

الفصل التاسع

الاستثمار في الأوراق المالية ذات الإيرادات الثابتة

لعل شهرة وورن بفت Warren Buffett في عالم الاستثمار تعود إلى قراراته الخاصة بالأسهم العادية، لكنه مشهور بشرائه القائم على مبدأ «شراء واستبقاء» مجموعات كبيرة من الأسهم في شركات مثل كوكا كولا Coca-Cola وأمريكان إكسبريس American Express وواشنطن بوست Washington Post وجيليت Gillette، غير أن أنشطته لا تقف عند شراء الأسهم، بل تتعداها إلى شراء أوراق مالية ذات إيراد ثابت طويل وقصير الأجل. وهذا الشراء يمثل صنفاً يشتمل على النقد والسندات والأسهم الممتازة. والواقع أن الاستثمار ثابت الإيراد هو أحد مناهل بفت النظامية، مع شرط وجود فرص لأدنى القيم، كما هي عادته. فهو يبحث في أي وقت عن الاستثمارات التي توفر له أعلى العائدات بعد الضرائب. وقد اشتمل هذا البحث في السنوات الأخيرة على غزوات شنها على سوق الديون استهدفت سندات الشركات والسندات الحكومية والسندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل وحتى السندات عالية المخاطر والعائد.

عندما ننظر في جوهر هذه العمليات ثابتة الدخل نجد أموراً تبدو مألوفاً لأن بفت كشف لنا عن الأسلوب نفسه المتخذ في استثمارات الأسهم، فهو يبحث عن الأمان والالتزام وأدنى الأسعار (المنخفضة)، ويصر على الإدارة القوية الآمنة والتخصيص الجيد لرأس المال والقدرة الكامنة على تحقيق الربح، كما أن قراراته

لا تعتمد على الاتجاهات الآنيّة أو العوامل الناشئة عن توقيت السوق، بل هي استثمارات ذكية قائمة على فرص معينة يرى فيها أصولاً أو أوراقاً مالية تدت أسعارها.

وهذه السّمة في طريقة بفت الاستثمارية لاسترعي الكثير من انتباه الصحافة المالية، لكنها جزء حاسم في مجمل محفظة شركة بيركشير الاستثمارية حيث شكلت الأوراق المالية ثابتة الإيراد 20% من محتوياتها عام 1992، وارتفعت بعد 14 عاماً لتبلغ حوالي 30%.

والسبب في إضافة هذه الاستثمارات ثابتة الإيراد بسيط إذ تمتعت في وقت من الأوقات بأفضل قيمة، لكن بفت تحوّل في غالب الأحيان إلى شراء شركات بكاملها والاستحواذ على أوراق مالية ثابتة الإيراد، نظراً للنمو المطلق لمحفظة بيركشير الاستثمارية والبيئة الاستثمارية المتغيرة التي تضم الأسهم المعروضة للتداول التي تجتذبه. وقد أشار في رسالته إلى المساهمين عام 2003 إلى الصعوبة البالغة في إيجاد أسهم بأدنى الأسعار بشكل لافت للنظر، وهي «صعوبة تتعاضد بسبب التمويل المتفاقم الذي يجب علينا أن ننشره».

كما شرح بفت في الرسالة ذاتها - عام 2003 - استمرار بيركشير في ممارسات تخصيص رأس المال التي انتهجتها في الماضي: «إذا أضحت أسعار الأسهم أرخص من أسعار الشركات الكاملة أقدمنا على شرائها بضرارة، وإذا أصبحت سندات مختارة جذابة كما حدث عام 2002، حملنا على هذه الأوراق المالية، ومهما كانت الظروف السوقية أو الاقتصادية فإنه ليسعدنا أن نشترى أعمالاً تفي بمعاييرنا، وتتزايد درجة تفضيلنا لهذه الأعمال مع تزايد حجمها، ذلك أن راسمانا لأستخدم اليوم بالشكل الكامل. وهذا أمر يحزننا ولكنه لا يبلغ مدى حزننا حين نرتكب حماقات، (وأنا أتحدث عن خبرة)»¹.

إن وجود استثمارات ثابتة الإيراد إلى حد ما في محفظة بيركشير هاثاويه الاستثمارية بشكل دائم هو أمر ضروري، نظراً لتركيز الشركة على شركات التأمين التي يجب عليها استثمار بعض أصولها في أوراق مالية ذات إيراد ثابت

حتى تتمكن من الوفاء بالتزاماتها تجاه أصحاب عقود التأمين. ومع ذلك فإن بيركشير تستبقي في محفظتها الاستثمارية التأمينية نسبة من الأوراق المالية ثابتة الإيراد أقل مقارنة بغيرها من شركات التأمين.

لقد اتجه بفت - بوجه عام - إلى اجتناب الاستثمارات ذات الإيرادات الثابتة (خارج ما دعت إليه الحاجة من أجل محافظ التأمين) وذلك كلما خشي من التضخم الذي يتهددها ويضعف من قوة المال الشرائية في المستقبل وقيمة السندات أيضاً. لم يشتر بفت سندات طويلة الأجل فقط رغم أن أسعار الفائدة في أواخر سبعينيات القرن العشرين وأوائل الثمانينيات، قاربت عوائد معظم الأعمال، بل ظل يفكر على الدوام بإمكان حدوث التضخم الجامح الذي لا يمكن السيطرة عليه، وحينئذ ستفقد الأسهم العادية قيمتها الحقيقية لكن خسائر السندات القائمة ستكون أكبر. إن شركة التأمين التي تستثمر بكثافة في بيئة شديدة التضخم تكون عرضة لزوال قيمة محفظتها الاستثمارية عن بكرة أبيها.

ورغم أن تمازج تفكير بفت والسندات في جملة واحدة قد يكون جديداً عليكم، إلا أن من غير المدهش أن يطبق عليها ذات المبادئ التي استخدمها في تحديد قيم الشركة أو الأسهم، فهو مستثمر تحكمه المبادئ حيث يضع ماله في صفقة يرى فيها ربحاً خبيراً، ويتأكد من أن ثمنها يتضمن المخاطر، وحتى في العمليات الخاصة بالإيراد الثابت نجد أن التطلعات المستقبلية لصاحب شركته تعني اهتمامه الشديد بإدارة الشركة المعنية وقيمتها وأدائها، وهذا الأسلوب الذي يعامل «السند كالشركة» في مجال الاستثمار ذي الإيراد الثابت يكشف عن أمر ليس بالعادي أبداً لكنه يخدم بفت بشكل جيد.

