مسلسل	اسم الشركة	رقم ألفا Alpha score	رقم بيتا Slope co-efficient
١	كهرباء الوسطى	٠,٠٤٣٧ـ	٠,١٧٧٠
٢	كهرباء الغربية	٠,٠٠٥٣ـ	٠,٢١٩٨
٣	كهرباء الشرقية	٠,٠٣٧١ +	٠,٨٦٢٠
٤	كهرباء الجنوبية	٠,٠٥٢٠ +	١,٠١١
٥	كهرباء الشمال «تبوك»	٠,٠٣٨١ +	٠,٩٩٨٧
٦	الغاز والتصنيع الأهلية	٠,٠١٨١ـ	٠,٣٣٧٧
٧	النقل الجماعي	٠,٠١٢١ +	٠,٢١٣٩
٨	كهرباء دومة الجندل	٠,٠١٧٨ +	٠,١٤٧١
٩	كهرباء تيماء	٠,٠٢٧٦ +	٠,١٠٥٦
١٠	كهرباء حقل وضواحيها	٠,٠٣٠٦ +	٠,٠١٢٤ـ
	متوسط أرقام بيتا لهذه الشركات		٠,٤٢

(٧) تم تشغيل هذه البيانات على الحاسب الآلي بجامعة الملك سعود واستخدمت حزمة البرامج الجاهزة "SAS" برنامج "SYSREG".

وتجدر الإشارة للملاحظات التالية :

١ ـ بالنسبة لأرقام ألفا وهي تمثل الجزء الثابت من العائد غير المتعلق بعوامل السوق فيلاحظ أنه لم تتجاوز أرقام ألفا السالبة أو الموجبة (± ٠٤ , ٠) وذلك بالنسبة لجميع أسهم الشركات المعانة. وكون الفرق بين الحدين الأدنى والأعلى ليس كبيرًا يدل على أن درجة المخاطرة عند الاستثمار في أسهم هذه المجموعة أقل نسبيًا بكثير من الاستثمار في الأسهم السعودية عموما، حيث كان هذان الحدان هما (+ ٢٢٣ , ٠ ، ـ ١٧٥ , ٠) [٣٣؛ ص٥٣]، وبالنسبة للخبرة الأجنبية في هذا المجال فلقد أوضحت دراسة عن العائد من الأسهم العادية في الولايات المتحدة أن هذه الحدود كانت (+٥٤ , ٠ ، ـ٤٣٣ , ٠) [٣٦؛ ص٢٣]، وكون هذا الفرق بين الحدين الأدنى والأعلى كبيرا يدل على أن درجة المخاطرة هنا أكبر.

٢ ـ إن متوسط درجة المخاطرة المنتظمة لأسهم هذه المجموعة المعانة وطبقا لمقياس بيتا هو ٤٢ , ٠ وهذا الرقم قريب جدًا من المعدّل الذي قدمه "Bildersee" عند دراسته لدرجة المخاطرة عند الاستثمار في الأسهم الممتازة المتداولة في بورصة نيويورك، هذا ولم تتجاوز أرقام بيتا لأي من أسهم شركات الخدمات المعانة رقم الواحد الصحيح، ومتوسط هذه الأرقام يدل على أن درجة المخاطرة عند الاستثمار في أسهم هذه المجموعة يعادل تقريبًا نصف درجة المخاطرة عند الاستثمار في سوق الأسهم السعودية عمومًا.

٣ ـ معاملات بيتا بالسالب كانت من حظ شركة واحدة فقط وهي شركة كهرباء حقل وهي شركة ذات حجم صغير نسبيًا، إن مثل هذا الرقم يدل على أنه لا يوجد أي ارتباط يذكر بين سلوك هذا السهم من جهة وسلوك مؤشر سوق الأسهم بالمملكة من جهة أخرى، وجميع هذه الملاحظات السابقة يؤكد بالطبع مدى اقتراب سمات هذه المجموعة من الأسهم المعانة من سمات الأسهم الممتازة.

درجة النمو لأسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة

تمثل درجة النمو للسهم العادي أحد المقاييس المهمة لمدى جاذبية السهم للاستثمار كما تستخدم درجة النمو في تقدير القيمة المناسبة للسهم، والعلاقة بين قيمة السهم ودرجة

النمو هي بطبيعة الحال علاقة طردية حيث تزيد قيمة السهم كلما زادت درجة النمو، وهناك قاعدة مبسطة تستخدم لتقدير درجة النمو وهي : درجة النمو = [معدّل العائد الدوري (١ - نسبة الموزع من الأرباح)]، وهذه القاعدة غير صالحة للتطبيق في حالة أسهم شركات الخدمات المعانة حيث لا توجد هناك أي أرباح في هذه الشركات، كذلك هناك ثلاثة مداخل لحساب درجة النمو للسهم العادي [٣٧] وهي كما يلي :

ا) درجة النمو في أرباح السهم

$$g_{it} = (E_{it} - E_{i,t-1}) / E_{i,\,t-1} \qquad (19)$$

وهذه الطريقة تنظر للأرباح الموزعة وغير الموزعة وهي أكثر الطرق استخدامًا.

ب) درجة النمو في العائد الموزع للسهم

$$g_{it} = (D_{it} - D_{i,\,t-1}) / D_{i,\,t-1} \qquad (20)$$

وهذه القاعدة تكون لها النتائج السابقة نفسها إذا ما كانت سياسة توزيع الأرباح للشركة ثابتة.

