

HLUTABRÉF



Hlutabréf hafa gefið hæstu ávöxtun allra verðbréfa hvar sem er í heiminum á síðustu áratugum.

Annar mikilvægasti flokkur verðbréfa er hlutabréf. Sérstakur ævintýraljómi hefur löngum leikið um þau, jafnt hér á Íslandi þar sem 13–14.000 Íslendingar eignuðust hlut í Eimskipafélagi Íslands árið 1914, sem erlendis þar sem menn hafa stundum orðið milljónamæringar nánast á einni nóttu með hlutabréfakaupum — eða tapað aleigunni.

Breytingar á verði hlutabréfa vekja oft mikla athygli og draga dilk á eftir sér. Hver hefur ekki heyrt um hrunið á Wall Street árið 1929 og heimskreppuna miklu sem fylgdi í kjölfarið? Það er hins vegar staðreynd að verð hlutabréfa hækkar almennt miklu oftar en það lækkar og hvarvetna í heiminum hafa hlutabréf á síðustu áratugum gefið hærri ávöxtun en nokkur önnur verðbréf.

Ávöxtun hlutabréfa er hins vegar mun meiri óvissu háð en ávöxtun ýmissa annarra verðbréfa, s.s. skuldabréfa. Fjallað er um orsakir þess í kaflanum hér á eftir sem og það hvaða þættir hafa áhrif á verð hlutabréfa.

Í kaflanum verður jafnframt rætt um skráningu hlutabréfa hér á landi, hlutverk Verðbréfaþings Íslands og Opna tilboðsmarkaðsins, útboð hlutabréfa og viðskipti með hlutabréf. Fjallað verður um heimsmarkað hlutabréfa, íslenska hlutabréfamarkaðinn, skattamál og hlutabréfavísitölur sem líta má á sem einfaldan mælikvarða á það sem fram fer á hlutabréfamarkaði. Loks eru mikilvægar kennitölur kynntar, hvað þær þýða og hvernig er best að nota þær.

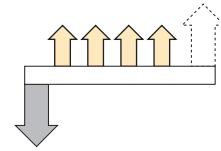
HLUTABRÉF



Sá sem kaupir hlutabréf í Eimskip gerist um leið **hluthafi** í fyrirtækinu og eignast þar með ákveðinn hundraðshluta í hlutafé þess. Sem hluthafi verður fjárfestirinn þátttakandi í þeirri atvinnustarfsemi sem fyrirtækið hefur með höndum. Hann hagnast þegar fyrirtækinu gengur vel en tapar þegar reksturinn gengur illa.

Hluthafi á rétt á að sækja hluthafafundi sem fer með æðsta vald í málefnum hlutafélagsins og aðalfundi sem að jafnaði eru haldnir á fyrri hluta árs til að kynna hluthöfum ársreikning félagsins. Í ársreikningi og ársskýrslu hlutafélaga er hluthöfum gerð nákvæm grein fyrir rekstri og efnahag á nýliðnu ári. Á aðalfundi er einnig kjörin stjórn félags til næsta tímabils.

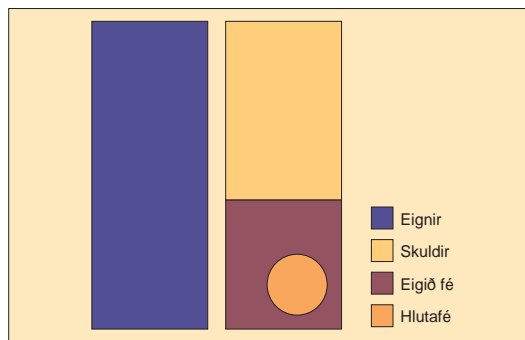
Hlutabréf er ávísun á tiltekinn hlut í fyrirtæki sem rekið er sem hlutafélag. Með kaupum á hlutabréfi eignast fjárfestirinn því ávísun á afkomu þess í framtíðinni, þ.e. hlutdeild í árlegum hagnaði fyrirtækisins sem greiddur er til hluthafa þegar þannig árar og endurgreiðslu þegar hlutabréfið er selt aftur — vonandi á hærra verði en það var keypt. Í báðum tilvikum eru tekjurnar háðar óvissu, ólíkt því sem við á um hið hefðbundna skuldabréf.



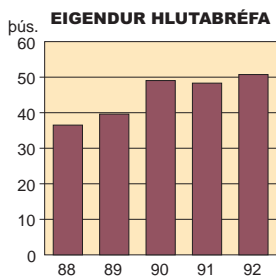
Heildareignir fyrirtækis eru **fastafjármunir** (t.d. fasteignir, vélar og tæki) og **veltufjármunir** (ýmsar peningalegar eignir, birgðir o.fl.). Á móti heildareignum fyrirtækis stendur **lánsfé** (allar skuldir félagsins) og eigið fé en með **eigin fé** er átt við allan eignarhlut hluthafanna í fyrirtækinu. Eigið fé nemur oft mun hærrí fjárhæð en **nafnvirði** hlutafjár sem er samanlagt andvirði útgefinna hlutabréfa í félaginu. Ef nafnvirði hlutafjár er 200 m. kr. en eigið fé fyrirtækisins er 300 m. kr. þá er sagt að **innra virði** hlutabréfanna sé 1,5.

Innra virði hlutabréfa er hlutfallið á milli bókhaldslegs verðmætis eigin fjár félagsins og nafnverðs hlutabréfanna. Innra virði er gjarnan borið saman við markaðsverðmæti hlutabréfa til að meta hvort þau eru dýr eða ódýr.

EFNAHAGSREIKNINGUR



Almenningshlutafélög og skráning hlutabréfa á markaði

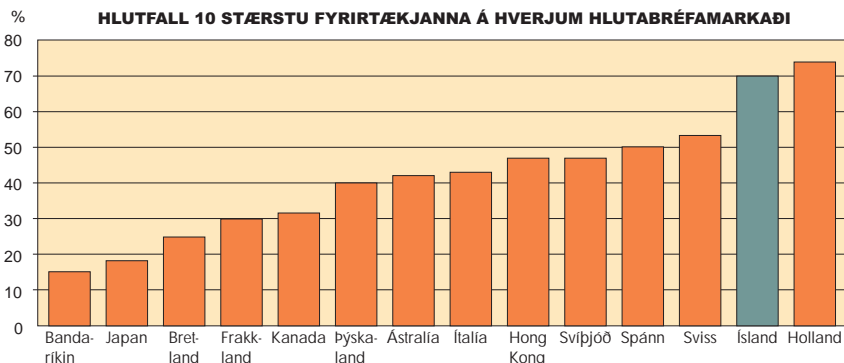


Frá árinu 1988 hefur fjölgað verulega þeim einstaklingum sem á skattframtali telja fram eign í hlutabréfum. Ein af skýringunum er frádráttur frá tekjuskatti sem kaupendum hlutabréfa hefur staðið til boða.

Með **almenningshlutafélagi** er oftast átt við opið, allstórt hlutafélag með allmörgum hluthöfum svo að hlutabréf geta gengið kaupum og sölum á frjálsum markaði þannig að verð myndast. Með allstóru hlutafélagi er átt við að markaðsverðmæti hlutabréfa sé a.m.k. 500 til 1.000 milljónir króna. Með allmörgum hluthöfum er átt við að hluthafar séu a.m.k. 500 til 1.000 talsins.

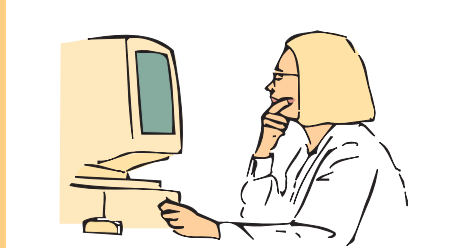
Viðskipti með hlutabréf almenningshlutafélaga voru hverfandi framan af níunda áratugnum en jukust hröðum skrefum frá árinu 1985. Á þeim árum var ekki fyrir hendi **formleg skráning** á hlutabréfum á innlendum markaði en með skráningu er átt við að viðskipti með hlutabréfin séu með formlegum hætti, fari eftir föstum, opinberum reglum og oftast á **verðbréfafingi** eða í **kauphöll**. Með verðbréfafingi eða kauphöll er átt við stofnun þar sem aðilar hafa komið sér saman um formlegar reglur og skilyrði varðandi viðskipti með verðbréf. Aðilar að verðbréfafingi eru verðbréfamiðlarar og fjármálastofnanir og jafnvel opinberir aðilar í sumum tilvikum.

Aðeins fimm íslensk almenningshlutafélög, Eimskip, Flugleiðir, Íslandsbanki, Útgerðarfélag Akureyringa og Olúfélagið, eru með fleiri en 1.000 hluthafa.



Tíu stærstu fyrirtækin á hverjum markaði veга jafnan afar þungt í heildarverðmæti skráðra hlutabréfa. Myndin til hliðar sýnir að hlutfallið er lægst á stærstu mörkuðunum, tæp 20%, en allt upp í tæp 80% þar sem markaðir eru minni.

Hlutabréf á Verðbréfaþingi Íslands



Á Verðbréfaþingi Íslands (VÞÍ) voru í árslok 1993 skráð hlutabréf 17 almenningshlutafélaga en auk þess allir flokkar spariskirteina ríkissjóðs og húsbréfa, auk margra flokka bankabréfa og annarra skuldabréfa. Til þess að hljóta skráningu á VÞÍ þarf eigið fé fyrirtækja að vera að

lágmarki 75 m. kr. og hluthafar þurfa að vera fleiri en 200 og hver þarf að eiga að lágmarki 30.000 kr. að nafnverði. Enn fremur gerir VÞÍ strangar kröfur um upplýsingagjöf er varðar fjárhag og starfsemi fyrirtækisins og viðskipti með hlutabréf þess.

Hlutabréf á Opna tilboðsmarkaðnum

Opni tilboðsmarkaðurinn (OTM) var settur á stofn í maí árið 1992 af hálfu verðbréfa-fyrirtækja. OTM er vettvangur fyrir viðskipti með hlutabréf sem ekki eru skráð á VÞÍ, hvort sem það er vegna ákvörðunar fyrirtækjanna sjálfra eða vegna þess að þau fullnægja ekki þeim skilyrðum sem sett eru fyrir skráningu þar. Haldið er utan um tilboð á OTM í tölvukerfi VÞÍ en að öðru leyti hefur Verðbréfaþingið ekkert með viðskiptin að gera. Í árslok 1993 voru viðskipti með hlutabréf 36 fyrirtækja á OTM.



Til að hægt sé að eiga viðskipti með hlutabréf fyrirtækis á OTM þarf ársreikningur þess að vera öllum aðgengilegur og ekki má leggja hömlur á viðskipti með hlutabréfin.

Hlutfé er ekki ódýrara en lánsfé

Þegar markaður tók að myndast fyrir hlutabréf á Íslandi og fyrirtæki tóku að geta aflað sér eigin fjár með sölu hlutabréfa litu margir svo á að með þeim hætti væru fyrirtækin að afla sér ódýrara fjár en með því að taka lán. Svo er þó alls ekki og í raun er hlutfé dýrara en lánsfé vegna þess að hluthafinn er að taka meiri áhættu en kaupandi skuldabréfs og gerir því kröfu um meiri arðsemi.