السندات

الشبكة العامة لكهرباء واشنطن

عودة إلى عام 1973 حين قرر بفت أن يستثمر في بعض سندات الشبكة العامة لكهرباء واشنطن (الشبكة)، وهذه العملية مثال واضح على تفكيره بشأن الأرباح المحتملة من شراء السندات مقارنة بالأرباح التي تأتي من شراء الشركة بكاملها.

أعلنت الشبكة* في 25 تموز / يوليو 1983 أنها عاجزة عن سداد التزام مالي يبلغ 2,25 مليار دولار وذلك بموجب سندات البلدية التي تستعمل لتمويل بناء مفاعلين نوويين لما يكتملا بعد، ويُعرفان باسم المشروعين الرابع والخامس، حيث قرّرت حكومة الولاية أن سلطة الكهرباء المحلية غير ملزمة بأن تدفع للشبكة قيمة الكهرباء التي وعدتها بها في السابق إذ تبين في النهاية أنها لم تعد بحاجة إليها، وقد أدى هذا القرار إلى أكبر عجز في سندات البلدية في تاريخ الولايات المتحدة، كما نتج عن هذا العجز والكارثة المفاجئة التي تلتها تعثرٌ في سوق سندات مرافق الكهرباء العامة امتد سنوات عديدة، وتحرك المستثمرون بسرعة لبيع سندات هذا المرفق مما خفض السعر ورفع العائد الحالي.

أُلقت هذه الحادثة الخاصة بمشروع الشبكة الرابع والخامس بظلالها على مشروعاتها الأول والثاني والثالث، لكن بفت أدرك الفوارق الهامة بين الشروط والالتزامات الخاصة بالمشروعين من جهة وبالمشروعات الثلاثة الأخرى من جهة ثانية، فهي مرافق عاملة تحت سلطة مباشرة لوكالة حكومية هي إدارة كهرباء بونفيل Bonneville. غير أن مشكلات المشروعين الرابع والخامس كانت على غاية من الشدة حيث تنبأ بعضهم أنها قد تضعف الثقة المالية بإدارة كهرباء بونفيل.

قدّر بفت المخاطر الناجمة عن امتلاك سندات البلدية العائدة للشبكة والخاصة بالمشروعات الأول والثاني والثالث وأدرك وجود خطر كامن في إمكان عجزها، وآخر في احتمال تعليق سداد الفوائد فترة طويلة، إلا أن عاملاً آخر هو عدم معرفة السقف الذي ربما يبلغه سعر هذه السندات خلال دورة تداولها، ورغم أنه يستطيع شراءها بحسم على قيمتها الاسمية إلا أن قيمتها عند تاريخ استحقاقها يمكن أن تعادل مئة سنت فقط على الدولار.

* هنا أورد المؤلف هذه العبارة: (تلفظ مجموعة الأحرف الأولى من اسم الشبكة العامة لكهرباء واشنطن «WPPSS» كما تلفظ كلمة Whoops)، وهي تعني «نقيق اليوم» (إضافة إلى معانٍ أخرى)، ورأيت أن أضعها كحاشية في أسفل الصفحة. وألا أوردتها في النص الأصلي أعلاه لأنها لا تتفق - عند التعريب - في سخريتها مع سياق النص عند الترجمة (المعرب).

وبعد وقت قصير من عجز المشروعين الرابع والخامس، قام مؤشّر ستاندر أند بورز بتعليق تصنيفه سندات المشروعات الأول والثاني والثالث، فهبط أدنى سعر لقسائم سنداتّها إلى أربعين سنتاً على الدولار الواحد، وأعطت إيراداً حالياً بلغ 15-17% خالي الضريبة، وأعلى سعر لتلك القسائم إلى ثمانين سنتاً مقابل الدولار لقاء إيراد مماثل. لم يجزَع بَفِت من ذلك واندفع - بين تشرين الأول/ أكتوبر 1983 وحزيران / يونيو من العام التالي - في شراء سندات صادرة عن الشبكة تخص المشروعات الأول والثاني والثالث، وبحلول نهاية ذلك الشهر من عام 1984 بلغ مجموع السندات التي تملكها شركة بيركشير هاثاويه في هذه المشروعات 139 مليون دولار (من القسائم ذات السعرين الأدنى والأعلى) بقيمة اسمية مقدارها 205 ملايين دولار.

لقد استحوذت شركة بيركشير على عمل بمبلغ 139 مليون دولار لدى الشبكة يُتوقع أن يدرّ 22,7 مليوناً في السنة بعد الضرائب (وهي القيمة التراكمية لقسائم الشبكة السنوية)، ويمكّن من تسديد هذه الإيرادات إلى الشركة عدّاً ونقداً كما شرح بَفِت ذلك، وبيّن أيضاً أن هناك بضعة أعمال معروضة في ذلك الوقت يمكن أن تباع بحسم على قيمتها الدفترية، وتدرّ إيرادات تبلغ 16,3% بعد الضريبة على رأس المال غير المثقل بالديون. قدّر بَفِت أنه يكلف شركة بيركشير مبلغ 250 - 300 مليون دولار إن اندفع إلى شراء شركة عاملة غير مثقلة بالديون تكسب 22,7 مليون دولار بعد الضريبة (أي 45 مليوناً قبلها)، وذلك على فرض أنه وجد شركة ينطبق عليها هذا التوصيف، ولو توفر له عمل قوي يفهمه ويحبه لدفع ذلك المبلغ عن طيب خاطر، لكنه أوضح أن الشركة دفعت في سندات الشبكة نصف ذلك المبلغ من أجل تحقيق المقدار نفسه من الإيرادات، كذلك فإنها اشترت العمل (والمقصود هنا السندات) بحسم مقداره 32% عن قيمتها الدفترية.