جـ) درجة النمو في القيمة السوقية للسهم

$$g_{it} = (p_{it} - p_{i,\,t-1}) / p_{i,\,t-1} \qquad (21)$$

وهذه الطريقة تنظر للعائد الرأسمالي الناتج عن التغير في القيمة السوقية للسهم، وهي أقل الطرق استخداما، وذلك حيث (E_{it} ، $E_{i,\,t-1}$) هي نصيب السهم (i) من الأرباح المحققة في السنوات t ، (t-1) على التوالي.

(D_{it} ، $D_{i,\,t-1}$) هي العائد الدوري الموزع للسهم (i) في السنوات (t) ، (t-1)

(p_{it} ، $p_{i,\,t-1}$) هي القيمة السوقية للسهم (i) في كل السنة (t) والسنة (t-1)

(g) هي درجة النمو للسهم (i) في السنة (t)

إن نتائج هذه الطرق الثلاث بالنسبة للأسهم المتداولة في الأسواق الدولية تكون عادة متقاربة [٣٨؛ ص٥١]، حيث تتوافر البيانات والمعلومات عن الأسهم، وحيث يوجد العديد من المؤشرات التي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري السليم، لكن في دولة نامية مثل المملكة العربية السعودية عادةً ما يكون معدّل النمو الذي يحسب على أساس

العائد الرأسمالي أعلى بكثير من معدل درجة النمو الذي يحسب طبقا للتغير في حصة السهم من الأرباح الموزعة وغير الموزعة، أو طبقا للتغير في العائد الدوري الموزع.

هذا وإذا ما نظرنا لأسهم شركات الخدمات المعانة من خلال هذه المداخل الثلاثة لقياس درجة النمو، فسوف نلاحظ أنه لا توجد أي أرباح لهذه الشركات، بل خسائر تقوم الدولة بتغطيتها من عام لآخر، كما لا يوجد أي نمو في العائد الدوري الموزع، حيث يوجد هناك شبه ثبات نسبي في هذا العائد الدوري المضمون، هذا ويستطيع المراقب المتتبع لأسعار هذه المجموعة من الأسهم أن يدرك بدون عناء أن القيم السوقية لهذه الأسهم لم تشهد أي تغير يذكر، وعلى هذا لا توجد أي أرباح رأسمالية من الاستثمار في أسهم هذه المجموعة، وخلاصة ما تقدم أنه لا توجد درجة نمو في أسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة، وهذا أيضا يؤكد أن هذه المجموعة من الأسهم من الناحية الواقعية تتميز ببعض سمات مشابهة إلى حد كبير لسمات الأسهم الممتازة وبعيدة كثيراً عن سمات الأسهم العادية.

العائد من أسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة

لقد كان معدّل العائد المضمون من الدولة على أسهم شركات الخدمات المعانة ١٥٪ واستمر هذا المعدّل ساريًا خلال فترة طفرة النفط، وذلك في منتصف السبعينات حتى الثلث الأول من الثمانينات، ثم انخفض هذا المعدّل المضمون إلى ١٠٪، وظل كذلك حتى قرب نهاية الثمانينات، حيث أصبح هذا العائد المضمون ٧٪ فقط خلال السنوات الثلاث الأخيرة، ويوضح الجدول التالي هذه المعدلات، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه رغم انخفاض معدل هذا العائد المضمون من فترة لأخرى، إلا أنه في ظل أرقام التضخم المتدنية، حيث حظيت المملكة بأرقام تضخم منخفضة نسبيًا، وذلك خلال فترة السنوات العشر الأخيرة [٣٩ و٤٠] فإن معدّل العائد المتحقق من الاستثمار في أسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة يعتبر جيدًا ومشجعا على الاستثمار في مثل هذه الأسهم المعانة، هذا ولقد كان متوسط هذا العائد الحقيقي خلال مدة ١٣ سنة هو ١١,٢٪ سنويًا، ويجدر التنويه إلى أنه قد تم هنا حساب معدل هذا العائد الحقيقي باستخدام القاعدة:

$$\bar{R} = \frac{R - I}{1 + I}$$

حيث: ($\bar{R}$) هي معدّل العائد الحقيقي السنوي

(R) هي معدّل العائد الدوري المضمون سنويا.

(I) هي رقم التضخم السنوي

ويوضح الجدول رقم ٣ هذه الأرقام خلال الفترة ١٣٩٨ ـ ١٤١٠هـ.

جدول رقم ٣. العائد الإسمي المضمون والعائد الحقيقي من الاستثمار في الأسهم السعودية المعانة

مسلسل	السنة	العائد الدوري المضمون	رقم التضخم السنوي في المملكة	رقم العائد الحقيقي السنوي
١	١٣٩٨	٠,١٥	٠,٠١٥٣	٠,١٣٢٧
٢	١٣٩٩	٠,١٥	٠,٠١٨٨	٠,١٢٨٨
٣	١٤٠٠	٠,١٥	٠,٠٣٥٨	٠,١١٠٣
٤	١٤٠١	٠,١٥	٠,٠٢٩٤	٠,١١٧٢
٥	١٤٠٢	٠,١٥	٠,٠١١٢	٠,١٣٧٣
٦	١٤٠٣	٠,١٥	٠,٠٠٨	٠,١٤٠٩
٧	١٤٠٤	٠,١٠	٠,٠١٢-	٠,١١٣٤
٨	١٤٠٥	٠,١٠	٠,٠٣٢٤-	٠,١٣٦٨
٩	١٤٠٦	٠,١٠	٠,٠١٠٣-	٠,١١١٥
١٠	١٤٠٧	٠,١٠	٠,٠٠٩-	٠,١٠٩٩
١١	١٤٠٨	٠,٠٧	٠,٠٠٨-	٠,٠٧٨٦
١٢	١٤٠٩	٠,٠٧	٠,٠٠٩+	٠,٠٦٠٥
١٣	١٤١٠	٠,٠٧	٠,٠٠٢-	٠,٠٧٢١