Hluthafinn á hvorki ákveðna arðgreiðslu vísa né heldur það að geta endurselt hlutabréf sín með hagnaði. Eigandi skuldabréfs á hins vegar vísa endurgreiðslu höfuðstóls í lok lánstímans og greiðslu vaxta eins og kveðið er á um í skilmálum skuldabréfsins. Þegar eigið fé fyrirtækis er aukið með útgáfu og sölu nýrra hlutabréfa er því í reynd verið að auka kröfurnar um hagnað fyrirtækisins til þess að aukning hlutfjár leiði ekki til minni arðsemi eigin fjár.

Opin eða lokuð fyrirtæki

Langflest fyrirtæki á Íslandi eru rekin sem hlutfélög en aðeins fáein þeirra eru rekin sem opin hlutfélög þar sem hver sem vill getur orðið hluthafi með því að kaupa hlutabréf á frjálsum markaði.

Engar reglur segja til um hvort eða hvenær reka skuli fyrirtæki sem opið félag í eigu almennings eða sem lokað félag í eigu tiltekings hluthafahóps, til dæmis fjölskyldu stofnandans og afkomenda hans. Tæpast er um að ræða neinar hefðir eða venjur, allra síst á Íslandi þar sem markaður fyrir hlutabréf er ungur og smár. Hvort fyrirtæki er rekið sem opið eða lokað hlutfélag segir ekkert um árangur í rekstri þess.



Í grein í tímaritinu Fortune frá 20. september 1993 er því lýst sem forsendu fyrir vexti og viðgangi fyrirtækja að stjórnendur þeirra geri sér grein fyrir fjármagnskostnaði hlutafjár. Í þeim dæmum sem tekin eru í greininni má sjá að fjármagnskostnaður hlutabréfa er allt að 11,5 prósentustigum hærri en lánsfjár.



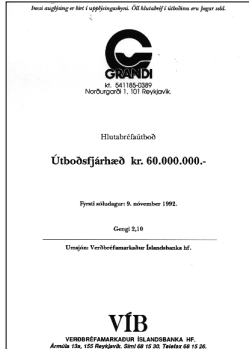
Dæmi um opin hlutfélög á Íslandi eru Eimskip, Flugleiðir og Íslandsbanki.

HAGKAUP



Dæmi um lokuð hlutfélög eru Hagkaup, Hekla og Árvakur, útgáfufélag Morgunblaðsins.

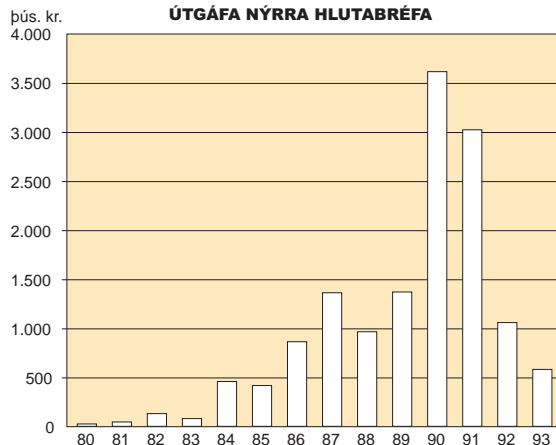
Hvernig fer útboð hlutabréfa fram?



Sala á nýju hlutafé fer oftast fram með hlutfjárútboði í umsjón verðbréfafyrirtækis. Á hluthafafundi er tekin ákvörðun um hlutfjárútboð og stjórn fyrirtækisins falið að hrinda því í framkvæmd. Algengast er að nýtt hlutafé sé selt á fyrir fram ákveðnu gengi á ákveðnu sölutímabili. Þegar mikil eftirspurn er eftir hlutabréfum í útboði eru þau stundum seld með áskriftarfyrirkomlagi. Þá gera fjárfestar tilboð í ákveðið magn hlutabréfa en fá einungis afgreiddan hluta af umbeðinni fjárhæð í réttu hlutfalli við tilboðið sem gert er. Einnig þekkist að hlutabréf séu boðin út með uppboðsfyrirkomlagi en þá gera fjárfestar tilboð í bæði magn og verð. Með því móti eru kaupendur að borga mismunandi verð fyrir hlutabréfin. Samkvæmt lögum hafa hluthafar forkaupsrétt á nýju hlutafé áður en það er boðið öðrum fjárfestum nema hluthafar ákveði annað sjálfir.



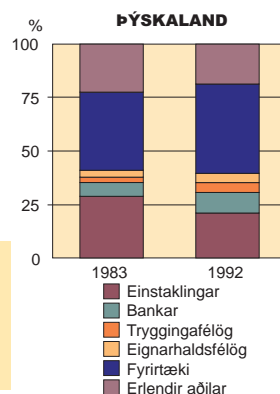
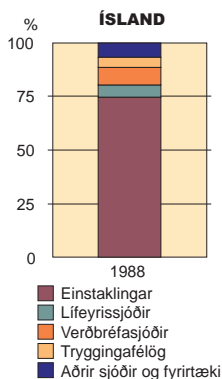
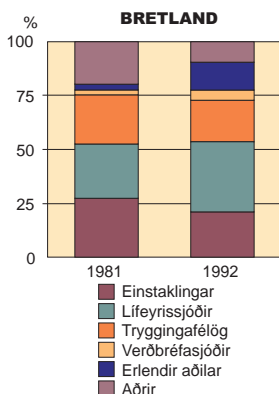
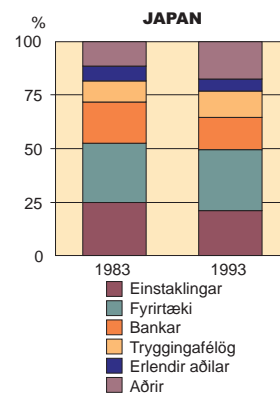
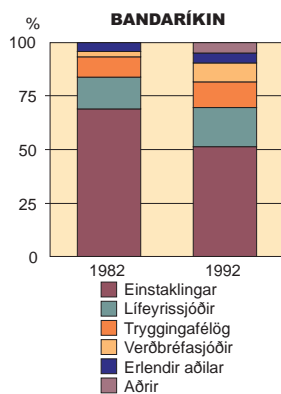
Útgáfa og sala nýrra hlutabréfa óx hröðum skrefum allan niunda áratuginn og náði hámarki árið 1990. Síðan þá hefur útgáfa nýrra hlutabréfa dregist saman og var raunar sáralítill árin 1992 og 1993, enda öll ytri skilyrði og markaðsaðstæður mjög óhagstæðar.



Hverjir eru eigendur hlutabréfa?

Einstaklingar eru helstu eigendur hlutabréfa á Íslandi. Samkvæmt tölum frá því í árslok 1990 eru um 74% alls íslensks hlutafjár í eigu um 50.000 einstaklinga. Afgangurinn er í eigu lífeyrissjóða, verðbréfasjóða, tryggingafélaga og annarra sjóða og fyrirtækja.

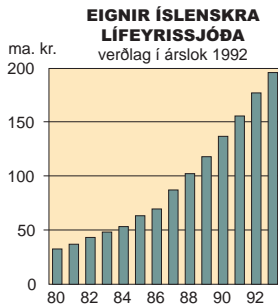
Þetta er ólíkt því sem gerist víða annars staðar í heiminum, eins og sést á myndunum hér á síðunni, og má að hluta til a.m.k. rekja til þess að einstaklingar hafa notið umtalsverðs skattaafsláttar við hlutabréfakaup hér á landi. Í Bandaríkjunum er hlutabréfaeign einstaklinga einnig töluverð, eins og sjá má, en einstaklingar þar eiga rúm 50% hlutafjár. Á hinum stóru hlutabréfamörkuðum, í Japan, Þýskalandi og Bretlandi, eiga einstaklingar



Einstaklingar í Bandaríkjunum eiga rúm 50% hlutafjár en í Japan, Þýskalandi og Bretlandi eiga þeir innan við 25%. Það sama er þó uppi á teningnum í löndunum fjórum, hlutabréfaeign einstaklinga fer minnkandi.

hins vegar innan við 25% af hlutabréfum. Það gildir þó jafnt um Bandaríkin sem hin löndin þrjú að hlutabréfaeign einstaklinga fer minnkandi.

Þróunina má rekja til þess að kaup stofnana og fyrirtækja á hlutabréfum hafa aukist til muna, auk þess sem sparnaður einstaklinga hefur víða færst í æ ríkara mæli yfir í lífeyrissjóði og verðbréfasjóði á síðustu tveimur áratugum. Ástæðan er meðal annars sú að það er mjög hagstætt fyrir einstaklinga að fjárfesta í hlutabréfum í gegnum verðbréfasjóði eða hreina hlutabréfasjóði. Kostnaður er hóflegur, hægt er að eignast hlut í mörgum fyrirtækjum fyrir tiltölulega lága upphæð og áhættudreifing er mikil svo að sveiflur í ávöxtun verða minni.



Eignir íslenskra lífeyrissjóða hafa vaxið hratt síðasta áratug. Vöxtinn má rekja til aukinna iðgjalda og ávöxtunar eigna sjóðanna.

Fjárfesting lífeyrissjóða í hlutabréfum hefur líka aukist þótt víðast sé meirihluti eigna þeirra enn í skuldabréfum. Að meðaltali var um 38% eigna lífeyrissjóða í heiminum í hlutabréfum árið 1989. Það ár voru um 0,8% eigna íslenskra lífeyrissjóða í hlutabréfum. Fjórum árum síðar var sú tala orðin um 2% en ekki er líklegt að hún eigi eftir að hækka skyndilega.

Umsjónarmenn lífeyrissjóða og verðbréfasjóða sem oft sjá um fjárfestingu sparifjár sem samsvarar tugmilljörðum íslenskra króna leika því æ stærra hlutverk erlendis og hafa verið í fararbroddi, t.d. í Bandaríkjunum, við að hafa eftirlit með rekstri fyrirtækja og sjá til þess að hagur hluthafa sé ekki fyrir borð borinn. Þetta eru fjárfestar sem líta til lengri tíma og gera strangar kröfur um ávöxtun. Vissulega heyrast þær raddir sem spyrja hvort stjórnendur slíkra sjóða fari ekki út fyrir verksvið sitt, hafi þeir afskipti af rekstri fyrirtækjanna sem þeir fjárfesta í.

Það hlýtur að teljast æskilegt að lífeyrissjóðir fjárfesti í atvinnulífinu en í mörgum löndum gilda mjög strangar reglur um fjárfestingu lífeyrissjóða í hlutabréfum. Það er meðal annars gert til að vernda eignir sjóðsfélaga fyrir of miklum sveiflum en einnig til að vernda hlutabréfamarkað viðkomandi landa. Stórir lífeyrissjóðir hafa yfir svo miklu fé að ráða að þeir gætu haft áhrif á verðmyndun á markaðnum eða eignast meirihluta í einstökum fyrirtækjum.