يعترف بفت، في استذكار لما سبق، أن شراء سندات الشبكة أظهر أنه أفضل مما توقع، والحقيقة أن أداءها تفوق على معظم استحوذات الأعمال التي تمت عام 1983، وقد باع سندات الشبكة ذات القسائم المنخفضة بعد أن تضاعفت أسعارها - وكان قد اشتراها بحسم جيد قارب قيمتها الاسمية - وفي الوقت نفسه أكسبت شركة بيركشير عائداً سنوياً خالياً من الضرائب بلغت نسبته - 15-17% . «ورغم سعادتنا بالشبكة فإن خبرتنا معها لم تؤثر في تغيير رأينا السلبي بالسندات طويلة الأجل، بل جعلتنا نظن أننا ندخل في أمر بغيض كبير آخر يؤدي إلى سوء تقييمه من قبل السوق بشكل ملحوظ بسبب متاعبه»². كما قال.

شركة أردجيه آرنابيسكو *RJR Nabisco*

في أواخر ثمانينيات القرن العشرين نزلت مطية استثمارية جديدة في ساح السوق المالية تحت اسم رسمي هو السندات عالية الإيراد، لكن معظم المستثمرين في الماضي والحاضر اسموها السندات عالية المخاطر.

يرى بفت أن السندات الجديدة عالية الإيراد تختلف عن سابقتها «الملائكة الهابطة»؛ وهو الاسم الذي أطلقه على درجة الاستثمار في السندات التي هبطت في الأوقات السيئة ثم حطت هيئات تصنيف السندات من قيمتها إلى ذرّك أدنى. كانت سندات الشبكة العامة لكهرباء واشنطن ملائكة هابطة، لكن السندات الجديدة عالية الإيراد، كما قال بفت، ليست إلا مسخاً حراماً من الملائكة الهابطة وذات مخاطر عالية حتى قبل إصدارها.

استطاع سماسرة بيع الأوراق المالية في وول ستريت Wall Street أن يروّجوا لشرعية الاستثمار في السندات عالية المخاطر، عن طريق اقتباس من بحث سابق، أشار إلى أسعار فائدة أعلى تعوِّض المستثمرين عن خطر عجز السندات عن سداد قيمتها، لكن بفت جادل في أن إحصائيات العجز السابقة لا معنى لها لأنها قامت على مجموعة من السندات تختلف بصورة جوهرية عن السندات

عالية المخاطر التي يتم إصدارها في الوقت الراهن، وليس من المنطق - كما قال - أن نفترض أن السندات عالية المخاطر مطابقة للملائكة الهابطة، «وذلك خطأ يشبه الكشف عن نسبة الوفيات التاريخية بسبب معونة كول Kool-Aid قبل تعاطي خلطة الشراب المقدّمة في جونستاون Jonestown».³

ومع انقضاء حقبة ثمانينيات القرن العشرين أضحت السندات عالية المخاطر أكثر خطراً حين أغرقت السوق بإصداراتها الجديدة، وعلّق بفتّ على ذلك بقوله: «أكوام من السندات عالية المخاطر التي يبيعها أشخاص لايهتمون بمن لا تفكير لهم، وما أكثر كلتا الفئتين»⁴ وتنبأ في حمى هذا الجنون أن مصير بعض المشروعات الراسمالية الحتمي هو الإخفاق حين اتضح أن الشركات الراضحة تحت عبء الديون كانت تناضل لتسديد دفعات الفوائد، فقد ظهر العجز عام 1989 في سندات شركتي ساوثمارك كوربوريشن Southmark Corporation وإنتغريتد ريسورسز Integrated Resources، وحتى إمبراطورية البيع بالتجزئة في أمريكا - شركة كامبو كوربوريشن Campeau Corporation التي قامت على سندات عالية المخاطر - أعلنت أنها تواجه صعوبات في تأمين الوفاء بالتزاماتها الناجمة عن الديون. وفي 13 تشرين الأول/ أكتوبر 1989 اشترت شركة يوآل كوربوريشن UAL Corporation كامل أسهمها من مساهميها، وأعلنت عن عجزها عن الحصول على التمويل - وهي التي كانت ستموّل بسندات عالية المخاطر، وتهدف إلى إنشاء اتحاد إدارتي بقيمة 6,8 مليار دولار - ثم باعت شركة آربيتراغورس Arbitrageurs حصتها من أسهم شركة يوآل، وهبط مؤشر داو جونز لأسعار أسهم الشركات الصناعية 190 نقطة في يوم واحد.

أدّت خيبة الأمل بصفقة شركة يوآل التي ترافقت بخسائر شركتي ساوثمارك وإنتغريتد ريسورسز بالعديد من المستثمرين إلى التساؤل عن قيمة السندات عالية المخاطر، وبدأ مديرو المحافظ الاستثمارية يغرقون السوق بمجموعات كبيرة من السندات عالية المخاطر التي يملكونها فانخفضت قيمتها بشكل حاد

مفاجئاً لعدم وجود مَنْ يشتريها، وبعد أن ابتدأت السنة بأرباح هامة عاد مؤشر ميريل لينش Merrill Lynch للسندات عالية المخاطر المطروحة في السوق بنسبة تافهة بلغت 4,2% مقارنة بعائدات السندات الممتازة من الصنفين آ آ و AAA و ب ب ب BBB البالغة 14,2%، وبحلول نهاية عام 1989 لم تكد تجد في السوق راغباً في التعامل بالسندات عالية المخاطر.

نجحت شركة كولبيرغ كريفيس أند روبرتس Kohlberg Kravis & Roberts قبل سنة واحدة بشراء شركة آر دجيه آر نابيسكو RJR Nabisco بمبلغ 25 مليار دولار ممولة بشكل رئيس بقرض مصرفي و سندات عالية المخاطر، ورغم أن نابيسكو أوفت بالتزاماتها المالية حين كانت سوق السندات عالية المخاطر قوية، لكن سنداتها هذه انخفضت مع مثيلاتها، وهنا بدأ بفت يشتري سندات هذه الشركة عندما كانت تهبط أسعارها في هذه السوق خلال عامي 1989 و 1990 بسبب إعادة شرائها بعد أن بيعت على المكشوف.