ويتضح من هذا الجدول السابق أن معدّل هذا العائد الحقيقي كان مناسبًا ومتقاربًا خلال تلك السنوات التي شملتها هذه الدراسة، ولقد كان تركيزنا هنا على العائد الدوري فقط حيث لم يحدث كما أسلفنا أي تغيرات تذكر في القيمة السوقية لأسهم هذه المجموعة، هذا في الوقت الذي حدثت فيه تغيرات كبيرة ولافتة للنظر في القيمة السوقية بالنسبة لأسهم

أوجه النشاط الأخرى في المملكة [٤١ ؛ ص ص ٤٢ ـ ٤٣]، فلقد تضاعفت أسعار هذه الأسهم مرات عديدة في خلال سنوات قليلة، فعلى سبيل المثال لا الحصر فلقد ارتفعت القيمة السوقية لجميع الأسهم المالية في عام ١٩٨٨، وكانت الزيادة ٨٢٪ في أسهم البنك العربي، ٧١٪ في أسهم البنك التجاري المتحد، ٦٩٪ في أسهم بنك القاهرة السعودي، ٥٦٪ في أسهم البنك السعودي الأمريكي. كما أن سهم شركة الراجحي المصرفية الذي بدأ تداوله لأول مرة في شهر فبراير ١٩٨٩م أصبحت قيمته السوقية ١٤٠٠ ريال خلال سنة واحدة فقط من بدء التداول، كما أن شركة الخزف التي وزعت ربحًا متواضعًا عن عام ١٩٨٨ بعد توقف عن صرف الأرباح لمدة تزيد على خمس سنوات ارتفعت قيمة سهمها بمعدّل ١٤٢٪ في عام ١٩٨٩، والشركة الدوائية ارتفعت قيمة سهمها في تلك السنة بمقدار ١٠٠٪ وشركة الأسمدة بمقدار ٩١٪ وبالطبع فإن جميع هذه النسب هي نسب عالية تجذب الانتباه، إن عدم وجود مثل هذه التغيرات في أسهم شركات الخدمات المعانة بالمملكة يؤيد وجهة النظر القائلة بأن هذه الأسهم تختلف في سماتها كثيرًا عن سمات بقية الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودية.

استخدام نماذج تحليل الانحدار في تقدير قيمة السهم في شركات الخدمات المعانة في المملكة

لقد استخدمت نماذج تحليل الانحدار في تقدير قيمة الأسهم بأنواعها المختلفة وكان من أشهر هذه النماذج بالأسواق المالية الدولية نموذج "Meader 1935" [٤٢ ؛ ص٦٧] حيث تم لأول مرة دراسة العلاقة بين قيمة السهم وبعض المتغيرات المهمة المؤثرة في سوق الأسهم الأمريكية، وكذلك نموذج "Weaver & Hall 1967" [٤٣ ؛ ص٧٣] في المملكة المتحدة وقد استخدم الحاسب الآلي في تقدير معلمات هذا النموذج، كما انتشرت النماذج الخاصة بالمجموعات النوعية المختلفة، وتجدر الإشارة في هذا السبيل إلى النموذج الذي قدمه أخوان سالمون (Salmon Brothers) لتقدير أسعار أسهم شركات خدمات الكهرباء [٤٤ ؛ ص٥٧] في الولايات المتحدة.

فإذا ما انتقلنا لتقدير قيمة أسهم شركات الخدمات المعانة في المملكة فسوف نجد أن هناك بالطبع عددًا كبيرًا من العوامل يؤثر على قيمة أسهم هذه المجموعة لا يمكن حصرها

أو تحديدهـا، لكننا هنا سوف نركّز على أهم تلك العوامل المؤثرة، وسوف نعتبر أن خطأ الانحـدار العشوائي تتمثل فيه محصلة جميع العناصر الأخرى التي لا يمكن تحديدها أو حصرهـا، ومن هنـا فلقـد تم تجميع البيانـات الخاصة بهذه العناصر المؤثرة خلال الفترة (١٣٩٨ ـ ١٤١٠هـ) وذلك من النشرات التي تصدرها مؤسسة النقد العربي السعودي وكل من بنك الرياض والبنك العربي الوطني، وكذلك من الدليل السنوي للشركات المساهمة الذي تصدره الغرفة التجارية الصناعية بالرياض. ويقدم جدول رقم ٤ فيما يلي تعريفًا بهذه المتغيرات الخاضعة للتحليل.