Langtímafjárfestar og spákaupmenn

Langtímafjárfestar eru þeir fjárfestar kallaðir sem líta ávallt til lengri tíma. Þeir selja ekki hlutabréf sín þó illa gangi og einbeita sér að fáum fyrirtækjum. Öndverðir þeim eru „spákaupmenn“ sem gjarnan hafa skjótfenginn gróða að leiðarljósi, kaupa hlut í fyrirtækjum til að hluta þau í sundur og stökkva af skútunni ef illa horfir. Flestir eigendur hlutabréfa eru þó líklega einhvers staðar þarna á milli; kaupa hlutabréf til lengri tíma en hafa þó ekkert á móti því að selja gefist möguleiki á góðum hagnaði. Einstaklingar sem kaupa hlutabréf gera það líka af mörgum ástæðum. Þeir vilja njóta góðrar ávöxtunar, þá langar að eiga hlut í fyrirtæki eða þeir vilja leggja sitt af mörkum til uppbyggingar atvinnulífs. Suma langar jafnvel bara að sitja aðalfundi fyrirtækja.

Fjárfesting fyrirtækja í öðrum fyrirtækjum

Töluvert hefur verið rætt og ritað hér á Íslandi um kaup einstakra fyrirtækja á hlutabréfum í öðrum fyrirtækjum. Sýnist sitt hverjum um þetta og ýmsir eru þeirrar skoðunar að eignarhald stærstu fyrirtækjanna hér á landi hafi safnast á of fáar hendur. Að fyrirtæki fjárfesti í öðrum fyrirtækjum er hins vegar ekkert séríslenskt fyrirbæri heldur er það algengt á öllum ungum hlutabréfamörkuðum.

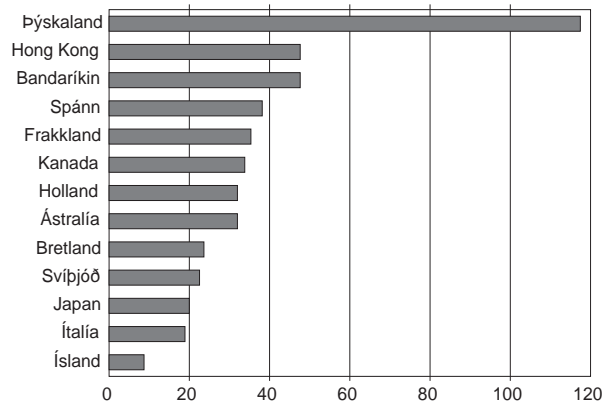
Á fyrstu áratugunum eftir að hlutabréfamarkaður varð til í Bandaríkjunum var mikið um að fyrirtæki keyptu hlutabréf í öðrum fyrirtækjum og mikill auður safnaðist á hendur fárra fjölskyldna. Sömu sögu var að segja í Japan þegar hlutabréfamarkaður varð til þar. Í báðum löndunum hefur það þó gerst þegar hlutabréfamarkaðurinn hefur slitið barnsskónum að eignarhald fyrirtækja hefur dreifst á fleiri hendur. Það leikur þó enginn vafi á því að í mörgum tilvikum var fjárfesting fyrirtækja í öðrum fyrirtækjum af hinu góða í þessum löndum því með því fékkst nauðsynlegt fjármagn til uppbyggingar.

Enn þann dag í dag er algengt í Þýskalandi að bankar eigi hlut í fyrirtækjum og þó sérstaklega að fyrirtæki eigi hlut hvert í öðru. Forstjórar og stjórnarformenn fyrirtækja sitja í stjórnnum hver hjá öðrum og þannig myndast mikil tengsl á milli stærstu fyrirtækjanna í Þýskalandi. Raunar er það svo í öllum löndum Evrópu að hefð er fyrir stórum einkafyrirtækjum og ríkisreknum fyrirtækjum sem leita til banka um fjármögnun á meðan flest fyrirtæki í Bandaríkjunum eru rekin sem almenningshlutafélög og treysta á hlutabréfamarkaðinn til fjármögnunar. Bönkum er beinlínis bannað að eiga hlut í fyrirtækjum í Bandaríkjunum. Þetta hefur aftur orðið til þess að hlutabréfamarkaðurinn í Bandaríkjunum er mjög stór, raunar sá langstærsti í heiminum eins og fjallað er um á næstu blaðsíðu.

Hlutfjáreign „Deutsche Bank“ í nokkrum stærstu fyrirtækjum Þýskalands, 1988

Daimler-Benz	28%
Karstadt	25%
VEW	6%
Metallges.	11%
Linde	10%
Klöckner	20%
KHD	41%
Ph. Holzmann	35%

VELTA Á HLUTABRÉFAMARKAÐI 1992 SEM % AF MARKAÐSVERÐI



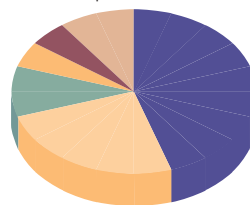
Veltan á þýska hlutabréfmarkaðnum er gífurlega hröð eins og sjá má. Segja mætti að öll hlutabréf í Þýskalandi hefðu skipt um eigendur á árinu 1992. (Sú er þó að sjálfsgöðu ekki raunin, sum hlutabréf hreyfast lítið, önnur meira.) Mikið umfang er einnig á mörkuðum í Hong Kong og Bandaríkjunum en þar skiptu hlutabréf sem svöruðu til tæplega helmingis af verðmæti allra hlutabréfa á markaðnum um eigendur 1992. Loks sést að velta íslenska hlutabréfamarkaðsins er mjög lítil eða um 10%. Þúast má við að hún aukist eftir því sem markaðurinn þróast.

Heimsmarkaður hlutabréfa



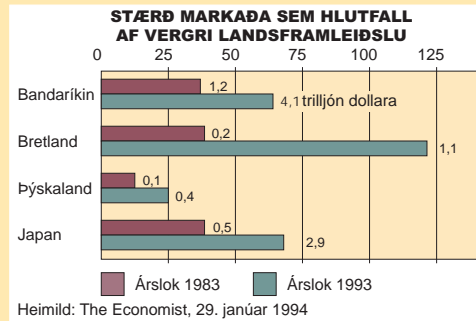
Um allan heim gegnir hlutabréfamarkaður r veigamiklu hlutverki á fjármagnsmarkaði þótt hann sé víðast nokkru minni en skuldabréfamarkaðurinn. Stærsti hlutabréfamarkaður heims er í Bandaríkjunum en þar eru skráð hlutabréf að verðmæti 4.358 milljarðar Bandaríkadollara sem eru um 37% af öllum skráðum hlutabréfum heims. Næstur hvað stærð varðar kemur hlutabréfamarkaðurinn í Japan en hann var áður stærsti hlutabréfamarkaður heims. Hann minnkaði verulega vegna verðlækkunar.

ERLENDIR HLUTABRÉFAMARKAÐIR
September 1993



Bandaríkin	37,1%
Japan	30,6%
Bretland	8,8%
Pýskaland	3,3%
Frakkland	3,3%
Önnur lönd	16,9%

Að jafnaði er verðmæti hlutabréfa á markaði í iðnríkjunum frá 40–100% af landsframleiðslu viðkomandi ríkis. Hæst er hlutfallið í Japan þar sem það er talsvert yfir 100%. Á ungum markaði eins og þeim íslenska er þetta hlutfall talsvert lægra. Gera má ráð fyrir að íslenski hlutabréfamarkaðurinn stækki verulega á næstu árum og áratugum en þó er þess ekki að vænta að hlutfall hans af landsframleiðslu nái jafnhátt og í nálægum löndum. Ástæðan er sú að landsframleiðsla á Íslandi er tiltölulega há í hlutfalli við fé bundið í atvinnurekstri vegna þess að náttúruauðlindirnar, svo sem fiskur, orka og jarðhiti, eru



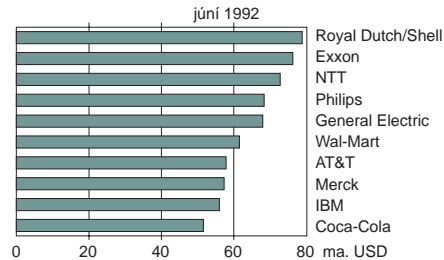
nýttar við öflun þjóðartekna en koma hvergi fram sem eignir, hvorki í reikningum fyrir-tækjanna né hjá hinu opinbera.

Stærð helstu hlutabréfamarkaða september 1993

	Stærð markaðs*	Hlutfallsleg skipting
<i>Bandaríkin</i>	4.358	37,1%
<i>Japan</i>	3.592	30,6%
<i>Bretland</i>	1.035	8,8%
<i>Þýskaland</i>	391	3,3%
<i>Frakkland</i>	391	3,3%
<i>Kanada</i>	257	2,2%
<i>Hong Kong</i>	241	2,1%
<i>Sviss</i>	235	2,0%
<i>Ítalía</i>	171	1,5%
<i>Önnur lönd</i>	1.069	9,1%
Samtals	11.740	100%

* Milljarðar dollara

10 VERDMÆTUSTU FYRIRTÆKIN Í HEIMINUM



Í júní 1992 var hollenska olíufélagið Shell verðmætasta almenningshlutafélagið í heiminum með markaðsverðmæti sem samsvarar tæplega 6.000.000.000.000 íslenskra króna. Til samanburðar er heildarverðmæti allra eigna á Íslandi um 1.200.000.000.000 krónur í árslok 1992. Verðmætasta íslenska almenningshlutafélagið árið 1993 var Eimskip en markaðsverðmæti þess var þá um 5.000.000.000 króna.

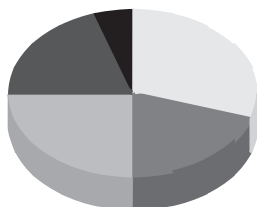
Íslenski hlutabréfamarkaðurinn

HLUTABRÉF			
Kaupum og seljum hlutabréf			
Bætt staðgreiðsla			
Rekstrar	Rekstrar	Skipulag	Stærð
Almannatryggingar hf.	1,24	1,30	20,6%
Eimskipafélag Íslands hf.	3,53	3,72	50,6%
Flugfélag Ís.	2,43	2,55	30,6%
Hafsléttur hf.	1,32	1,38	50,6%
Heilbrigðisbætur hf.	1,48	1,55	11,2%
Vaxtabankinn hf.	1,29	1,35	15,2%
Útgefnafélag Akureyringa hf.	1,65	1,74	10,0%
Skjalvæðingur hf.	1,80	1,87	100,0%
Tilvitningargreitt hf.	1,60	1,64	30%

HMARK
Hlutabréfamarkaðurinn hf.
Skjalvæðing 12. 3b. Reykjavík. Sími 21877

Hlutabréfamarkaðurinn hf. eða HMARK, eins og hann var jafnan kallaður, var frumkvöðull í skráningu á verði hlutabréfa og viðskipti með þau. HMARK hóf starfsemi í ársbyrjun 1986 og birti reglulega auglýsingar um gengi hlutabréfa.