لم تجتذب معظم السندات عالية المخاطر أية استثمارات خلال هذه الفترة، لكن بفت تبين أن نابيسكو عوقبت بشكل جائر، ذلك أن منتجاتها كانت تولد تدفقاً نقدياً يكفي لتغطية تسديدات ديونها، ونجحت في بيع قسم منها بسعر جذاب جداً فاستطاعت بذلك أن تخفف من نسبة ديونها إلى حقوق الملكية فيها، واستنتج - بعد أن حلل الأخطار الكامنة في الاستثمار فيها - أن رصيدها أعلى مما أدركه كثير من المستثمرين الآخرين، الذين كانوا يبيعون سنداتهم التي كانت تعطي إيراداً قدره 14,4% (وهو عائد مناسب في عالم الأعمال)، لكن أسعارها المنخفضة أكثر مما يجب حملت أرباحاً رأسمالية خبيثة.

وعلى ذلك فقد استحوذ بفت خلال عامي 1989 و 1990 على سندات شركة آر دجيه آر نابيسكو بأسعار محسومة قدرها ٤٤٠ مليون دولار، وأعقب ذلك إعلانها في ربيع عام 1990 عن استرداد هذه السندات بافتدائها لقاء تسديد قيمتها الاسمية فارتفعت بنسبة 34%، وبذلك استفادت شركة بيركشير هاثاويه من أرباح رأسمالية بلغت 150 مليون دولار.

شركة ليفل ثري كوميونيكيشن Level 3 Communications

ضاعف بَفتٍ خلال عام 2002 محفظته الاستثمارية ست مرات فبلغت قيمتها 8,3 مليار دولار بشرائه كميات كبيرة من السندات عالية الإيراد في عدد من الشركات، وقد حظيت صناعة الطاقة بنسبة 65% منها، كما أن المبلغ الذي تم الشراء به من خلال شركات بيركشير هاثاويه التأمينية وصل إلى حوالي سبعة مليارات دولار.

وصَفَ بَفتٍ أفكاره حيال هذا الأمر في رسالته الموجهة عام 2002 إلى المساهمين إذ قال: «لاعتقد إدارة شركة بيركشير أن المخاطر الراسمالية المترافقة بمن أصدر هذه الصكوك تقلصت بشكل متناغم معها.» وهذه العبارة لم تأت من رجل لا يحسب حساب (بل أسعار) المخاطر، وفي ذلك يُضيف: «تشارلي Charlie وأنا نمقت المخاطرة مهما قلت درجتها إلا إذا وجدنا تعويضاً يقابلها بالشكل الوافي، أما عن المدى الذي سنبلغه في هذا المجال، فهو الحد الذي لانخرج فيه بخُفي حُنين بحلول يوم انتهاء الصلاحية المُحدَّد».⁵

إن بَفتٍ - إضافة إلى تسعيره المخاطر- قام من الناحية النموذجية بشراء الأوراق المالية بقيمة تقل كثيراً عما تساوي، بل بالأسعار الأدنى، وانتظر إلى الوقت الذي تحققت فيه قيمة الأصول.

لكن الأمر المُحير على وجه الخصوص في شراء هذه السندات هو أن بَفتٍ لم يكن في كل الاحتمالات ليشتري أسهماً راسمالية في العديد من هذه الشركات، لكن استثماراته عالية الإيرادات آتت أكلها عند نهاية عام 2003 فأثمرت 1,3 مليار دولار تقريباً في حين بلغ دخل الشركة الصافي 8,3 مليارات في ذلك العام. وعندما حلقت وارتفعت أسواق الإيرادات العالية تم استرداد أو بيع بعض هذه السندات، ولم يزد تعليق بَفتٍ حينذاك عن قوله: «طحالب أمس تباع اليوم بسعر الزهور.»

في تموز / يوليو 2002 بلغ مجموع استثمارات ثلاث شركات 500 مليون دولار في سندات السنوات العشر الصادرة عن شركة ليفل ثري كوميونيكيشن Level 3 Communications، القائمة بمدينة برومفيلد Broomfield في كولورادو، لمساعدتها على إنجاز استحواذات وتحسين مركزها المالي، وذلك حين دفعت بيركشير هاثاويه (مئة مليون دولار) وليغ ميسون Legg Mason (مئة مليون دولار) ولونغليف بارتترز Longleaf Partners (ثلاثمئة مليون دولار) لقاء قسائم بفائدة 9% سنوياً وبسعر تحويلي قدره 3,41 دولار.

إن الاستحواذ على شركات عالية التقنية غير مفضل لدى بفت في الأحوال العادية، فهو يعترف بصريح العبارة أنه لايعرف طريقة مناسبة لتثمين شركات «التكنولوجيا». كانت هذه العملية بمنزلة صفقة ثقيلة على شركة ليفل ثري Level 3، لكنها مدتها بالأموال النقدية والمصدقية عند الحاجة. أما بفت فحصل على استثمار جزيل بلغ 9% وحصه في أسهم رأس المال، ونقل عنه حينذاك قوله إن المستثمرين يتوقعون إيراداً من سوق الأوراق المالية يبلغ 7-8% سنوياً، لكنه تقدم عليهم بإيراداته البالغة 9%.

ثمّة وجه آخر من خصائص بفت في هذه القصة تمثل في عنصر الاستقامة الإدارية القوي والعلاقات الشخصية، فشركة ليفل ثري Level 3 منبثقة عن شركة بيتر كيوت سنز Peter Kiewit Sons للبناء القائمة في أوماها Omaha، ويشغل وولتر سكوت الابن Waletr Scott Jr منصب رئيس مجلس إدارتها الفخري ورئيس مجلس إدارة ليفل ثري في وقت واحد، وهو صديق بفت الذي حمل في غالب الأحيان لقب مواطن أوماها الأول، فهو المحرك الرئيس وراء حديقة الحيوان ومتحف الفنون في المدينة ومعهدا الهندسي ومؤسسة ألعاب نبراسكا ومنتزهاتها، وهما مرتبطان بعلاقات شخصية ومهنية حميمة، ذلك أن وولتر عضو في مجلس إدارة شركة بيركشير، ويسكنان في منزلين قريبين جداً في ساحة كيوت Kiewit.