جدول رقم ٤ . المتغيرات الخاضعة للتحليل لشركات الخدمات المعانة بالمملكة

مسلسل	المتغير	تعريف المتغير	المتوسط الحسابي ($\bar{X}$)	الإنحراف المعياري (S.D)	معامل الاختلاف S.D./$\bar{x}$
١	p_{it}	قيمة السهم (i) بالريال خلال الفترة (t)	٩٣,٣	٣١,٠٢	٠,٣٣٢
٢	B_{it}	القيمة الدفترية للسهم (i) بالريال في الفترة (t)	٩٧,٥	٢٧,٩	٠,٢٨٦
٣	D_{it}	العائد الموزع للسهم (i) بالريال في الفترة (t)	١١,٨	٢,١	٠,١٧٨
٤	$p_{i,t-1}$	القيمة السوقية للسهم (i) بفترة إبطاء واحدة	٩٥,٩	٣٥	٠,٣٦٥
٥	$D_{i,t-1}$	العائد الموزع للسهم (i) بفترة إبطاء واحدة	١٢,٢	٢,٤	٠,١٩٧
٦	S_{it}	حجم السهم (i) مقدرا بالمليون سهم في الفترة (t)	٢٦,٢	٢٨,٨	١,١

هذا ولقـد تم هنـا عرض المتوسط الحسابي كمقياس للنزعة المركزية، والانحراف المعياري كمقياس للتشتت ومعامل الاختلاف لتوضيح مدى التفاوت النسبي، ويلاحظ من هذا الجـدول انخفـاض متوسط القيمة السوقية لأسهم هذه المجموعة إذا ما قورن ذلك بالقيمة الأساسية للسهم أو القيمة الدفترية، ويعلل هذا بانخفاض نسبة العائد المضمون الذي تقدمه الدولة لأسهم هذه الخدمات، كذلك لقد شهدت حركة تداول أسهم هذه المجموعة جمودًا كبيرًا في السنوات الأخيرة، وانعكس هذا في ثبات حجم التداول حيث لم يزد حجم الأسهم المتداولة في هذا القطاع المعان على ٠,٥٪ من إجمالي الأسهم المصدرة [٤٥، ص٧] ويعود هذا أيضا للسبب نفسه السالف ذكره.

ومن هنا يمكن وضع العلاقة بين هذه المتغيرات على الصورة الداليّة التالية:

$$p_{it} = f(D_{it}, B_{it}, S_{it}, p_{i,t-1}, D_{i,t-1})$$

حيث (p_{it}) متغيّر تابع (dependent variable) أما المتغيّرات الأخرى فهي متغيّرات مستقلة (independent variables).

وهذه هي الصورة العامة لبعض النماذج التي تم اختيارها:

$$p_{it} = a_0 + a_1\ D_{it} + a_2\ B_{it} + a_3\ S_{it} + a_4\ p_{i,t-1} + a_5\ D_{i,t-1} + \xi_1$$

$$\text{In}\ p_{it} = b_0 + b_1\ \text{In}\ D_{it} + b_2\ \text{In}\ B_{it} + b_3\ \text{In}\ S_{it} + b_4\ \text{In}\ p_{i,t-1} + b_5\ \text{In}\ D_{i,t-1} + \xi_2$$

$$1/p_{it} = C_0 + C_1/D_{it} + C_2/B_{it} + C_3/S_{it} + C_4/p_{i,t-1} + C_5/D_{i,t-1} + \xi_3$$

حيث a_0 ، b_0 ، C_0 ، ثوابت لهذه الدوال (constants)

a_i ، b_i ، C_i ، هي معاملات تحليل الانحدار (regression parameters)

$$i = (1, 2, 3, \ldots\ldots)$$

ξ_1 ، ξ_2 ، ξ_3 ، . . . . . هي خطأ الانحدار ويتبع التوزيع الطبيعي بتوقع صفر وتباين (σ^2).

هذا وقد أجرى الاختبار لهذه النماذج ويتضح من نتائج التحليل أن أفضل النتائج الإحصائية[٨] كانت للنماذج التالية:

ا) باستخدام ثلاثة متغيّرات كانت أفضل النتائج للنموذج:

$$p_{it} = -8.83 + 3.96\ D_{it} + 0.007\ B_{it} + 0.578\ p_{i,t-1}$$

$$(2.88) \qquad (1.98) \qquad (2.91)$$

$$R^2 = 0.935 \qquad F = 33.4 \qquad D.W = 1.99$$

ب) باستخدام أربعة متغيّرات للنموذج:

$$p_{it} = -19.26 + 8.06\ D_{it} + 0.0053\ B_{it} + 0.186\ p_{i,t-1} + 0.021\ D_{i,t-1}$$

$$(2.59) \qquad (1.72) \qquad (2.01) \qquad (1.87)$$

$$R^2 = 0.966 \qquad F = 43.01 \qquad D.W. = 2.07$$

---

(٨) تم استخدام حزمة البرامج الجاهزة "SAS" برامج "Sysreg, Stepwise" وأجرى التحليل بوحدة تحليل البيانات ـ كلية العلوم الإدارية ـ جامعة الملك سعود ـ الرياض.