SKIPTING HLU TABRÉFAMARKAÐS EFTIR ATVINNUGREINUM



Flutningar	29%
Sjávarútvegur	21%
Oliudreifing	25%
Fjármálafyrirtæki	19%
Iðnaður	6%

Viðskipti með hlutabréf hófust ekki fyrir alvöru á Íslandi fyrr en árið 1987. Fyrsta almenningshlutafélagið var þó stofnað í upphafi aldarinnar þegar Hf. Eimskipafélag Íslands var stofnað árið 1914. Við stofnun félagsins voru hluthafar alls um 13–14.000 talsins eða um 17% af öllum landsmönnum. Langur tími átti þó eftir að líða uns hlutabréf urðu markaðsvara með opinberlega skráðu verði og farvegi til þess að eiga viðskipti með þau.

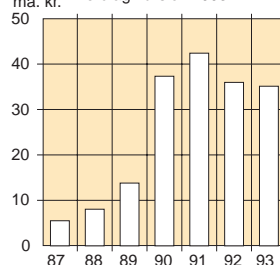
Í árslok 1993 var heildarstærð innlenda hlutabréfamarkaðsins rúmir 35 milljarðar króna en hann hafði þá vaxið hröðum skrefum næstu ár þar á undan. Þá voru hlutabréf 53 fyrirtækja skráð annaðhvort á VPÍ eða OTM. Eins og kemur fram í kaflanum *Heimsmarkaður hlutabréfa* er þó langt í að hlutabréfamarkaður á Íslandi verði jafn mikilvægur hluti af fjármagnsmarkaðnum hér og víðast hvar annars staðar.

Til grundvallar hlutabréfavísitölu VÍB er verð á hlutabréfum sextán af stærstu skráðum fyrirtækjum á markaðnum. Skipting þeirra eftir atvinnugreinum er nokkuð dreifð en athygli vekur hversu lítið hlutverk iðnfyrirtæki leika á markaðnum. Eins og gefur að skilja er hlutur sjávarútvegs stór og flutningar vega einnig þungt þótt einungis sé um að ræða tvö fyrirtæki.

Lítill viðskipti með hlutabréf hafa haldið nokkuð aftur af framþróun markaðsins. Lífeyrissjóðir og stærri fjárfestar hafa ekki sýnt hlutabréfum mikinn áhuga og skattaafsláttur, sem nánar er lýst í kaflanum *Skattamál og hlutabréfakaup*, virðist hingað til hafa verið helsti hvatinn fyrir einstaklinga til

ÞRÓUN HLU TABRÉFAMARKAÐS

ma. kr. verðlag í árslok 1993



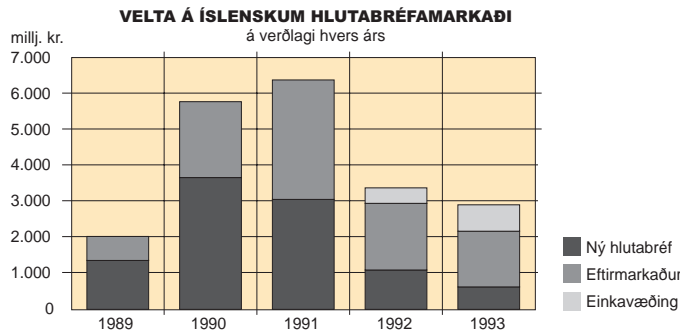
Frá árinu 1987 til ársins 1991 stækkaði íslenskur hlutabréfamarkaður mest allra flokka innlendra verðbréfa. Síðan þá hefur hann staðið í stað og jafnvel minnkað, bæði vegna lækkunar á verði hlutabréfa og lítillar útgáfu nýs hlutafjár. Jafnframt hafa fá ný fyrirtæki skráð hlutabréf sín á markaði.

Sé mið tekið af markaðsverðmæti er Eimskip stærsta fyrirtækið á innlendum markaði en markaðsverðmæti þess sem var um 5 milljarðar króna í árslok 1993. Meðalmarkaðsverðmæti þeirra íslensku fyrirtækja sem skráð eru á markaðnum er hins vegar afar lágt eða tæpur 1 milljarður króna.

hlutabréfakaupa. Árleg viðskipti með hlutabréf hafa frá upphafi numið talsvert undir 10% af verðmæti allra hlutabréfa á markaði. Það tekur íslenska markaðinn því meira en 10 ár að velta verðmæti sínu í viðskiptum. Þetta er mun lægra en annars staðar þekkist, eins og til dæmis í Bretlandi þar sem velta á hlutabréfamarkaði hefur jafnan numið um 20–30% af heildarmarkaðsverðmæti hlutabréfa.

10 stærstu fyrirtækin í hlutabréfavisitölu VÍB, desember 1993

	Markaðsverðmæti þús. kr.	Arður/ markaðsvirði	V/I	Arðsemi V/H	Fjöldi eigin fj. '92	hluthafa
<i>Eimskip</i>	5.162.300	2,26%	1,25	-127,23	-0,9%	14.100
<i>Íslandsbanki</i>	3.374.444	2,72%	0,68	-19,12	-3,3%	4.591
<i>Oliufélagið</i>	3.172.069	2,70%	1,04	16,07	5,3%	1.282
<i>Flugleiðir</i>	2.386.120	5,93%	0,70	-17,81	-3,0%	4.377
<i>Skeljungur</i>	2.035.651	3,42%	0,90	22,26	4,3%	275
<i>Grandi</i>	1.890.500	2,51%	1,28	-12,10	-10,8%	472
<i>Sjóvá-Almennar</i>	1.539.846	2,53%	1,99	9,50	26,0%	395
<i>Útgerðarfélag Ak.</i>	1.647.030	1,88%	1,05	157,93	6,2%	1.827
<i>Olís</i>	1.386.900	4,93%	0,82	22,91	3,6%	584
<i>Haraldur Böðvarss.</i>	800.000	1,20%	1,60	-8,93	-16,0%	552



Hvernig fara viðskiptin fram?

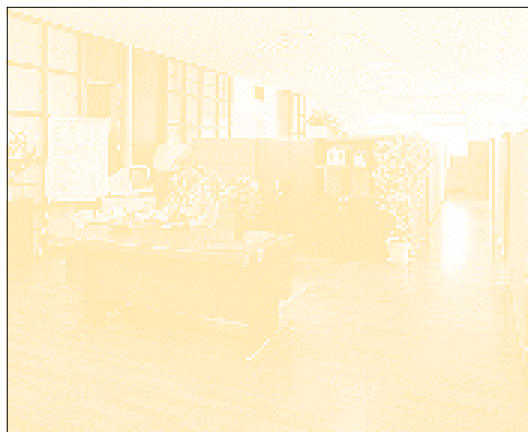
Kaup og sala hlutabréfa fer fram hjá verðbréfafyrirtækjum, bönkum og sparisjóðum. Starfsfólk þar veitir upplýsingar og ráðgjöf um hlutabréf, jafnframt því að annast kaup og sölu þeirra. Öll viðskipti með hlutabréf fara fram í gegnum tölvukerfi Verðbréfaþings Íslands, ef um skráð hlutabréf er að ræða, eða Opna tilboðsmarkaðsins, ef um óskráð hlutabréf er að ræða (sjá nánar bls. 47). Gert er ráð fyrir að lágmarksfjárhæð í viðskiptum á Verðbréfaþinginu sé 125.000 krónur.

Þegar fjárfestir kemur til verðbréfafyrirtækis, banka eða sparisjóðs og vill kaupa hlutabréf kannar starfsmaður hagstæðasta sölutilboðið á Verðbréfaþingi Íslands eða Opna tilboðsmarkaðnum. Taki fjárfestirinn því eru viðskiptin skráð og hlutabréfin greidd. Kaupandinn fær svo hlutabréfin send frá hlut hafaskrá viðkomandi fyrirtækis sem sér um að skrá eigendaskiptin. Vilji fjárfestirinn hins vegar ekki taka því verði sem í boði er getur hann gert kauptilboð sem starfsmaðurinn skráir inn í tölvukerfið. Taki einhver tilboðinu er gengið frá viðskiptunum eins og í fyrra tilfellinu.

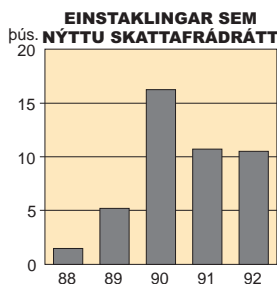
Við sölu hlutabréfa eru kauptilboð könnuð í tölvukerfi Verðbréfaþings Íslands eða Opna tilboðsmarkaðsins. Fjárfestir getur ekki verið viss um að geta selt hlutabréf sín strax þar sem enginn viðskiptavaki er fyrir hlutabréf á íslenska hlutabréfmarkaðnum. Það er með öðrum orðum enginn sem skuldbindur sig til að kaupa hlutabréfin, andstætt því sem gildir um flest markaðsskuldaþréf.

Hlutabréf eru þannig yfirleitt ekki eins auðseljanleg og skuldabréf. Undantekning eru þó hlutabréf sumra hlutabréfasjóða en rekstraraðilar sjóðanna hafa oftast verið reiðubúnir að kaupa hlutabréf í þeim á uppreiknuðu gengi. Í árslok 1993 störfuðu sex hlutabréfasjóðir hér á landi sem fjárfesta í hlutabréfum einstakra fyrirtækja og gefa svo út hlutabréf í sjálfum sér en fjárfestingarstefna þeirra er mismunandi. Þeir eiga það þó sameiginlegt að bjóða fjárfestum upp á áhættudreifingu sem og að geta keypt hlutabréf fyrir tiltölulega lága upphæð, t.d. í áskrift, sem auðveldar einstaklingum að eignast hlutabréf.

Líkt og á við um skuldabréfaviðskipti taka verðbréfafyrirtæki, bankar og sparisjóðir þóknun fyrir viðskipti með hlutabréf. Þóknun í hlutabréfaviðskiptum hér á landi hefur lækkað á undanförunum árum eftir því sem viðskiptin hafa aukist. Þegar framboð er meira en eftirspurn er þóknunin oftast aðeins tekin af seljanda en henni er skipt á milli kaupanda og seljanda eins og algengast er í hlutabréfaviðskiptum erlendis þegar markaðurinn er í jafnvægi.



Skattamál og hlutabréfakaup einstaklinga



Tugþúsundir einstaklinga hafa á síðustu árum nýtt sér kaup á hlutabréfum til skattafrádráttar. Á árinu 1990 náði fjöldinn hámarki en þá töldu 16.350 einstaklingar hlutabréfakaup fram til tekjuskattslækkunar.