لم تؤثر العلاقة بين سكوت و بفت سلباً على الصفقة رغم معرفته التامة بسكوت ومقامه العالي لديه، لأنه يريد استثماراً عادلاً وشفافاً، ولذلك أوكل مهمة إبرام الصفقة والتفاوض على شروطها إلى و. ميسون هوكينز O. Mason Hawkins رئيس مجلس إدارة شركة ساوثايسسترن أسيت منجمنت Southeast-ern Asset Management ومستشار شركة لونغليف بارترتز.

وبعد سنة، وفي منتصف حزيران/ يونيو 2003 بدّل بفت و ليغ ميسون و لونغليف بارترتز مبلغ 500 مليون دولار بأسهم عادية في شركة ليفل ثري بلغ مجملها 174 مليوناً (تشتمل على 27 مليون سهم إضافي بمنزلة حافز على التبديل)، (وسبق لشركة لونغليف تبديل 43 مليون دولار خلال السنة ثم بدّلت الباقي البالغ 457 مليون دولار في حزيران/ يونيو).

تلقى بفت 36,7 مليون سهم، وفي حزيران/ يونيو باع 16,8 مليوناً منها بمبلغ 117,6 مليون دولار، وفي تشرين الثاني/ نوفمبر باع 18,3 مليون سهم إضافي بمبلغ 92,4 مليون دولار. مما لاشك فيه أن شركة ليفل ثري أحسنت في مجال تسديد ديونها، وأن بفت ضاعف أمواله في غضون ستة عشر شهراً، وفوق كل هذا وذاك فإن السندات التي حاز عليها أكسبته فوائد بلغت 45 مليون دولار وما زال يمتلك 1,644,900 سهم في شركة ليفل ثري أيضاً.

شركة كويست Qwest

في صيف عام 2002 اشترت بيركشير سندات صادرة عن شركة كويست كومونيكيشنز Qwest Communications - وهي شركة على شفير الهاوية مُقامها في دنفر Denver ومعروفة فيما سبق باسم يو إس وست US West - وكذلك عن شركتها التابعة العاملة كويست كوربوريشن Qwest Corporation. كانت شركة كويست حينذاك ترزح تحت ديون بلغت 26 مليار دولار وتتهمك في إعداد بياناتها المالية عن أعوام 1999 و 2000 و 2001 وسط إشاعات بإفلاسها، وكان تداول سنداتها يتراوح بين 35 إلى 40 سنتاً على الدولار،

وسندات شركتها العاملة بثمانين سنتاً مقابل الدولار. كانت بعض السندات تعطي إيراداً بلغ 12,5%، وهي مدعومة ببعض الأصول، لكن بعضها الآخر من ذوات المخاطر الأكثر لم تكن مدعومة، إلا أن مشتريات بفت شملت الفئتين.

قال كثير من المحللين حينئذ: إن أصول شركة كويست ذات قيمة تكفي بفت لاسترجاع استثماراته في ظل سعر التداول الراهن، ولولا تسديد فوائد ديونها لامتلكت تدفقاً نقدياً كافياً، إذ تمثل أعلى أصولها بامتياز لخدمة هاتفية شملت أربع عشرة ولاية، لكنه اعتقد أن الشركة ماكانت لتعجز عن حل مشكلاتها لو كانت تحت إدارة ديك نوتنبيرت Dick Notenbaert مدير أميرتيك Ameritech السابق.

أمازون.كوم Amazon.com

اشترى بفت سندات هذه الشركة عالية الإيراد بمبلغ 98,3 مليون دولار في تموز/ يوليو عام 2002 وذلك حين لم يكد يمر أسبوع واحد على رسالة المديح التي أرسلها إلى المدير التنفيذي جيف بيزوس Jeff Bezos لأنه قيّد خيارات شراء الأسهم أو بيعها بمنزلة نفقات.

من الواضح أن بفت يُقدّر المديرين الذين يُبدون استقامة وقيماً أصيلة، وهو الذي دافع طويلاً من أجل اعتبار هذه الخيارات نفقات، ولعل الأمور لم تكن على هواه في عملية شراء سنداتها. بادر العاملون في شركة التأمين على مستخدمي الدولة GEICO، وهي إحدى شركات بيركشير العاملة في التأمين على السيارات، إلى تحقيق عائد قدره 16,4 مليون دولار كأرباح على استثمار السندات عالية الأداء بمعدل 17% خلال تسعة أشهر، وذلك إذا أعادت أمازون دوت كوم شراءً بقيمة 264 مليون دولار بموجب سندات دين ممتازة متوسطة الأجل صدرت عام 1998. وفي وقت لاحق من ذلك الصيف دفع بفت 60,1 مليون دولار في شراء المزيد من سندات أمازون دوت كوم ذات المعدل $6^{7/8}$ والقابلة للتحويل. وبفرض أن

سعر سند الألف دولار يعادل (في الوقت الراهن) ستين دولاراً فإن الإيراد يساوي 11,46%، وسيرتفع الإيراد حين يحل وقت الاستحقاق لأن تسديدات الفائدة تصبح محسوبة فيه.

من المعروف جيداً أن بَقِيَّ يلتزم بما يفهم ويتعد عن التكنولوجيا، وقد اقتصر انخراطه في الإنترنت على ثلاثة أنشطة؛ شراء الكتب وقراءة صحيفة وول ستريت جورنال *Wall Street Journal* وممارسة لعبة البريدج *bridge*، وكان شديد السخرية باجتنابه التكنولوجيا من خلال رسالته إلى المساهمين عام 2000: «لقد استقبلنا القرن الحادي والعشرين بالدخول إلى الصناعات المنتظمة، مثل الآجر والسجاد والدهانات، فحاولوا أن تتحكموا بمدى إثارتمكم»⁶.

فلماذا اجتذبت سندات أمازون بَقِيَّ إذن؟ أولاً - كما قال - «إنها رخيصة بشكل غير عادي»، وثانياً إيمانه بازدهار الشركة اللاحق، ولعله لاحظ أنها تمتلك تاريخاً مماثلاً لاستثماراته الأخرى في شركات التجزئة، فهي تولد عائداً من خلال مبالغ هائلة من المبيعات بأسعار منخفضة وهي رابحة وذات كفاءة بالرغم من هوامشها المتدنية. وهو معجب بالطريقة التي أنشأ بيزوس بها علامة تجارية عظيمة وبكيفية تجاوزه الأوقات العصيبة جداً التي مرت بها الشركة.

