

Birtist á Deiglan.com, 27. desember 2004.

Er augin útgáfa hlutabréfa merki um of hátt hlutabréfaverð?

Jón Steinsson

Á venjulegum tímum er óalgengt að rótgróin fyrirtæki fjármagni fjárfestingar með hlutabréfaútgáfu. Hlutabréf eru talin dýrari fjármögnunarleið fyrir slík fyrirtæki en annars konar fjármögnun. Það er því oft merki þess að hlutabréfaverð sé orðið of hátt þegar stjórnendur rótgróinna fyrirtækja ákveða að gefa út hlutabréf í auknum mæli.

Það hefur færest mjög í vöxt á síðustu árum og sérstaklega á árinu sem er að líða að íslensk fyrirtæki kaupi önnur fyrirtæki og fjármagni kaupin með sölu á hlutabréfum. Skemmst er að minnast kaupa Íslandsbanka á BNbanka í Noregi. Alls hafa íslensk fyrirtæki sótt hátt í 200 milljarða króna á hlutabréfamarkað í ár.

Það er vitaskuld erfitt fyrir leikmann að átta sig á því hvort íslensk fyrirtæki gefi um þessar mundir út hlutabréf í auknum mæli vegna þess að verð á hlutabréfum þeirra er hærra að mati stjórnenda þeirra en rekstur þeirra mun standa undir. Allt eins getur verið að líta beri á fyrirtæki eins og Íslandsbanka og KB banka sem sprotafyrirtæki á alþjóðlegan mælikvarða.

Ef augin hlutafjárútbóð stafa hins vegar af því að hlutabréfaverð er orðið of hátt er það mun alvarlegra mál en menn gera sér ef til vill grein fyrir. Hagfræðingurinn Michael Jensen (Harvard Business School) hefur nýlega ritað [grein](#) þar sem hann bendir á það að of hátt hlutabréfaverð geti leitt til þess að stjórnendur fyrirtækja leiðist út í alls kyns aðgerðir sem eyðileggja verðmæti.

Þegar hlutabréfaverð fyrirtækis hækkar langt upp fyrir það sem stjórnendur þess telja að rekstur þess geti staðið undir standa stjórnendurnir frammi fyrir erfiðri stöðu. Þeir þurfa annað hvort að tala verðið á fyrirtæki sinu niður eða þá að halda bólunni í hlutabréfaverði þess gangandi með alls kyns kústum.

Oft og tíðum hafa stjórnendur fyrirtækisins hag af því að hlutabréfaverðið haldist hátt þar sem þeir eiga hlutabréf eða valréttarsamninga. Umtalsverð lækkun á hlutabréfaverði er þar að auki alltaf erfið fyrir stjórnendur. Þetta gerir það að verkum að stjórnendur freistast stundum til þess að stinga raunveruleikanum ofaní skúffu þegar verð á hlutabréfum er orðið allt of hátt og gera allt sem þeir geta til þess að það haldist hátt.

Aðgerðirnar sem stjórnendur ráðast í þegar svo stendur á eyðileggja oft á tíðum verulegan hluta af raunverulegu verðmæti fyrirtækisins. Meðal slíkra aðgerða eru yfirtökur á alls kyns fyrirtækjum undir því yfirskeyni að hraður vöxtur muni hámarka hag fyrirtækisins til lengri tíma. Þegar bólan springur er ekki óalgengt að slík fyrirtæki afskrifi stóran hluta af þessum yfirtökum. Þegar verst lætur leiðast síðan fyrirtæki út í alls kyns ólöglegar aðgerðir eins og bókhaldsbrellur og flókna fjármálastarfsemi til þess að fela raunveruleikann fyrir hluthöfum sínum. Enron og Worldcom eru nýleg dæmi um slíkt.

Of hátt hlutabréfaverð er mun erfiðara vandamál fyrir markaðinn að leysa en of lágt hlutabréfaverð. Þegar fjárfestar telja að hlutabréfaverð sé of lágt geta þeir einfaldlega keypt hluti í félaginu og þannig ýtt undir hækkun á verði þess. Þegar fjárfestar telja hins vegar að hlutabréfaverð sé of hátt þurfa þeir að taka skortstöðu til þess að keyra verðið niður.

Núverandi fyrirkomulag hlutabréfamarkaða gerir það hins vegar að verkum að skortsala er mun erfiðari en einföld kaup. Þetta stafar að nokkru leyti af því að skortsala hefur í gegnum tíðina verið litin hronauga af mörgum sem áhrif hafa á skipulag hlutabréfamarkaða. Slíkur hugsunarháttur er vonandi á undanhaldi.

Til þess að unnt sé að lágmarka hættuna á hlutabréfabólum í framtíðinni og þann gríðarlega kostnað sem þeim fylgir er afskaplega mikilvægt að skipulagi hlutabréfamarkaða verði breytt þannig að skortsala verði auðvelduð.