Einstaklingar sem fjárfesta í hlutabréfum geta dregið kaupverð þeirra frá tekjuskattsstofni að ákveðnu hámarki. Fyrir árið 1993 var sú fjárhæð 101.670 kr. fyrir einstakling og 203.340 kr. fyrir hjón. Með breytingum sem gerðar voru á skattalögum er gert ráð fyrir að fella niður skattafrádrátt vegna hlutabréfakaupa í áföngum fram til ársins 1998. Vegna fjárfestinga á árunum 1994 og 1995 verður hann 80% af þeirri fjárhæð sem keypt er fyrir (til þess að draga 100.000 kr. frá tekjuskattsstofni þarf að kaupa fyrir 125.000 kr.). Fyrir árin 1996 og 1997 verður þetta hlutfall 50%. Frá og með árinu 1998 fellur frádrátturinn niður.

Til þess að fullnýta þessi fríðindi þarf viðkomandi að eiga hlutabréfin í a.m.k. þrjú ár. Ef hlutabréfin eru seld innan þriggja ára þarf að endurgreiða skattafrádráttinn, nema önnur hlutabréf séu keypt innan eins mánaðar frá sölu. Þessi skattfríðindi fást þó aðeins ef fyrirtækið hefur hlotið viðurkenningu ríkisskattstjóra og fullnægt skilyrðum hans skv. lögum nr. 9/1984.

Þau helstu eru:

1. Að hlutfé sé meira en 12 m. kr.
2. Að hluthafar séu a.m.k. 25.
3. Að engar hömlur séu á viðskiptum með hlutabréfin.
4. Að ársreikningar fyrirtækisins séu aðgengilegir öllum hluthöfum.

Hjón keyptu hlutabréfi Marel hf. í desember 1993. Þann dag var gengi hlutabréfanna 2,67 og keyptu þau hlutabréf að nafnverði 75.000 kr. sem þau greiddu 200.250 kr. fyrir. Í ágúst 1994 fengu hjónin endurgreiddar tæplega 83.000 kr. frá skattinum eða 41,34% af kaupverði hlutabréfanna.

Arður sem eigendur hlutabréfa fá greiddan er skattfrjáls upp að vissu hámarki (sem var 128.104 kr. hjá einstaklingi og 256.208 kr. hjá hjónum fyrir árið 1993) eða 15% af nafnverði hlutafjár, hvort sem lægra reynist.

Hagnaður af sölu hlutabréfa umfram hækkun verðlags er skattskyldur. **Söluhagnaður** er reiknaður sem mismunur af kaupverði og söluverði hlutabréfanna og er kaupverðið ákveðið sem hið herra af:

- Samanlögðu nafnverði hlutabréfanna og þeirra jöfnunarhlutabréfa sem eigandinn fékk úthlutað eða heimilt hefði verið að úthluta.
- Upphaflegu kaupverði hlutabréfanna að viðlögðum verðbreytingarstuðli skattalaga frá kaupdegi til söludags.

Frá söluhagnaði má draga sölutap innan sama árs. Söluhagnaður hlutabréfa sem keypt eru árið 1990 eða síðar er skattfrjáls upp að 333.986 kr. (m.v. árslok 1993) eftir fjögurra ára eignarhaldstíma.

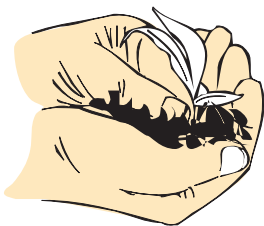
Hlutabréf í öllum hlutafélögum eru undanþegin eignarskatti upp að vissu marki. Sú fjárhæð nam 1.202.756 kr. hjá einstaklingum og tvöfaldri þeirri fjárhæð hjá hjónum á árinu 1993. Hlutabréf eru talin til eignar á nafnvirði.

Arðgreiðslur 10 stærstu fyrirtækjanna í hlutabréfavísitölu VÍB, 1993

<i>Olíufélagið</i>	15,0%
<i>Sjóvá-Almennar</i>	15,0%
<i>Skeljungur</i>	15,0%
<i>Eimskip</i>	10,0%
<i>Olís</i>	10,0%
<i>Flugleiðir</i>	7,0%
<i>Útgerðarfélag Ak.</i>	6,0%
<i>Grandi</i>	5,0%
<i>Haraldur Böðvarss.</i>	3,0%
<i>Íslandsbanki</i>	2,5%

Arður af hlutabréfum er greiddur af nafnverði þeirra. Myndin sýnir hversu háan arð 10 stærstu fyrirtækin í hlutabréfavísitölu VÍB greiddu árið 1993.

Í hverju felst ávöxtun hlutabréfa?



Breyting á verði er venjulega sett fram sem hlutfall vegna þess að verð hlutabréfa einstakra fyrirtækja getur verið mjög mismunandi hátt.

Ávöxtun hlutabréfa kemur fram með tvennum hætti. Í fyrsta lagi birtist hún sem breyting á verði eða gengi viðkomandi hlutabréfs. Í öðru lagi geta eigendur flestra hlutafélaga átt von á að fá greiddan arð af hlutabréfaeign sinni. Útgáfa jöfnunarhlutabréfa hefur jafnframt áhrif á verð hlutabréfa en breytir í engu raunverulegu verðmæti fyrirtækisins í heild. Til að meta ávöxtun hlutabréfa er því nauðsynlegt að skoða alla þessa þrjá þætti saman.

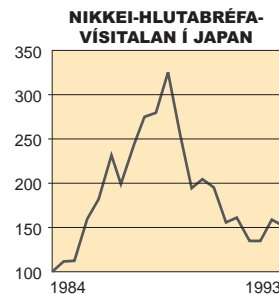
Breyting á verði

Mestu tekjumöguleikar af hlutabréfum og jafnframt mesta áhættan við ávöxtun fjármuna í hlutabréfum skapast við breytingar á verði hlutabréfanna. Fjárfestar um allan heim eru til vitnis um það að sveiflur á verði hlutabréfa geta verið verulegar. Þegar talað er um hrun á hlutabréfamarkaði er átt við að verð bréfanna hafi lækkað mikið á skömmum tíma. Sem betur fer hefur verð hlutabréfa almennt hækkað mun meira og oftar en það hefur lækkað og síðustu áratugi hafa hlutabréf hvarvetna í heiminum gefið hærri ávöxtun en nokkurt annað form fjárfestinga.

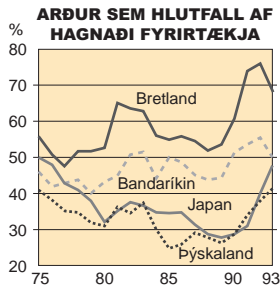
DÆMI:

Ef hlutabréf í Eimskip hækka í verði úr 4,00 krónum fyrir hvern hlut í 4,30 eða um 30 aura á hvern hlut er um 7,5% hækkun að ræða. Ef hlutabréf í Íslandsbanka hækka að sama skapi um 30 aura fyrir hvern hlut úr 1,00 í 1,30 er hins vegar um 30% hækkun að ræða. Þetta sýnir að mikilvægt er að skoða hlutfallslega verðbreytingu.

Í viðauka er formúla sem auðveldar útreikning á ávöxtun hlutabréfa fyrir ákveðin tímabil.

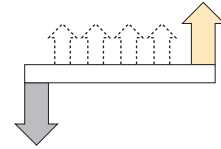


Gífurleg uppsveifla var á hlutabréfamarkaði í Japan á árunum 1987 og 1988 en á árinu 1989 hrundi hlutabréfaverðið og hefur haldist lágt síðan.



Greiðsla arðs

Á aðalfundi hlutfélags er tillaga stjórnar félagsins um greiðslu arðs borin upp til samþykktar. Arður er ákveðinn hluti af hagnaði félagsins sem aðalfundur ákveður að greiða til hluthafanna og skiptist hann á milli þeirra í samræmi við eignarhlut þeirra í félaginu. Tillaga um greiðslu arðs er jafnan sett fram á formi hlutfalls af nafnvirði hlutfjár, t.d. 5% af nafnvirði.



DÆMI:

Ef eigið fé fyrirtækis er 300 m. kr. en nafnvirði hlutfjár er 200 m. kr. jafngildir ákvörðun um greiðslu 5% arðs því að 10 m. kr. séu greiddar til hluthafa. Sú arðgreiðsla nemur þá 3,33% af eigin fé fyrirtækisins. Erlendi er greiddur arður til hluthafa oft á bilinu 25–50% af hagnaði ársins. Ef hagnaður félags á einu ári er 10% af eigin fé þess, þ.e. 30 m. kr., jafngildir ákvörðun um greiðslu 5% arðs því að þriðjungur (33%) hagnaðar sé greiddur hluthöfum. Tveir þriðju hlutar hagnaðarinn renna þá til fjárfestingar innan fyrirtækisins sjálfs til að auka verðmæti hlutabréfanna með þeim hætti.

Dæmi eru til þess að mjög arðbær fyrirtæki hafi að stefnu sinni að greiða hluthöfum engan arð heldur ávaxta allar tekjur með fjárfestingu á vegum fyrirtækisins sjálfs. Að sama skapi eru dæmi um óarðbær fyrirtæki sem jafnan leitast við að greiða sem hæstan arð.

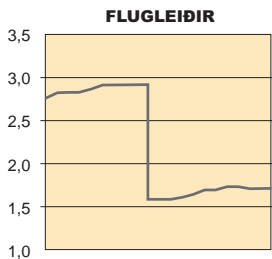
Arðgreiðslustefna fyrirtækja er afar mismunandi, þ.e. hve hátt hlutfall árstekna þau greiða að jafnaði út til hluthafa sinna. Hún segir alls ekkert um arðsemi hlutabréfa í fyrirtækinu vegna þess að verðmæti þeirra ræðst bæði af greiddum arði og endursöluverði.

Á Íslandi hefur ákvörðun um arðgreiðslur m.a. tekið mið af reglum um skattfrelsi þeirra.

MICROSOFT

Á uppvaxtarárum Microsoft var t.d. ekki greiddur neinn arður. Á hinn bóginn hafa orkufyrirtæki í Bandaríkjunum jafnan leitast við að greiða sem hæstan arð.

Skipting hlutabréfa



Myndin sýnir lækkun á gengi Flugleiðabréfa eftir 100% jöfnun í mars 1989.

Stundum er hlutafé í fyrirtæki aukið með því að dreifa til hluthafanna viðbótarhlutafé í hlutfalli við eign þeirra án þess að til komi greiðsla fyrir bréfin. Á ensku er talað um stock split (skiptingu hlutabréfa) en á Íslandi er þetta er jafnan nefnt útgáfa jöfnunarhlutabréfa. Jöfnunarhlutabréf eru gefin út eftir ákvörðun aðalfundar samkvæmt heimild í skattalögum. Með útgáfu jöfnunarhlutabréfa er hlutafé félagsins aukið, t.d. úr 200 milljónum króna um 10% í 220 milljónir króna, og fær þá hver hluthafi sama hlut í 20 milljóna króna jöfnunarhlutabréfunum og hann átti áður í 200 milljón króna hlutafé félagsins.