المُراجحة

المُراجحة بعبارة بسيطة هي شراء ورقة مالية في سوق ثم بيعها بالوقت نفسه في سوق أخرى لتحقيق الربح من فروق الأسعار، فإذا كان سعر سهم شركة ما 20 دولاراً مثلاً في سوق لندن وسعره في سوق طوكيو 20.01 دولاراً أمكن للمُراجع أن يربح الفرق بين شراء أسهم الشركة في لندن وبيعها بسوق طوكيو في آن واحد، ولا توجد في هذه الحالة مخاطرة رأسمالية، والمُراجع يربح من تفاوت الكفاءة بين السوقين فقط، وهذه تسمى - بصورة مناسبة - المُراجحة اللاخطرة لأن هذه العملية لا تتطوي على خطر، أما المُراجحة الخطرة فهي بيع ورقة مالية أو شرائها على أمل تحقيق الربح من قيمة ما غير معلن عنها.

يضم أكثر أنواع المراجعة شيوعاً شراء سهم بحسم على قيمة مستقبلية ماتقوم عادة على أساس اندماج شركة أو تصفيتها أو تقديم عرض بشأنها أو إعادة هيكليتها، والخطر الذي يواجهه المراجع هو احتمال ألا يتحقق سعر السهم الذي يُعلن في المستقبل.

يجب عليك أن تجيب على أربعة أسئلة أساس - كما يشرح بفت - كي تتمكن من تمييز فرص المراجعة: «ما هو احتمال أن يتحقق الحدث الموعود على أرض الواقع؟ ماهي مدة احتباس أموالك؟ ماهو مدى حدوث فرصة أفضل، كعرض استحواذ منافس مثلاً؟ ماذا يحدث إذا تعذر وقوع الحدث بسبب فعل يتسم بعدم الثقة أو الخيانة، وغير ذلك؟»⁷.

سلك بفت طريق المراجعة، في غالب الأحيان، كطريقة لاستعمال أمواله النقدية الفائضة حين تواجهه مشكلة وفره هذه الأموال أكثر من أفكار استثمارها، والمثال الجيد على ذلك هو عملية شركة أركاتا Arkata Corporation عام 1981 عندما اشترى ماينوف على ستمئة ألف سهم حين كانت الشركة تشتري أسهمها من المساهمين بأموال مستقرضة. إلا أنه لم يلتمس سوى القليل من العمليات المالية الكبيرة في وقتٍ، ربّما شارك فيه معظم المراجعون بخمسين أو ستين عملية في السنة، لكنه حصر مشاركته في الصفقات التي أعلن عنها بصورة ودية ورفض المضاربة في الاستحواذات الخبيثة المستقبلية أو التطلع إلى شراء كمية كبيرة من الأسهم بقصد بيعها بعلاوة إلى مُغير على شركة أو إعادة بيعها للشركة المستهدفة.

رغم أن بفت لا يحسب أداء المراجعة على امتداد السنوات، إلا أنه قدّر أن شركة بيركشير حققت عائدات سنوية بلغ معدلها حوالي 25% قبل الضريبة، لكن شهيته للصفقات تتقلب وفق مستوى الأموال النقدية المتوفرة لدى الشركة لأن المراجعة تكون في الغالب بديلاً عن أدوات الدين الحكومية قصيرة الأجل.

غير أنه لا يشتغل بالمراجعة هذه الأيام على مدى واسع بل يفضل الاحتفاظ بالنقدية الزائدة بوضعها في أدوات الدين الحكومية وغيرها من الاستثمارات قصيرة الأجل التي يتم تحويلها إلى نقدية بسرعة أو بسهولة، كما يحتفظ في بعض الأحيان بسندات متوسطة الأجل معفاة من الضرائب كبداية عن النقدية، ويدرك أن استبدال السندات متوسطة الأجل بأدوات الدين الحكومية قصيرة الأجل يعرضه لخطر خسارة القيمة الأصلية إذا اضطر لبيعها في ظروف غير مشجعة، لكنه يتصور أن الخسارة الخبيثة تعوّضها أرباح الإيرادات لأن هذه السندات المعفاة من الضرائب تقدّم عائدات أكبر بعد الضريبة.

ربما تساءل المساهمون عن سبب ابتعاد بفت عن المراجعة بعد أن حققت شركة بيركشير نجاحاً تاريخياً فيها. إن عائدات استثماراته باعتراف الجميع أفضل مما توقع، لكن مناخ المراجعة بدأ يتغير بحلول عام 1989، إذ خلّفت الفوائض المالية التي أتاحتها سوق إعادة شراء الشركات لأسهمها بأموال مقترضة أجواء من الحماسة التي لا يكبح جماحها، ولم يكن بفت متأكداً من الوقت الذي يثوب فيه المقرضون والمشترون إلى رشدهم، فظل على الدوام يتصرف بحذر حين استهتر غيره، وكان ينسحب من عالم المراجعة حتى قبل شراء شركة يوآل UAL أسهمها من مساهميتها في تشرين الأول / أكتوبر 1989، ولعل السبب الآخر يكمن في عدم وجود صفقات ذات حجم يؤدي إلى تغيير حقيقي في محفظته الاستثمارية التي تضم عدداً هائلاً من الأوراق المالية.

وعلى كل حال، فإن انسحاب بيركشير من المراجعة أضحى أكثر سهولة مع بزوغ فجر الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

السهم الممتاز القابل للتحويل ورقة مالية مُهجنّة، تحمل خصائص الأسهم والسندات في آن معاً، وهذه الأسهم على العموم توفر للمستثمرين دخلاً حالياً أعلى من الأسهم العادية، وتؤمن حمايةً ضد خطر هبوط السعر الحاد أيضاً، كما

أن الإيراد الأعلى للسهم الممتاز القابل للتحويل يمنع سعره من الهبوط إلى حد أدنى يماثل هبوط سعر السهم العادي. يهبط سعر السهم الممتاز، من الناحية النظرية، إلى أن يقارب إيراده قيمة السند غير القابل للتحويل الذي يعطي نفس الإيراد والثقة المالية وأجل الاستحقاق.