ويتضح من ذلك أن أفضل النماذج تمثيلاً لأسهم الخدمات المعانة للمملكة النموذج الـذي يعتمد ـ في تقديره لقيمة السهم في شركات الخدمات المعانة ـ على كل من العائد الـدوري المـوزع والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة، وذلك بالإضافة إلى القيمة الدفترية للسهم والعائد الدوري بفترة إبطاء واحدة، هذا ولقد قدمنا لكل معادلة منها في أقـواس تحت المعاملات قيمة المقياس (t) للحكم على مدى معنوية هذا المعامل، ومدى مساهمة كل متغير تفسيري في التأثير على المتغيرات التابعة [٤٦؛ ص ص ٦٣ ـ ٦٦]، كما قدم الإحصاء (F) للوقوف على مدى حسن القياس، وقد اختيرت النماذج التي كان فيها كل من معـامل التحديد R^2 والإحصاء (F) مرتفعًا أكثر، هذا بفرض ثبات العوامل الأخرى المؤثرة، أما إحصاء ديوربن واتسون (Durbin Watson) فلقد قدمناه للوقوف على ما إذا كانت هناك مشكلة ارتباط تسلسلي، ولقد أوضحت قيمة هذا الإحصاء أنه لم يكن هناك مشكلة ارتباط تسلسلي تثير الاهتمام [٤٧؛ ص ص ٤١٠ ـ ٤١٢]. هذا ولم يثبت حسن قياس النماذج اللوغاريتمية أو العكسية، كما لم يظهر في هذه النماذج أي أهمية تذكر للمتغير (S_{it}) وهو يمثل حجم الأسهم في هذه الشركات المعانة. نخلص من ذلك إلى أن العائد الموزع كانت له الأهمية الكبرى في التأثير على قيمة السهم في هذه الشركات المعانة، ويلي ذلك سعر السهم بفترة إبطاء واحدة، وهذا التحليل يظهر أيضا أن سمات هذه المجموعة من الأسهم هي سمات مقاربة لسمات الأسهم الممتازة.

الخلاصـــة

لقد استهدف هذا البحث إلقاء الضوء على بعض المفاهيم النظرية والعملية الخاصة بالاستثمار في الأسهم الممتازة، وطرق تقويم تلك الأسهم باعتبارها أداة مهمة من أدوات الاستثمار طويل الأجل في قطاع الأوراق المالية، ولتحقيق هذا الهدف فلقد قمنا في الجزء الأول من هذا البحث باستعراض أهم السمات الخاصة بهذا النوع من الأسهم، وذلك طبقًا للخبرة الأجنبية في هذا المجال، وطبقًا لنظام الشركات في المملكة العربية السعودية، كما تم التعرض لعنصري العائد والمخاطرة عند الاستثمار في هذه الأسهم الممتازة، وشمل ذلك كلا من مخاطـر التغـير في سعـر الفائدة الشائع بالسوق، ومخاطر التضخم وانخفاض القيمة الشرائية للنقود، وأثر هذا على كل من العائد الثابت الذي يقدمه السهم الممتاز والقيمة

الحالية لهذه الأسهم، ثم تناولنا بعد ذلك مخاطر استدعاء السهم الممتاز ومخاطر التوقف عن الدفع، هذا بالإضافة إلى تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة، وذلك من وجهة نظر الشركات، وكـذلك العائد المطلوب عند الاستثمار في مثل هذه الأسهم، وهذه كلها مفاهيم جديرة بالبحث والاهتمام.

كما تعـرضنا في الجزء الثاني من هذا البحث لكيفية تقويم السهم الممتاز في الحالة الشائعة أو الغالبة، وعلى ذلك فإن نماذج التقويم المعروضة هنا صالحة للتطبيق فقط على الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل وغير المشاركة في الأرباح (non convertible & non participating preferred Sstocks)، ومن ثم فإن مثل هذه الأنواع الخاصة من الأسهم الممتازة خارجة عن مجال هذه الورقة، كذلك شمل هذا الجزء من البحث أيضا استخدام تقريب نيوتن في تقدير العائد المتوقع من الاستثمار في السهم الممتاز، واستخدام مفكوك تايلور في دراسة التأثيرات التي تحدث على القيمة الحالية للسهم الممتاز نتيجة للتغيّر في عنصر أو أكثر من هذه العناصر المؤثرة المهمة، ولقد تبين أنه كلما زادت مدة الاحتفاظ بالسهم الممتاز، وكلما زاد سعر الفائدة الشائع بالسوق مع بقاء العناصر الأخرى المؤثرة ثابتة، فإن التغير في قيمة السهم الممتاز سوف يأخذ شكل قانون الغلة المتناقصة، ويكون من مصلحة المستثمر في مثل هذه الحالة الاحتفاظ بهذا السهم الممتاز لمدة محدودة نسبيًّا.

هذا ولقد اشتمل الجزء الثالث من هذا البحث على تحليل لأسهم شركات الخدمات المعـانة في المملكة العربية السعودية، والتي تضمن الدولة بالنسبة لها عائدًا ثابتًا ومحددًا، لتوضيح مدى قرب السمات الخاصة بهذه المجموعة من الأسهم من السمات الخاصة بالأسهم الممتازة، وقد تبين من هذا التحليل أن جميع هذه الشركات المعانة قد حققت خسائر وأن نصيب السهم من الخسارة تفاوت كثيرًا بين شركة وأخرى، حيث كان نصيب السهم من الخسارة في الشركات صغيرة الحجم نسبيًّا، كشركة كهرباء تبوك وشركة كهرباء تيماء (١٦٤ ضعفًا، ٧٩ ضعفًا) على التوالي ـ إذا ما قورن ذلك بنصيب السهم من الخسارة في شركة كبيرة الحجم نسبيًّا كشركة كهرباء المنطقة الوسطى، مما يظهر أفضلية مثل هذه الشركات