Tilgangurinn með aukningu hlutafjár með þessum hætti er tvíþættur. Í fyrsta lagi lækkar gengi hlutabréfanna til jafns við aukningu hlutafjár með skiptingu. Þannig nota fyrirtækin skipti á hlutabréfum til að koma sér niður í það verð sem fjárfestum þykir heppilegast að eiga viðskipti á. (Í Bandaríkjunum er þetta verð t.d. 20–50 dollarar fyrir hvern hlut.) Á Íslandi er útgáfa jöfnunarhlutabréfa hins vegar notuð til að vega á móti hækkun verðlags á tímum verðbólgu. Í verðbólgu eykst verðgildi eigna félags í krónum án þess að raunvirði þeirra aukist. Á sama hátt er eðlilegt að heimild sé til þess að auka nafnvirði hlutafjár (samanlagt andvirði útgefina hlutabréfa í félaginu) með útgáfu jöfnunarhlutabréfa án þess að komi til skattlagningar hjá hluthöfum. Raunvirði eða markaðsverð hlutabréfaeignar hluthafa breytist ekki við útgáfu jöfnunarhlutabréfa.

Í árslok 1993 var gengi hlutabréfa í Olíufélaginu 5,55. Á sama tíma var gengi hlutabréfa í Íslandsbanka 0,85. Eru hlutabréf í Olíufélaginu þess vegna allt of dýr? Eða eru hlutabréf í Íslandsbanka óeðlilega ódýr? Nei, ekki endilega því það kemur fleira til. Gengi hlutabréfa þarf ávallt að setja í samhengi við rekstur og efnahag viðkomandi fyrirtækja. Fyrr er ekki hægt að álykta hvort verð er hátt eða lágt. Við slíkt mat er gjarnan stuðst við ýmsar kennitölur sem kynntar eru hér á eftir.

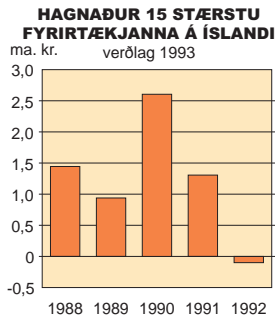
100.000	Nafnverð hlutafjár	↑	150.000
x			x
1,50	Gengi	↓	1,00
=			=
150.000	Óbreytt verðmæti	→	150.000

Fjárfestir á 100.000 króna hlut í hlutafélagi. Gengið er 1,5 og verðmæti hlutarins er því 150.000 krónur. Hlutafélagið ákveður 50% jöfnun og fjárfestirinn fær send hlutabréf að nafnvirði 50.000 króna. Verðmæti hlutarins er þó eftir sem áður 150.000 krónur því að gengi hlutabréfanna lækkar um 33% og verður 1.

Hvaða þættir hafa áhrif á verð hlutabréfa?

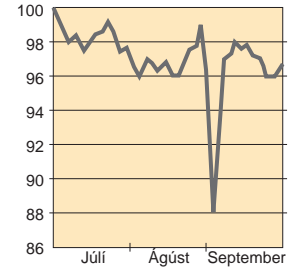
Eins og áður er lýst vegur breyting á verði hlutabréfa þyngst í endanlegri ávöxtun þeirra. Þess vegna er nauðsynlegt að gera sér grein fyrir því hvaða þættir hafa áhrif á verð hlutabréfa á markaði.

Í stórum dráttum má segja að verð hlutabréfa ráðist af jafnvægi framboðs og eftirspurnar. Mest áhrif á það jafnvægi hafa væntingar um afkomu fyrirtækisins næstu eitt til fimm árin því að kaup á hlutabréfum gefa fjárfestum auðvitað eingöngu hlutdeild í framtíðarafkomu fyrirtækisins. Jafn og góður hagnaður fyrirtækja er því nauðsynlegur til að verð hlutabréfanna geti hækkað. Breyting á væntingum um hagnað í framtíðinni veldur þannig breytingum á verði.



Ýmsir utanaðkomandi þættir ráða oft miklu um afkomu fyrirtækja. Þau eru þannig um margt háð því efnahagsumhverfi sem þau starfa í. Vextir, verðbólga og breytingar á gengi gjaldmiðla hafa áhrif á hlutabréfaverð. Ástand náttúruauðlinda eins og fiskimiða og olíulinda hefur jafnframt afgerandi áhrif á verð fyrirtækja í viðkomandi greinum. Óvæntir og ófyrirséðir atburðir geta einnig haft mikil áhrif á hlutabréfaverð um allan heim. Þannig lækkaði til dæmis verð hlutabréfa verulega víðast hvar í heiminum (ekki á Íslandi) við tilraun til valdaráns í Sovétríkjunum árið 1991. Verðið skaust síðan upp aftur fáum dögum síðar þegar ljóst var að valdaránstílrauninni hafði verið hrundið.

FTSE HLUTABRÉFAVÍSITALAN



Dæmi um áhrif heimsatburða á hlutabréfmarkað var mikil lökkun hlutabréfaverðs víðs vegar um heiminn þegar fregnir bárust af því frá Sovétríkjunum þann 19. ágúst 1991 að afturhaldssinnar hefðu tekið völdin í Kremli. Verðið hækkaði þó aftur nokkrum dögum síðar þegar valdaránstílraunin hafði verið brotin á bak aftur.

Hvaða kennitölur segja mesta sögu?

Ársreikningar fyrirtækja búa yfir miklum upplýsingum en yfirleitt þarf að leggja í nokkra vinnu til að gera þær aðgengilegar. Ein leið til þess er að reikna kennitölur, þ.e. hlutföll ýmissa talna úr ársreikningum. Kennitölurnar einar og

sér segja fátt og nauðsynlegt er að bera þær saman við aðrar kennitölur, t.d. frá fyrra ári eða öðrum fyrirtækjum. Ekki veita allar kennitölur heldur jafnmiklar upplýsingar en hér er yfirlit yfir nokkrar þær helstu.

V/I-hlutfall

Ef V/I-hlutfallið er lægra en 1 er markaðsverð fyrirtækisins lægra en eigið fé þess. Markaðurinn metur fyrirtækið þannig undir bókhaldslegu verðmæti. Ef V/I-hlutfallið er hærra en 1 er markaðsverð fyrirtækisins hærra en sem nemur eigin fé þess. Ástæðan getur t.d.

verið að fyrirtækið njóti mikillar viðskiptavildar. Það skal þó tekið fram að eigið fé getur í mörgum tilfellum verið allt annað en raunveruleg hrein eign þar sem mat eigna í ársreikningi er ekki endilega það sama og markaðsverð eignanna.

V/H-hlutfall

V/H-hlutfallið segir til um hversu mikið markaður-inn er tilbúinn til að greiða fyrir framtíðartekjur fyrirtækisins. Ef hlutfallið er hátt getur það þýtt að verð hlutabréfanna sé hátt eða að hagnaður fyrirtækisins hafi verið lítill. Lágt hlutfall getur að sama skapi þýtt

að verð sé lágt eða að hagnaður sé hár. Hátt V/H-hlutfall bendir til þess að gert sé ráð fyrir að hagnaður aukist í framtíðinni og lágt V/H-hlutfall sýnir að búist er við að hagnaður minnki.

A/V-hlutfall

Ef hlutfallið er hátt getur það þýtt að arðgreiðslur séu háar eða að verð sé lágt. Lágt hlutfall sýnir annað-

hvort að arður er lítill eða að verð er hátt. Bera þarf saman við fyrri tölur eða önnur fyrirtæki.

Arðsemi eigin fjár

Arðsemi segir til um hvernig fyrirtæki tekst að ávaxta það fjármagn sem í því er bundið. Því meiri arðsemi, því betra að sjálfsögðu. Erlendis þykir 15–20%

arðsemi góð en hér á landi eru lægri tölur algengari. Eins og með flestar kennitölur þarf að bera þessa saman við aðrar kennitölur.

Handbært fé frá rekstri

Handbært fé frá rekstri gefur mynd af því hversu mikið fé hefur raunverulega orðið til af rekstri fyrirtækisins á ákveðnu tímabili. Hagnaður einn og sér gefur ekki

skýra mynd af því handbæra fé sem reksturinn skilar þar sem við útreikning hans er m.a. tekið tillit til afskrifta og sölu eigna.

Veltufé frá rekstri

Líkt og handbært fé frá rekstri gefur veltufé frá rekstri mynd af því hversu mikið fé verður til í rekstri fyrirtækisins en þó að viðbættum þeim breytingum sem

orðið hafa á birgðum, skammtímakröfum og skammtímaskuldum.

Hverjar eru kennitölur hlutabréfa?

Þegar hlutabréf eru keypt þarf að huga að mörgu. Hvernig er hagur fyrirtækisins? Má búast við góðri afkomu í framtíðinni? Er verð hlutabréfanna sanngjarnt eða er það kannski of hátt? Til að svara þessum og fleiri spurningum eru notaðar kennitölur sem kynntar eru í þessum kafla.

Hlutfall markaðsverðs og eigin fjár

Sú aðferð sem einna mest hefur verið notuð við mat á verði hlutabréfa hér á landi byggist á því að bera saman verð hlutabréfanna og þær eignir sem bundnar eru í fyrirtækinu samkvæmt bókfærðu eigin fé. Notað hefur verið svonefnt **V/I-hlutfall** sem er hlutfallið milli markaðsverðs fyrirtækisins (þ.e. hlutfé sinnum gengi hlutabréfa) og eigin fjár þess. Sama niðurstaða fæst með því að deila innra virði hlutabréfanna upp í **gengi** þeirra.

Hlutfall markaðsverðs og hagnaðar

Hlutfallið milli verðs hlutabréfanna og hagnaðar fyrirtækisins, oftast kallað **V/H-hlutfall**, er reiknað þannig að árshagnaði fyrirtækisins er deilt upp í markaðsverð þess.

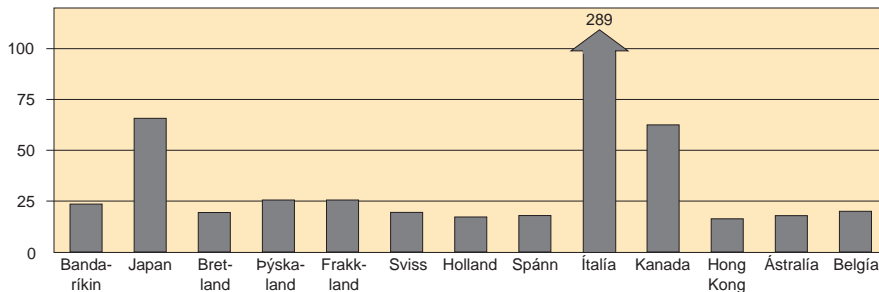
V/I-hlutfall 10 stærstu fyrirtækjanna í hlutabréfavísitölu VÍB, 1993

<i>Sjóvá-Almennar</i>	1,99
<i>Haraldur Böðvarss.</i>	1,60
<i>Grandi</i>	1,28
<i>Eimskip</i>	1,25
<i>Útgerðarfélag Ak.</i>	1,05
<i>Oliufélagið</i>	1,04
<i>Skeljungur</i>	0,90
<i>OLÍS</i>	0,82
<i>Flugleiðir</i>	0,70
<i>Íslandsbanki</i>	0,68

**V/I-HLUTFALL =
MARKAÐSVERÐ
EIGIÐ FÉ**

**V/H-HLUTFALL =
MARKAÐSVERÐ
HAGNAÐUR**

V/H HLUTFALL NOKKURRA LANDA ÁRÍÐ 1993



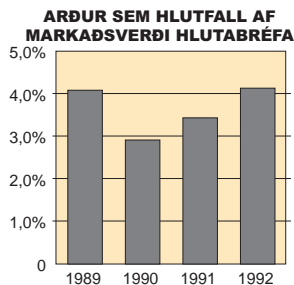
Meðaltal V/H-hlutfalls í Bandaríkjunum hefur á síðustu áratugum verið 15–20. Það hefur alltaf verið nær tvöfalt hærra í Japan sem m.a. er talið endurspeglar langtímasjónarmið fjárfesta þar. Óeðlilega hátt hlutfall á Ítalíu má rekja til erfiðleika fyrirtækja þar.