كما أن السهم الممتاز القابل للتحويل يعطي المستثمر الفرصة للمشاركة في ارتفاع أسعار الأسهم العادية الحاد الخبيء، ويرتفع بارتفاعها لأنه قابل للتحويل إليها، إلا أنه يُسَعَّرُ بعلاوة أعلى من السهم العادي لأنه يعطي إيراداً أكبر منه ويتميّز بأرباح رأسمالية خبيثة. وتنعكس هذه العلاوة في السعر الذي يتحول بموجبه إلى سهم عادي، وربما وصلت في الظروف النموذجية إلى 20 - 30%. وهذا يعني وجوب تحقق ارتفاع في الأسعار يبلغ 20 - 30% قبل أن يتحقق إمكان التحويل إلى أسهم عادية دون خسارة في القيمة.

استثمر بفت في الأسهم الممتازة القابلة للتحويل بنفس طريقته في السندات عالية الإيراد وكلما سنحت له فرصة أفضل من الاستثمارات الأخرى، ففي أواخر ثمانينيات القرن العشرين وتسعينياته أنجز عدة استثمارات في هذه الأسهم، اشتملت على سالومون برظرز Solomon Brothers وجيليت Gillette و يو إس إير US Air و تشامبيون إنترناشنال Champion International وأمريكان إكسبريس American Express.

كانت مجموعات الاستثمارات تتعرض للعديد من هذه الشركات، وأصبح بفت يُعرف باسم «الفارس (على الحصان) الأبيض» الذي ينقذها من الغزاة الأعداء، وربما لم يدرك أنه المنقذ الشهم، فقد رأى في هذه المشتريات استثمارات طيبة تخبئ في ثناياها أرباحاً عالية، كما أن أسهم هذه الشركات الممتازة قدّمت له عوائد أعلى مما استطاع أن يجد في أي مكان آخر.

عرف بفت بعض الشركات التي تصدر أوراقاً مالية ممتازة، لكنه في أحيان أخرى لم تكن لديه بصيرة نافذة في عملها حيث يستشرف ما سيكون عليه تدفقها النقدي في المستقبل - مهما كانت مصداقية ذلك. إن عجزه عن التنبؤ -

على حد قوله - هو الذي جعله يُركِّز استثمار شركة بيركشير على الأسهم الممتازة القابلة للتحويل بدل الأسهم العادية. ورغم احتمالية التحويل فإن القيمة الحقيقية للأسهم الممتازة في نظره هي ميزاتها الخاصة بالدخل الثابت.

غير أن ثمة استثناء واحداً هو MidAmerican، الذي ضمَّ عملية متعددة الوجوه اشتملت على أسهم ممتازة وعادية ودين أيضاً، وهنا يقيّم بقت الأسهم الممتازة لدخلها الثابت ولحصته من الأسهم التي تمكنه من التصويت في المستقبل.

مدأمريكان MidAmerican

في الرابع عشر من آذار / مارس 2000 استحوذت شركة بيركشير على 34,56 مليون سهم ممتاز قابل للتحويل اضافة إلى 900,942 سهماً عادياً في شركة مدأمريكان إنرجي هولدينجز MidAmerican Energy Holdings Company - وهي مرفق للغاز والكهرباء مقيمة في مدينة دي موان Des Moines - لقاء 1,24 مليار دولار تقريباً أو مبلغ 35,05 دولاراً للسهم الواحد. وبعد سنتين؛ في آذار / مارس 2002، اشترت 6,7 مليون سهم ممتاز أخرى قابلة للتحويل بمبلغ 402 مليون دولار، فزادت بذلك مقتنياتها في شركة مدأمريكان عن 9% من حق التصويت وزادت قليلاً عن 80% من المنافع الاقتصادية.

ومنذ عام 2002 استحوذت شركة بيركشير وبعض من شركاتها التابعة على حوالي 11% من أوراق مالية ممتازة في صندوق استثمار غير قابلة للتحويل بقيمة تقريبية بلغت 1,728 مليون دولار، منها 150 مليوناً، تم استردادها في آب / أغسطس 2003. وكانت ثلاثمئة مليون دولار إضافية قيد الاستثمار من قبل ديفيد سوكول David Sokol رئيس مجلس إدارة شركة مدأمريكان ومديرها التنفيذي وكذلك وولتر سكوت Walter Scott أكبر فرد مساهم فيها. والحقيقة أن وولتر هذا هو الذي اتصل ببفت فكان أن تمت أول صفقة رئيسة بينهما طوال فترة صداقتهما التي امتدت خمسين عاماً.

إن السعر الذي دفعه بفت بشركة مِدامِريكان قارب الحد الأدنى على المقياس والذي قالت التقارير: إنه تراوح بين 34 و 48 دولاراً بالسهم الواحد، وبذلك تمكن من تحقيق شيء من الحسم، إلا أنه أُلزم نفسه وشركة بيركشير معه في أمر نمو شركة مِدامِريكان المستقبلي إلى درجة اضطر معها إلى دعمها في استحواذها على خطوط أنابيب وصلت قيمتها إلى 15 مليار دولار، وساعدها على شراء خطوط أنابيب من تجار يعملون في مجال الطاقة، واضطروا إلى بيعها بأسعار منخفضة وذلك كخطوة على طريق استراتيجيتها التتموية.

إلا أن حالة شراء واحدة تمت بشكل شبه فوري، ففي آذار / مارس 2002 اشترى بفت مشروع كيرن ريفر Kern River لنقل الغاز الطبيعي - الذي ينقل 850 مليون قدم مكعب من الغاز يومياً إلى مسافة تزيد عن 935 ميلاً - من شركة ويليامز Williams Company القائمة في تلسا Tulsa، ودفع 960 مليون دولار اشتملت على تحمل دين ونفقات استثمارية إضافية قدرها مليار دولار.