كبيرة الحجم نسبيًا في تقديم مثل هذه الخدمات، كما تبين من التحليل أن العبء المالي الواقع على كاهل الدولة قد ازداد من سنة لأخرى، وأنه قد خف هذا العبء بعض الشيء في السنوات الأخيرة، وهذا يعود إلى ترشيد بعض الخدمات في المملكة بعد انتهاء فترة الطفرة وعودة الاقتصاد السعودي للحالة الطبيعية، كذلك فلقد تم حساب درجة المخاطرة المنتظمة عند الاستثمار في أسهم هذه الشركات المعانة، وذلك باستخدام مقياس البيتا، وكان متوسط أرقام بيتا لهذه الشركات ٤٢ , ٠ ، وهذا يعادل أو يمثل كميًا نصف درجة المخاطرة المنتظمة عند الاستثمار في سوق الأسهم السعودية عمومًا، كما يتوافق هذا مع الخبرة الأجنبية في مجال دراسة درجة المخاطرة المنتظمة للأسهم الممتازة المتداولة في الأسواق الدولية، هذا ولقد تبين أيضا من هذه الدراسة أنه لا توجد درجة نمو لأسهم هذه المجموعة، وأن العائد الحقيقي من الاستثمار في تلك الأسهم كان جيدًا ومشجعًا، حيث كان متوسط العائد الحقيقي من أسهم الخدمات المعانة خلال مدة ١٣ سنة هو ٢ , ١١٪ سنويًا، كما تم استخدام نماذج تحليل الانحدار في تقدير قيمة السهم في هذه الشركات المعانة، وتبين أن أهم المتغيرات المؤثرة على تلك القيمة هي العائد الدوري الموزع الأخير، وسعر السهم بفترة إبطاء واحدة.

إن جميع هذه السمات تظهر بشكل واضح أن هذه الأسهم المعانة لها سمات مشابهة إلى حد كبير لسمات الأسهم الممتازة، وعلى الرغم من هذا فإن الباحث يرى أن هذه المجموعة من الأسهم تظل بدون أدنى شك كما هي في واقع الأمر أسهمًا عادية ولكن ذات طبيعة خاصة، حيث تبقى أرباحها الموزعة شبه ثابتة على الدوام (non dividend growth common stocks) ونعني بشبه الثبات هنا أن هذا المعدل المضمون قد تغير من فترة لأخرى، فلقد كانت نسبة هذا العائد المضمون ١٥٪ ثم أصبحت ١٠٪ والنسبة الآن هي ٧٪ فقط، أما ما نعنيه بقولنا إن هذه الأسهم ذات طبيعة خاصة فإن هذا يعود أساسًا للظروف والأحوال الخاصة بالمملكة العربية السعودية من ناحية كونها دولة حديثة التطور، وأن حكومة المملكة ترغب في أن تغطي مثل هذه الخدمات جميع مناطق المملكة من حضر وبادية، وتعتبر هذه الخدمة حاجة فعلية للمواطنين كانت وما زالت قائمة، كما ترغب حكومة المملكة في تقديم مثل هذه الخدمة لمواطني المملكة في البداية بأسعار رمزية لا تمثل التكلفة الحقيقية لهذه الخدمة بأي حال من الأحوال، وبذلك تدخل مثل هذه الخدمات ضمن الإعانات الحكومية التي تقدمها الدولة لمواطنيها بأسعار محددة سلفًا، ومن السهل أن يدرك المرء أن هذه أسعار تحكمية لا

تخضع لآليات العرض والطلب، كما لا يمكن تصور تقديم مثل تلك الخدمة طبقًا لهذه الأسعار بدون وجود تلك الإعانة الحكومية.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن تخفيض نسبة هذا العائد المضمون من فترة لأخرى، وترشيد بعض الخدمات في المملكة في السنوات الأخيرة، يظهر بكل جلاء أن أسلوب التدرج والمرحلية هو الأسلوب المستخدم لتحقيق هدف الانتقال لتسعير تلك الخدمة على أسس تجارية وطبقًا لآليات السوق، ولكن عملية الانتقال هذه يبدو أنها ستمتد عبر مراحل متعددة وعلى فترات زمنية كافية وطبقًا للخبرة المكتسبة في هذا المجال، وبالطبع فمن الخطأ الانتقال بقفزة واحدة أو خلال فترة زمنية قصيرة نسبيًا، كما يمكن لهذه المراحل أن تتداخل بمعنى أنه يمكن التدرج في تسعير مثل هذه الخدمات في الوقت نفسه الذي يتم فيه توعية المواطنين لترشيد الانفاق والاستهلاك، وهذا هو ما حدث بالفعل في المملكة، كذلك فلقد تم دمج بعض الشركات وظهرت هناك خمس شركات كبيرة ذات حجم اقتصادي مناسب في مجال الكهرباء، وهنا تبرز الحاجة ماسة لاستكمال السير في هذا السبيل بالنسبة لباقي الشركات الصغيرة الأخرى. إن مثل هذا التأني مطلوب في سبيل حل أي مشاكل أو مصاعب قد تظهر خلال عملية التطبيق، فالتأني مع النجاح خير من العجلة مع الفشل، وديننا الحنيف استخدم التدرج والمرحلية في الدعوة إلى تعاليمه، وهذا أسلوب نسترشد به دائمًا في جميع أعمالنا حتى يمكن إدراك ما ننشده من أهداف.

