

Að kaupa eigin bréf

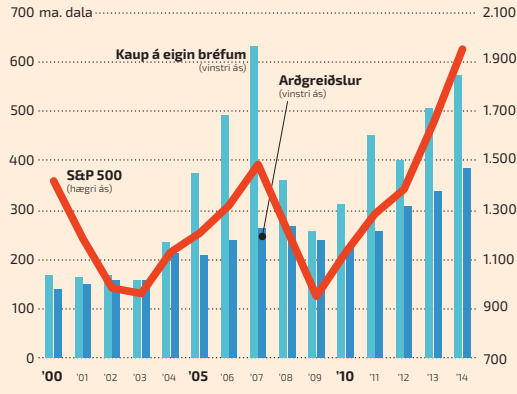
Baldvin Ingi Sigurðsson



Arðgreiðslur og kaup á eigin bréfum

— saman borin við kauphallarvísitölu

Heimild: Bloomberg og Stefnir hf.



færð yfir á þennan þriðja aðila og ekki hægt að túlka slík kaup sem merki um að bréfin séu lágt verðlögð á markaði þegar kaupin eru framkvæmd. Einnig fylgir þessu ákveðinn kostnaður.

Í sumar kallaði bandarískar fjárfestingarbankinn Goldman Sachs eftir því í skýrslu að félög á bandaríska markaðnum hættu að kaupa eigin bréf þar sem þau væru dýr á nánast alla mælikvarða en félög væru að eyða gríðarlegu fé í þessi kaup. Á myndinni hér að ofan má sjá hvernig arðgreiðslur, kaup á eigin bréfum og verð félaga í S&P500 vísitölunni hafa verið frá árinu 2000 til ársins 2014 (verðið er reiknað sem meðalmánaðaloka-verð yfir hvert ár fyrir sig í vísitölunni). Árið 2000 var verð nokkuð hátt og ekki hagstætt að kaupa eigin bréf en kaupin voru þó engu að síður meiri en arðgreiðslur. Árið 2003 var verðið lágt en þá fór þvert á móti meira fé í arðgreiðslur en kaup á eigin bréfum. Næstu ár jukust kaup á eigin bréfum gríðarlega og árið 2007 voru bréf keypt á háu verði í miklu magni. Árið 2009 var verð hins vegar aftur orðið lágt en þá var ekki mikill munur á kaupum á eigin bréfum og arðgreiðslum. Eftir 2009 hafa kaup á eigin bréfum aukist mikið á sama tíma og verð er að margra mati nokkuð hátt en það á eftir að koma í ljós hversu hagstæðu þau kaup hafa verið. Hins vegar sýnir þetta að á heildina litið hafa félög ekki keypt bréf í miklum mæli á hagstæðustu tímabilum. Samkvæmt Shiller P/E hlutfallinu er verð félaga í S&P500 vísitölunni hátt um þessar

96

Fjárfestir sem á einn hlut í félaginu á því, eftir arðgreiðslu, hlut sem er 9,5 kr. virði auk 0,5 kr. í reiðufé eða samtals 10 kr.

mundir í sögulegu samhengi sem bendir frekar til að ekki sé mjög hagstætt að kaupa eigin bréf.

Kaup á eigin bréfum eru almennt fjármögnun með reiðufé, lántöku eða blöndu af þessu tvennu. Þegar bréf eru keypt á markaði eru þau flokkuð í svokölluð eigin bréf (e. treasury shares) í bókum félags, framkvæmd getur verið mismunandi eftir löndum. Bréfin eru því ekki notuð til að reikna hagnað á hlut, arði eða úthlutað á bréfin, né fylgir þeim atkvæðisréttur. Þegar handbært fé er notað hefur það þau áhrif að hagnaður á hlut hækkar (e. earnings per share, EPS), þar sem hlutum fækkar en hagnaðurinn er sá sami. Kaupin hafa þannig engin áhrif á hagnað félags né auka þau virði þess ef bréfin eru „rétt“ verðlögð á markaði sem keypt eru. Ef félag velur að kaupa frekar bréf en að fara í nausýnlegar fjárfestingar getur það komið niður á hagnaði síðar, það sama gildir ef greiddur er arður í stað þess að fara í nausýnlegar fjárfestingar. Þá er almennt talið betra að félög kaupri eigin bréf og/eða greiði arð fremur en að beina fé í óarðbærar fjárfestingar. Ef félag fjármagnar kaupin með lántöku má sýna fram á að hagnaður á hlut getur minnkað