تابعت شركة مِدامِريكان مسيرتها فاستحوذت من شركة دينجي Dynegy في وقت لاحق من عام 2002 على خط نورثيرن ناتشرال Northern Natural لنقل الغاز الطبيعي لقاء سعر مناسب جداً بلغ حوالي 900 مليون دولار مضافاً إليه تحمل دين. ثم أعلنت بيركشير في أوائل كانون الثاني / يناير 2004 أنها قدّمت ملياري دولار لقاء حوالي 30% من تكاليف خط أنابيب الغاز الطبيعي الجديد الذي يربط آبار الغاز الإحتياطية الكائنة في نورث سلوب North Slope في ألاسكا Alaska بعضها ببعض، مما يرفع احتياطي الولايات المتحدة بحوالي 7%، وأعلن سوكول - رئيس مجلس إدارة شركة مِدامِريكان - أن هذا الاستثمار كان سيرهقها لولا مساعدة بفت.

وفي عملية أخرى، تصبّ في الخانة نفسها، اشترت شركة إم إي إتش سي إنفستمنت MEHC Investment Inc - وهي إحدى شركات بيركشير التابعة - أسهماً ممتازة في شركة ويليامز Williams بمبلغ 275 مليون دولار، وهذه

الأسهم الممتازة لاتتمتع عادة بحق التصويت مع الأسهم العادية عند انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، لكن بيركشير هاثاويه فازت في هذه الصفقة بحق انتخاب 20% من أعضاء مجلس إدارة شركة مداميريكان، وحق الموافقة على بعض العمليات الهامة.

وفي وقت لاحق من الصيف قدّم بفت بالإشتراك مع شركة ليمان برطرز Lehman Brothers إلى شركة ويليامز ديناً ممتازاً، مدته سنة واحدة، بلغ تسعمئة مليون دولار بعلاوة 19% وبضمانة غالبية أصول النفط والغاز لدى شركة برت ريسورسز Barrett Resources التي استحوذت عليها شركة ويليامز أصلاً بمبلغ 2,8 مليار دولار. وقد قيل إن قرض بفت هو جزء من سلّة بلغت 3,4 مليار دولار من النقدية والديون كانت هذه الشركة بحاجة إليها كي تدفع عن نفسها الإفلاس حين كانت تخضع لعملية تحديد درجتها من قبل هيئات التصنيف. كانت شروط الصفقة قاسية ومثقلة بشروط ورسوم قيل إنها سترفع من الفائدة على الصفقة إلى 34%، ومع ذلك فهي ليست مجرد معونة أسداها بفت لشركة قيد التصنيف كي تخرج من وضع حرج فحسب، بل حماية لنفسه من الخطر الكبير المتمثل بهذا الوضع أيضاً.

ورغم أن شركة مداميريكان لم تكن غزوة بفت الوحيدة على صناعة الطاقة المحاصرة حينذاك، لكنها مثلت استثماراً معقداً متعدد الوجوه، فقد رأى أنها شركة تساوي أكثر من قيمتها السوقية الراهنة إذ عرف أن إدارتها - التي ضمت وولتر سكوت وديفيد سوكل - تعمل بمصداقية واستقامة وذكاء، وأن صناعة الطاقة قد تكون في نهاية المطاف عملاً مستقراً يأمل في أن يزيد استقراراً وربحية.

اشترى بفت في شركة مداميريكان استثماراً ثابت الدخل مع حقوق مساهمين خبيثة، وسلك - كما كانت حاله في سائر استثماراته - سبيلاً للتملك المتميز، فألزم نفسه بعملية نمو الشركة. لقد كسب بعض المال من خلال استثماراته ثابتة

الدخل في شركة ويليامز تحت حماية تعهدات ومعدلات عالية وأصول (شركة برت ريسورسز). وتبيّن بحلول تشرين الأول / أكتوبر 2003 أن شركة مدأمريكان قد نمت فأضحت ثالث أكبر شركة لتوزيع الكهرباء في المملكة المتحدة وأنها توزع الكهرباء على 689 ألف شخص في ولاية أيوا Iowa، وأن خطوط أنابيب كيرن ريفر Kern River و نورثيرن ناتشرال Northern Natural تنقل حوالي 7,8% من الغاز الطبيعي في الولايات المتحدة، وبلغت حصيلة دخلها 19 مليار دولار تقريباً من الأصول وست مليارات كإيرادات سنوية من خمس وعشرين ولاية والعديد من الأقطار الأخرى، وأنها ولدت لشركة بيركشير هاثاوية حوالي ثلاثمئة مليون دولار في السنة.



ولا بدّ من التنويه إلى أن بفت يرى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل - في المقام الأول - بمنزلة أوراق مالية ذات إيراد ثابت وأنها في المقام الثاني أدوات لزيادة أسعارها، ولهذا لا يمكن أن تقل قيمة مفتتبات شركة بيركشير من هذه الأسهم عن قيمة أية أسهم مشابهة غير قابلة للتحويل، وربما زادت عنها بسبب حقوق التحويل.

يُعدُّ بفت من قبل كثيرين أعظم مستثمر أوراق مالية تباع بأقل من قيمتها الحقيقية في العالم، وهذا يعني أساساً شراء أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى وشركات بكاملها لقاء مبالغ تقل كثيراً عن قيمتها الحقيقية ومن ثم الانتظار إلى أن تتحقق قيمة الأصول، ولذلك يطبق المبادئ نفسها في كل الحالات سواء كانت أسهماً لشركات أمريكية مرموقة أم ديوناً عالية الإيراد على شركات، ذلك أن مستثمر القيمة يذهب حيث تكون الصفقات.

* وردت في الأصل: المملكة المتحدة United Kingdom (العرب)

ورغم ظن الناس أن بفت مستثمر منذ أمد بعيد في الأسهم العادية لكنه يتمتع بالمقدرة على التحمل والمقاومة ويمتلك من رؤوس الأموال ما يمكنه من خوض غمار الصناعات المحاصرة والتقاط لآلئها من بين الأنقاض، فيختار شركات معينة مديروها أمناء أذكيا ومنتجات تولد مداخيل نقدية، ويختار أيضاً أدوات استثمارية تحقق الأفضل مع مرور الوقت. ربما أصاب، لكنه يعترف حينما يخطئ، ولقد أصاب تماماً كما تبين في قراره التحرك بقوة إلى أدوات الدخل الثابت عامي 2002 و 2003، ووصلت الأرباح التي تحققت عام 2002 لشركة بيركشير إلى مليار دولار، وتضاعفت خلال عام 2003 ثلاث مرات إلى 2,7 مليار.