نخلص من ذلك إلى الإشارة للتوصيات التالية:

١ ـ أظهر البحث أن نصيب السهم من الخسارة في شركات الخدمات المعانة صغيرة الحجم كانت أكبر بصورة لافتة للنظر من نصيب السهم من الخسارة في الشركات المعانة كبيرة الحجم نسبيًا. مما يجعل هناك أفضلية في تقديم مثل هذه الخدمات للجمهور عن طريق مثل هذه الشركات الكبيرة، وعليه يجب السير قدمًا في دمج مثل هذه الشركات الصغيرة.

٢ ـ لقد تبين أن أفضل النماذج تمثيلاً لقيم أسهم شركات الخدمات المعانة هو النموذج الخطى الذي يعتمد في تقديره لقيمة السهم على كل من العائد الدوري الموزع والقيمة السوقية للسهم بفترة إبطاء واحدة، وذلك بالإضافة إلى القيمة الدفترية ـ هذا ولم يثبت حسن قياس النماذج اللوغاريتمية أو النماذج العكسية.

٣ - إن العائد الدوري الحقيقي من الاستثمار في أسهم تلك الشركات المعانة كان جيدًا ومشجعًا إذا ما قورن ذلك بالعائد الدوري الحقيقي من الاستثمار في الأسهم العادية للشركات المساهمة الأخرى في المملكة كما أن درجة المخاطرة كانت متدنية ولذا فإن من مصلحة المستثمر المحافظ الاستثمار في أسهم مثل هذه الشركات المعانة.

٤ - إن أسلوب التدرج والمرحلية وهو الأسلوب المستخدم حاليًا لتحقيق هدف الانتقال لتسعير تلك الخدمات على أسس تجارية، وطبقًا لآليات السوق، هو الأسلوب المناسب لترشيد مثل هذه الخدمات في المملكة العربية السعودية والله الموفق.

المراجع

[١] Badger, R. E. *The Complete Guide to Investment Analysis.* New York: McGraw Hill co., 1979.

[٢] Khoury, S. J. *Investment Management Theory and Applications.* New York: Macmillan Publishing Co., 1983.

[٣] Mittra, S. and Gassen, C. *Investment Analysis and Portfolio Management.* New York: Harcourt Brace, Jovanvich Inc., 1981.

[٤] Brenan, M. J. and Thakor, A. V. "Shareholder Preferences and Dividend Policy." *Journal of Finance,* 45, No. 4 (September 1990), 993-1003.

[٥] الجبر، محمد حسن. *القانون التجاري السعودي*. الرياض: المكتبة الوطنية، ١٩٩٠م.

[٦] Nursaw, W. G. *Principles of Pension Fund Investment.* London: Hutchen Son & Co., Publishers, 1976.

[٧] Bailard, T. E. *Personal Money Management.* Chicago: S.R.A. Publishers, 1977.

[٨] Bellmore, D. M. *et al. Investment Analysis and Portfolio Selection,* Ohio: South Western Publishing Co., 1979.

[٩] Fama, E. "Stock Returns, Expected returns and Real Activity." *Journal of Finance,* 45, No. 4 (September 1990), 1089-1102.

[١٠] Fama, E. and French, "Dividend Yields and Expected Stock Returns." *Journal of Financial Economics,* 22, No. 1 (March 1988), 3-25.

[١١] Bildersee, J. "Some Aspects of the Performance of Non-Convertible Preferred Stocks." *Journal of Finance,* 28, No. 5 (December 1973) 1187-1201.

[١٢] Blejer, M. and Leiderman, L. "On the Real Effects of Inflation and Relative Price Variability, Some Empirical Evidence." *Review of Economics and Statistics,* 62, No. 2 (May 1980), 539-566.

[١٣] Kaul, G. "Stock Returns and Inflation." *Journal of Financial Economics,* 18, No. 2 (June 1986), 253-276.

[١٤] Guathart, L. A. "Why Companies Buy their Own Stock." *Financial Analysts Journal*, 23, No. 2 (March-April 1967), 105-112.

[١٥] Donalson, G. *In Defence of Preferred Stock, Reading in Finance*. New York: Appleton-Century Crafts, 1966.

[١٦] Chance, D. H. "Default Risk and the Duration of Zero Coupon Bonds." *Journal of Finance*, 45, No. 1 (March 1990), 265-274.

[١٧] Standard Poor Corp. *Standard & Poor's Rating Guide*. New York: McGraw Hill Co., 1979.

[١٨] Standard & Poor Corp. *Standard & Poor's Security Price Index Record*. S & P & Corp. New York, 1986.

[١٩] Jordan, J. V. and Morgan, G. "Default Risk in Futures Markets." *Journal of Finance*, 45, No. 3 (July 1990), 901-933.

[٢٠] Jeegadesh, N. "Evidence of Predictable Behavior of Security Returns." *Journal of Finance*, 45, No. 3 (July 1990), 881-898.

[٢١] Graham, B., Dodd, D., and Cottle, S. *Security Analysis*, 4th ed. New York: McGraw Hill Co., 1962.

[٢٢] Lakonishok, J. and Levy, B. "Stock Dividends, Why, Who and When." *Journal of Finance*, 42, No. 1 (March 1987), 913-932.

[٢٣] Mcnichols, M., and Dravid, A. Stock Dividends, Stock Splits and Signaling." *Journal of Finance*, 45, No. 3, (July 1990), 857-879.