Ef fyrirtæki að markaðsverði 1.200 m. kr. skilar 100 m. kr. hagnaði er V/H-hlutfall þess fyrirtækis 12. Sá sem kaupir hlutabréf á því verði þarf því að greiða sem nemur hlutdeild sinni í 12 ára hagnaði fyrirtækisins. Að sama skapi getur lágt V/H-hlutfall endurspeglað það viðhorf að gert sé ráð fyrir að hagnaður dragist saman.

Það getur jafnframt verið gagnlegt að snúa þessu hlutfalli við og nota H/V-hlutfallið, þ.e. deila markaðsverði upp í hagnað. Þannig fæst hlutfall sem mælir arðsemi fyrirtækis og er sett fram í prósentum til þess að auðvelda samanburð við aðra kosti sem bjóðast til ávöxtunar fjár, t.d. við ávöxtun skuldabréfa. Í dæminu hér að ofan um fyrirtæki sem er að markaðsverði 1.200 m. kr. og skilar 100 m. kr. hagnaði er H/V-hlutfallið 8,3%.

Hlutfall arðs og markaðsverðs

Skattalög á Íslandi hafa takmarkað arðgreiðslur við 15% af nafnverði hlutabréfa þar sem hærri arðgreiðsla er skattskyld bæði gagnvart fyrirtækjunum sem greiða arðinn og gagnvart hluthöfnum sem fá arðinn greiddan. Þessi upphæð lækkaði niður í 10% frá og með árinu 1994. Mikilvægt er að líta á arðgreiðslur í hlutfalli við markaðsverð hlutabréfanna. Ef gengi hlutabréfa er 5 og greiddur er 15% arður er arðurinn aðeins 3% af markaðsverði. Ef gengi hlutabréfa er 1,5 og það fyrirtæki greiðir einnig 15% arð eru arðtekjur eigandans 10% af markaðsverði hlutabréfanna. Það er því oft stuðst við **A/V-hlutfallið**, þ.e. arð deilt með markaðsverði, þegar arðgreiðslur fyrirtækja eru metnar. Hins vegar ber að hafa í huga að A/V-hlutfallið eitt og sér segir alls ekki til um það hvort hlutabréf er dýrt eða ódýrt eða hvort arðsemi fyrirtækisins er mikil eða lítil.



Arðgreiðslur skila aðeins litlum hluta ávöxtunar hlutabréfa (3–4%) eins og sést á þessari mynd sem sýnir hlutfall arðs og markaðsverðs á Íslandi á árunum 1989–1992. Mestur hluti ávöxtunar hlutabréfa fæst með söluhagnaði.

$$\text{A/V-HLUTFALL} = \frac{\text{ARÐUR}}{\text{MARKAÐSVERÐ}}$$

Það er ákvörðun aðalfundar hjá hverju fyrirtæki hversu mikill arður er greiddur. Aðalfundur getur ákveðið að greiða ekki mikinn arð þrátt fyrir að fyrirtækið hafi skilað miklum hagnaði heldur talið rétt að halda hagnaði hjá fyrirtækinu sjálfu. Slíkt er algengast hjá fyrirtækjum sem eru í örum vexti og vilja nýta sem mest af hagnaði sínum í áframhaldandi uppbyggingu og telja sig geta ávaxtað fjármuni hluthafa best með þeim hætti.

Arðsemi eigin fjár

Arðsemi eigin fjár er góður mælikvarði á það hvernig fyrirtæki tekst að ávaxta það fjármagn sem í því er bundið. Arðsemi eigin fjár er þannig reiknuð að eigið fé í upphafi árs er fært til verðlags í lok árs og deilt upp í hagnað ársins. Taka þarf tillit til þess ef eigið fé hefur aukist vegna aukningar á hlutfé á árinu. Enn fremur er yfirleitt tekið tillit til skattalegra ráðstafana í meðferð hagnaðar og eigið fé er lækkað um sem nemur tekjuskattskuldbindingu þess. Arðgreiðslur koma ekki við sögu í þessu hlutfalli.

Í viðauka eru formúlur fyrir útreikning á flóknum kennitölum, s.s. arðsemi eigin fjár og veltufé frá rekstri.

Erlendis þykir gott að arð-semi eigin fjár sé 15–20%. Hér á Íslandi hefur arðsemin yfirleitt verið nokkuð lægri. Undanfarin ár hefur arðsemi eigin fjár Eimskips t.d. verið um 10% en flestra annarra fyrirtækja lægri.

Samanburður á arðsemi eigin fjár

	A	B
Tekjur	200	200
Rekstargjöld	180	179
Fjármagnsgjöld	5	13
Hagnaður	15	8
Eigið fé	100	20
Arðsemi eigin fjár	15%	40%

Í dæminu hér fyrir ofan sést að hagnaður segir ekki alla söguna. Hagnaður fyrirtækis A er meiri en fyrirtækis B en arðsemi eigin fjár fyrirtækis B er mun hærra en arðsemi eigin fjár fyrirtækis A.

Heimild:

Þorkell Sigurlaugsson:

„Fjármögnun fyrirtækja: hlutfé eða lánsfé“.

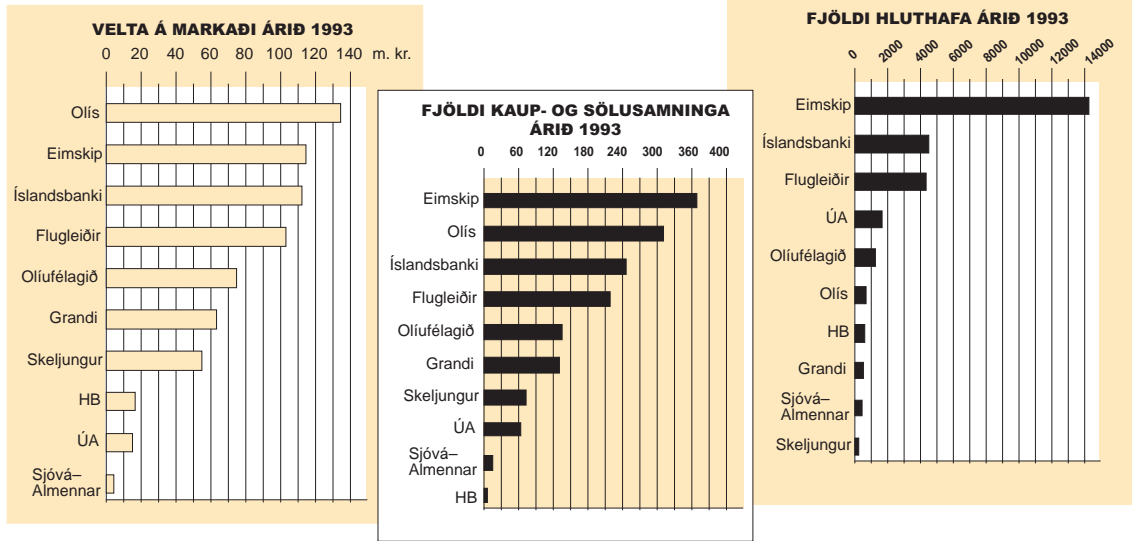
Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi, Reykjavík, 1991.

Fjárstreymi fyrirtækja

Oft gefur hagnaður fyrirtækja ekki fullnægjandi mynd af þeim tekjum sem rekstur þeirra er raunverulega að skila. Þegar hagnaður er fenginn er búið að draga frá hreinum tekjum fyrirtækis ýmsa liði sem ekki hafa áhrif á **fjárstreymi** þess, þ.e. liði sem eru reiknaðir en eru ekki greiddir út úr fyrirtækinu. Þannig eru þær tekjur sem raunverulega verða eftir hjá fyrirtækinu oftast aðrar en hagnaður segir til um. **Veltufé frá rekstri** er góður mælikvarði á þær tekjur sem rekstur fyrirtækja skilar en í þeirri tölu er auk hagnaðar eða taps tekið tillit til rekstrarliða sem ekki hafa áhrif á fjárstreymi fyrirtækisins, s.s. afskrifta, reiknaðra gjalda vegna verðlagsbreytinga, verðbóta og gengismunar af eignum og skuldum, breytinga á tekjuskattsskuldbindingu og söluhagnaðar eða -taps eigna.

Margir nota í sama tilgangi tölu sem nefnist **handbært fé frá rekstri** en þá hefur auk þess sem að ofan er talið verið tekið tillit til breytinga á rekstrar-tengdum eignum og skuldum, s.s. birgðum, skammtímaskuldum og skammtímakröfum. Talan handbært fé frá rekstri er líklega oftast notuð en veltufé frá rekstri en getur í sumum tilfellum verið villandi, t.d. í sjávarútvegsfyrirtækjum þar sem miklar sveiflur geta verið í birgðum frá einum tíma til annars án þess að það lýsi þeim tekjum sem reksturinn er að skila. Veltufé frá rekstri og handbært fé frá rekstri er að finna í yfirliti yfir fjárstreymi í ársreikningum flestra fyrirtækja.

Hagnaður fyrirtækja segir ekki alltaf alla söguna. Árið 1992 var 134 m. kr. tap á rekstri Flugleiða. Veltufé frá rekstri var hins vegar 1.165 m. kr. enda vega afskriftir og gengismunur þungt í endan legri afkomu fyrirtækisins. Sama ár skilaði rekstur Olis 61 m. kr. hagnaði og veltufé frá rekstri var 222 m. kr.



Mælikvarðar á seljanleika hlutabréfa

Viðskipti á hlutabréfamarkaði hérlendis eru enn tiltölulega lítil og getur því oft reynst erfitt að selja hlutabréf eða verða sér úti um þau. Það getur verið misjafnt eftir fyrirtækjum hversu seljanleg hlutabréf þeirra eru á markaði. Helstu mælikvarðar á seljanleika eru **velta á hlutabréfamarkaði sem hlutfall af markaðsverði** og segir sú tala til um það hversu hátt hlutfall hlutabréfa í fyrirtækinu skiptir um eigendur á ákveðnu tímabili. Eftir því sem veltan er meiri þeim mun líklegra er að auðvelt sé að kaupa eða selja hlutabréf í fyrirtækinu. Enn fremur er hægt að fá upplýsingar um **fjölda kaup- og sölusamninga**. Það er ekki nóg að veltan sé mikil ef um er að ræða háar fjárhæðir í fá skipti. Einnig skiptir **fjöldi hluthafa** í fyrirtækinu miklu máli. Eftir því sem hluthafarnir eru fleiri eru meiri líkur á að einhver sé að selja bréf eða að auka við sinn hlut og má því reikna með að viðskipti með þau á markaði séu tíðari.