ef hlutfall hagnaðar og markaðsvirðis (H/V hlutfall) er lægra en vaxtakostnaður, að teknu tilliti til skattsparnaðar vegna vaxtagjalda. Fjármögnun kaupna með lántökum hefur aukist vegna þess að vextir hafa verið lágir í sögulegu samhengi undanfarin ár.

Með einföldun og án tillits til skatta og viðskiptakostnaðar má sýna fram á að kaup á eigin bréfum eru í raun sama aðgerð og venjulegar arðgreiðslur. Sem dæmi; félag er 1.000 kr. að markaðsvirði með 100 útistandandi hluti og verðið því 10 kr. á hlut. Félagið greiðir 50 kr. í arð og markaðsvirðið ætti því að lækka í 950 kr. Við arðgreiðslu minnkar verðmæti hvers hluta um 0,5 kr. Fjárfestir sem á einn hlut í félaginu á því, eftir arðgreiðslu, hlut sem er 9,5 kr. virði auk 0,5 kr. í reiðufé eða samtals 10 kr. Ef félagið velur hins vegar að kaupa eigin bréf, með handbæru fé, fækkar úti-standandi hlutum um 5. Eftir kaupin ætti markaðsvirði félagsins að vera 950 kr. og útistandandi hlutir þess 95. Virði á hlut er 950/95=10 kr. Fjárfestirinn á því bréf sem er 10 kr. virði. Niðurstaðan fyrir fjárfestirinn er sú sama. Hins vegar deilist hagnaður á hlut á ferri hluti og því hækkar hann en virði félagsins í heild minnkar engu að síður. Á skilvirkum markaði ættu fyrstu viðskipti eftir að fé fer úr fyrirtækinu að leiða til lækkunar markaðsvirðis. Í tilfelli arðgreiðslna er þessi dagsetning þekkt og verð lækkar sem þessu nemur en þegar félag kaupir eigin bréf þá eru þau yfirleitt framkvæmd á einhverju tímabili, tilkynning kemur vanalega jafnvel talsvert síðar og þegar upplýsingarnar berast markaðnum er ekki vist að markaðsvirðið lækki eins og það ætti hugsanlega að gera. Kaup á eigin bréfum eru því ekki jafn upplýsandi og arðgreiðslur að þessu leyti.

Hvers vegna velja félög þá að kaupa eigin bréf? Til dæmis til að gefa merki um að bréfin séu undirverðlögð á markaði, að hlutum fjölgi ekki vegna útgáfu bréfa í tengslum við starfsmannakjör, að hafa meiri sveigjanleika til að dreifa fé til hluthafa (arðgreiðslur eru limkennandi og erfðaraðar eða lækka þær þar sem það getur sent neikvæð skilaboð út á markaðinn sem félög forðast) og til að nýta skattalegt hagstæð og ef fjármagnstekjuskattur er lægri á verðhækkunir (e. capital gain) en arð. Sú ástæða að gefa merki um að bréfin eru ódýr á markaði á ekki við héraðs vegna útivistunar til þriðja aðila, ef félagið setur þriðja aðila ekki of þröngar skordur er varðar tíma og fleira. Að kaupa hluti til að fækka þeim vegna útgáfu nýrra hluta ætti augljóslega aldrei að vera rök til þess að kaupa eigin bréf þar sem hvattinn er að hagnaður á hlut haldist svipaður. Ef fjármagnstekjuskattur er sá sami á arð og verðhækkunir (eins og tilfellið er héraðs) er lítil sem enginn munur á arðgreiðslum og kaupum á eigin bréfum. Hins vegar má benda á að skattur er greiddur á