[٢٤] Lasry, G. *Valuing Common Stocks*. New York: Amacom, 1979.

[٢٥] Brenan, M. and Capeland, T. "Stock Splits Stock Prices." *Journal of Financial Economics*, 12, No.1 (sept. 1982), 83-101.

[٢٦] مجلس الغرف التجارية والصناعية السعودي . *دليل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية* . الرياض : غرفة تجارة الرياض ، ١٩٨٩م .

[٢٧] مجلس الغرف التجارية والصناعية السعودي . *الواقع المالي والإداري للشركات المساهمة السعودية* . الرياض : غرفة تجارة الرياض ، ١٤٠٨هـ/١٩٨٨م .

[٢٨] مجلس الغرف التجارية والصناعية السعودي . *تقييم الآداء الاقتصادي للشركات العاملة في قطاع الكهرباء* . الرياض : غرفة تجارة الرياض ، ١٩٨٤م .

[٢٩] المملكة العربية السعودية ، بنك الرياض . *اتجاهات الأسهم السعودية* . الرياض : بنك الرياض ، مايو ١٩٩١م .

[٣٠] Clarkson, P.M. and Thompson, M. "Empirical Estimates of Beta When Investors Face Estimation Risk." *Journal of Finance*, 45, No.2 (June 1990), 451-453.

[٣١] Amling, F. *Investments, An Introduction to Analysis and Management*, 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood cliffs, 1984.

[٣٢] المملكة العربية السعودية ، جامعة الملك سعود . *المؤشرات العالمية للأسهم مع إنشاء مؤشر للأسهم السعودية* . الرياض : جامعة الملك سعود ، ١٩٨٩م .

[٣٣] الدسوقي، السيد إبراهيم. *تقدير العائد ودرجة المخاطرة ـ دراسة خاصة بالأسهم السعودية*. الرياض: مركز البحوث ـ كلية العلوم الإدارية ـ جامعة الملك سعود، ١٤١٠هـ/١٩٨٩م.

[٣٤] Daykin, C.D. and Hey, C. "Managing Uncertainty in a General Insurance Company." *Journal of the Institute of Actuaries*, 117, Part I (1990), 407-413.

[٣٥] Maidani, M.A. and Abdeen, A. "Disclosure Problems in the Annual Reports of Saudi Corporate Business." *The Arab Journal of Social Sciences*, 2, No. 1 (April 1987), 133-145.

[٣٦] Fisher, D.E. and Jordan, R.A. *Security Analysis and Portfolio Management*. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1979.

[٣٧] الدسوقي، السيد إبراهيم. «تقدير درجة النمو والقيمة المناسبة للسهم في دولة بترولية نامية.» *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الاسكندرية* (مارس ١٩٩١م) تحت النشر.

[٣٨] Reilly, F.K. *Investments*. New York: The Dryden Press, 1982.

[٣٩] المملكة العربية السعودية: مؤسسة النقد العربي السعودي. *التقارير السنوية*. الرياض: إدارة الأبحاث الاقتصادية، ١٩٨٣ ـ ١٩٨٨م.

[٤٠] المملكة العربية السعودية: وزارة المالية والاقتصاد الوطني، الإدارة العامة للإحصاء، *النشرة الإحصائية*، ١٩٨٩/١٩٩٠م.

[٤١] المملكة العربية السعودية: الغرفة التجارية والصناعية. *مجلة تجارة الرياض*، (مايو ١٩٩٠م)، ٤٢ ـ ٤٣.

[٤٢] Hayes, D.A. and Bauman, W.S. *Investment Analysis & Management*. New York: Macmillan Publishing Co. Inc., 1976.

[٤٣] Weaver, D. and Hall, M.G. "The Evaluation of Ordinary Shares Using a Computer." *Journal of the Institute of Actuaries*, 93, Part 3 (September 1967), 73-91.

[٤٤] Bower, R.S. and Dorothy, H. "Electric Utility Model, Another Challenge to Market Efficiency." *Financial Analysts Journal*, 40, No.5 (Sep. - Oct. 1984), 57-67.

[٤٥] بنك الرياض. *اتجاهات الأسهم السعودية*. الرياض: بنك الرياض، مايو ١٩٩٠م.

[٤٦] Abraham, B. and Ledolter, J. *Statistical Methods for Forecasting*. New York: John Willey & Sons, 1983.

[٤٧] Durbin, J. "Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression When Some of the Regression are Lagged Dependent Variables." Econometrica, 38, No.3 (May 1970), 410-421.

Preferred Stocks and Saudi Arabia Non-Dividend Common Stocks

El-Sayed I. Al-Desoukey
Professor, Quantitative Methods Department,
College of Administrative Sciences,
King Saud University, Riyadh, Saudi Arabia

(Received 11/1/1412; Accepted for publication 18/5/1412)

Abstract. The objective of this research is to shed light on various factors affecting risk and real return from preferred stocks in general, and Saudi Arabian Non-dividend common stocks in particular. For this purpose the study is divided into three sections:

Section one is concerned with Preferred Stock Valuation, and Relative Price Variability according to Taylor's Model. Section two stresses on Saudi Arabia Non-dividend common stocks. A more realistic approach for price theorems is introduced in addition to Beta Co-efficient and Alpha scores for the common stocks. Section three proposes a number of recommendations based on the achieved results.