alla upphæðina sem greidd er út í arð en eingöngu á verðhækkunir þegar eigin bréf eru keypt og skattgreiðslunni frestað þar til bréfin eru seld. Umræðan í Bandaríkjunum hefur m.a. verið skattalegs eðlis því allir hluthafar greiða skatt af arðgreiðslunni en eingöngu þeir sem selja sín bréf í tilfelli kaupna á eigin bréfum. Aðrir geta frestað skattgreiðslunni sem fer líklega ekki vel í alla stjórnámalmenning þar í landi. Síðan árið 2003 hefur skattur á verðhækkunir og arðgreiðslur (sem uppfylla ákveðin skilyrði) verið sá sami í Bandaríkjunum. Fyrir liggur frumvarp á Alþingi þess efnis að óheimil verður að greiða arð á grundvelli reiknaðs hagnaðar. Þetta getur sérstaklega haft áhrif á fasteignafélagin sem skráð eru á markað. Ef frumvarpið verður að lögum mun það að öllum líkindum leiða til þess að félög komi fé til hluthafa með því að kaupa eigin bréf og skattgreiðslunni þar með að hluta frestað.

Warren Buffett skrifaði árið 2011 í árlegu bréfi sínu til hluthafa Berkshire Hathaway að tvö skilyrði þyrftu að vera uppfyllt til þess að kaupa eigin bréf. Annars vegar þarf félagið að hafa gnótt fjárfir til að ráða við rekstrarkostnað og lausafjárþörf og hins vegar þurfa bréfin að vera á talsverðum afslætti á markaði m.v. innra virði, varfærnislega reiknað. Buffett skrifaði að íslög hefði hann séð dæmi þess að síðara skilyrðinu væri ekki fullnægt og hluthafar hefðu skaðast. Þó svo að bréf sé á miklum afslætti á markaði er ábattinn ekki mikill af slíkum kaupum. Sem dæmi; félag kaupir 5% útistandandi bréfa á 70 kr. þegar innra virði þess er 100 kr. (á 30% afslætti) þá hækkar innra virði hlutarins aðeins um tæp 1,6%.

Undanfarit hafa komið tilkynningar um að félög á Íslandi hafa nýtt sér heimild hluthafafundar til kaupna á eigin bréfum og jafnvel vikid að því að félag sé ekki að kaupa vegna þess að það telji bréfin lágt verðlögð á markaði. Þá eru félög á íslenska markaðnum ekki stór og hluthafar eru fáir. Með því að kaupa eigin bréf mun það líklega leiða til þess að hluthöfum fækkar sem getur leitt til þess að seljanleiki bréfanna minnkar. Til dæmis er viðmiðunarkrafa kauphallarinnar að hluthafar séu að lágmarki 500. Samkvæmt hlutfélagalögum kemur stjórn félags fram fyrir félag út á við og því mætti hún útskýra hvers vegna keypt eru eigin bréf eða arður greiddur út. Æskilegt er að upplýst sé um hvort laun, bónusar eða afleiður æðstu stjórnenda séu háðar hækkingu á hlutfélagi. Mikilvægt er að almennir hluthafar í félögum haldi vöku sinni gagnvart kaupum félaga á eigin hlutabréfum og fái samlega vissu um að kaupin séu skynsamleg ráðstöfn fyrir viðkomandi félag. Á endanum er það hluthafa að ákveða hvort og þá hvernig fé er dreift til þeirra.

Höfundur er sérfræðingur í hlutabrégaeymi Stefns hf.