**VELTA
MARKAÐSVERÐ**

Hvers virði eru hlutabréfavísitölur?

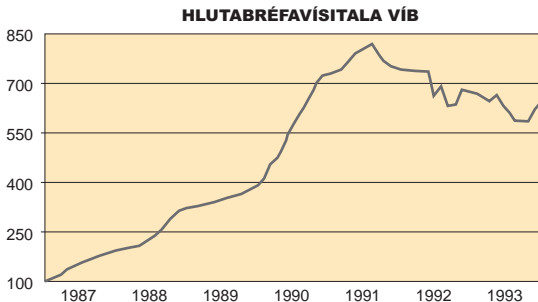
Flestir kannast við hlutabréfavísitölur á borð við Dow Jones-vísitöluna í Bandaríkjunum og Nikkei-vísitöluna í Japan. Í fréttum fjölmiðla eru þessum vísitölum ásamt fjölmörgum öðrum gerð dagleg skil. En hver er tilgangurinn með allri þessari umfjöllun um hlutabréfavísitölur og hvernig eru þær notaðar?

Hlutabréfavísitala er fyrst og fremst einfaldur mælikvarði á verð og verðbreytingar á hlutabréfamarkaði. Vísitalan er þannig nokkurs konar meðaltal verðbreytinga þeirra fyrirtækja sem skráð eru á markaðnum. Með umfjöllun um hlutabréfavísitölur eru fjölmiðlar þess vegna að draga fram aðgengilega yfirsýn yfir hlutabréfamarkaðinn í heild, ástand hans og þróun.

Gildi hlutabréfavísitölu er mest við samanburð á árangri auk þess sem vísitalan getur leiðbeint fjárfestum við val og tímasetningu á hlutabréfakaupum.

Við mat á ávöxtun hlutabréfa í einstökum fyrirtækjum eða stærri hlutabréfasafna er algengast að miða við ávöxtun hlutabréfavísitölu. Þannig fæst raunhæft mat á árangri einstakra fjárfestinga í samanburði við heildarmarkaðinn. Upplýsingar um verð og verðþróun á markaði eins og þær birtast í vísitölunni eru jafnframt notaðar við val á hlutabréfum og tímasetningu í viðskiptum. Þegar

Hlutabréfavísitala VÍB er elsta hlutabréfavísitalan á Íslandi en hún hefur verið reiknuð allt frá því í ársbyrjun 1987.



Myndin sýnir breytingar á hlutabréfavísitölu VÍB frá upphafi. Hlutabréfaverð hækkaði hratt fyrst eftir að hlutabréfamarkaður varð til og náði hámarki árið 1991. Eftir það lækkaði það mikið, eða um tæp 30%, en fór aftur að hækka 1993.

Verðbréfaþing Íslands reiknar út vísitölur skráðra hlutabréfa og að auki 7 vísitölur hlutabréfa í einstökum atvinnugreinum.

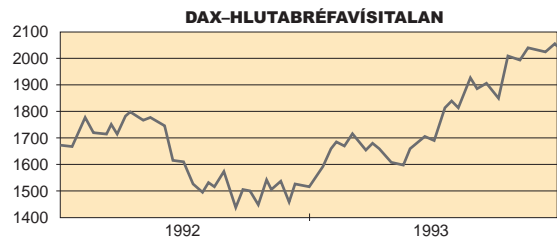
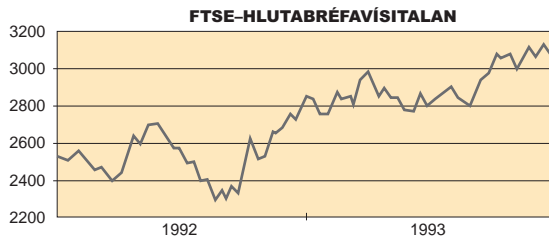
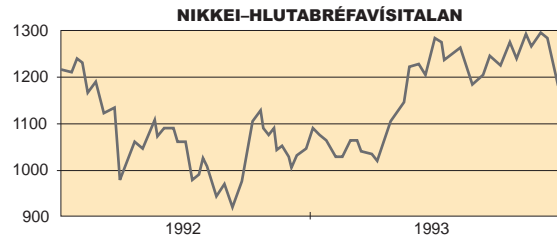
vísitalan er lág getur verið heppilegt að kaupa hlutabréf og þegar vísitalan er há getur verið heppilegt að selja.

Á Íslandi eru reiknaðar fjórar hlutabréfavísitölur, hlutabréfavísitala Verðbréfaþings Íslands, hlutabréfavísitala VÍB, landsvísitalan og K-15. Þessar vísitölur eru reiknaðar með mismunandi hætti og til grundvallar útreikningum liggja hlutabréf mismunandi fyrirtækja. Á erlendum markaði er einnig algengt að reiknaðar séu út nokkrar vísitölur með mismunandi hætti.

Hlutabréfavísitala VÍB er reiknuð daglega út frá verði 16 verðmætustu fyrirtækjanna sem viðskipti eru með á Verðbréfaþingi Íslands og Opna tilboðsmarkaðnum. Hagstæðustu kaup- og sölutilboð hvers dags eru notuð við útreikninginn en jafnframt er höfð hliðsjón af síðasta viðskiptaverði. Nánari útskýringu á því hvernig hlutabréfavísitala VÍB er reiknuð er að finna í viðauka.

Fjöldi skráðra fyrirtækja í kauphöllum, desember 1993

<i>New York</i>	2.362
<i>London</i>	2.125
<i>Tókýó</i>	1.777
<i>Paris</i>	677
<i>Frankfurt</i>	655
<i>Hong Kong</i>	477
<i>Sviss</i>	464
<i>Singapore</i>	331
<i>Kaupmannahöfn</i>	260
<i>Ósló</i>	131
<i>Stokkhólmur</i>	112
<i>Helsinki</i>	58



- 1 Til að fá skráningu á Verðbréfaþingi Íslands þurfa hlutabréfin og hlutafélögin að uppfylla ýmis skilyrði. Sjá nánar í kaflanum „Almenningshlutafélög og skráning hlutabréfa á markaði“.
- 2 Nöfn hlutafélaga sem hafa fengið hlutabréf sín skráð á Verðbréfaþingi Íslands.
- 3 Lægsta og hæsta verð sem hefur verið skráð frá því að hlutafélögin voru tekin á skrá. Ekkert verð er þó eldra en frá 11. maí 1992. Verð er ekki leiðrétt vegna jöfnunar.
- 4 Heildarmarkaðsvirði hlutabréfanna.
- 5 Arður í hlutfalli af verði. Heildararður í hlutfalli af heildarmarkaðsvirði sem er miðað við daglegt lokaverð.
- 6 Verð í hlutfalli af hagnaði. Heildarmarkaðsverð sem er miðað við daglegt lokaverð í hlutfalli af hagnaði síðasta árs.
- 7 Q -hlutfall= V/I hlutfall stendur fyrir daglegt lokaverð í hlutfalli af innra virði.
- 8 Samþykkt jöfnun á síðasta aðalfundi.
- 9 Dagsetning síðustu viðskipta.
- 10 Síðustu viðskipti í þúsundum króna.
- 11 Verð í síðustu viðskiptum.
- 12 Breyting á verði frá síðustu viðskiptum. Dæmi: Síðasta viðskiptaverð í Flugleiðum var 1,04 en verð í síðustu viðskiptum þar á undan var 1,03. Breyting 0,01.

13 Hagstæðustu tilboð frá síðasta viðskiptadegi. Hagstæðasta kauptilboð er hæsta kauptilboð og hagstæðasta sölutilboð er lægsta sölutilboð.

14 Kaup og sala stendur fyrir hagstæðasta kauptilboð og sölutilboð.

Kaupgengi er það verð sem kaupandi hlutabréfs er tilbúinn til að greiða fyrir hlutabréfið. Verð er margfeldi af 1 kr. nafnverði. Dæmi: Einhver er tilbúinn til að kaupa hlutabréf í Hampiðjunni á genginu 1,20. Efeinhver seljandi er tilbúinn til að selja honum á þessu verði greiðir hann nafnverðið margfaldað með genginu.

Sölugengi er það verð sem seljandi hlutabréfs er tilbúinn til að selja hlutabréfið á. Efeinhver er tilbúinn til að kaupa hlutabréf á því verði er kominn grundvöllur fyrir viðskiptum.

15 Opni tilboðsmarkaðurinn — óskráð bréf.

Verðbréfaþing Íslands annast rekstur Opna tilboðsmarkaðsins fyrir þingaðila en setur engar reglur um markaðinn eða hefur afskipti af honum að öðru leyti.

Ekki eru gerðar sömu kröfur til hlutabréfa skráðra á opna tilboðsmarkaðnum og á Verðbréfaþinginu. Sjá nánar í kaflanum „Almenningshlutafélög og skráning hlutabréfa á markaði“.

HLUTABRÉF

ERLEND HLUTABRÉF

- 1 *Upplýsingar fengnar frá Reuter.*
- 2 *Dagsetningin sem upplýsingarnar miðast við.*
- 3 *Nöfn á mörkuðum.*
- 4 *Gildi hlutabréfavisitalna á viðkomandi mörkuðum.*
- 5 *Hlutafélög.*
- 6 *LV er verð við lokun markaða.*
- 7 *LG er verð við lokun markaða daginn áður.
Mismunur á LV og LG sýnir breytingar á verði.*

The image shows two overlapping pages of a stock market listing titled "ERLEND HLUTABRÉF". The top page is labeled "NEW YORK" and the bottom page is labeled "STOKHOLM". The listings contain columns of stock names, prices, and other market data. Numbered callouts (1-7) point to specific elements: 1 points to the top header area; 2 points to a date; 3 points to a stock name; 4 points to a price value; 5 points to a company name; 6 points to a price value; and 7 points to a price value.

Mbl. 9.2. '94



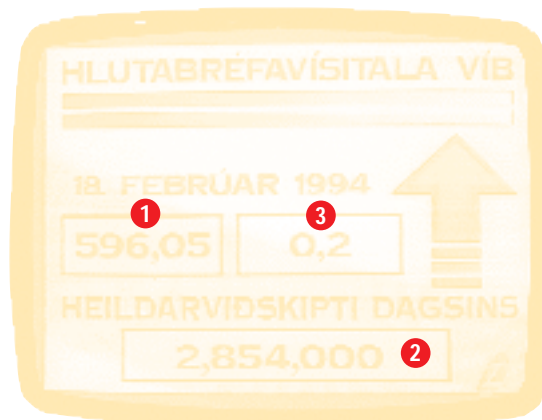
DV 9.2. '94

UPPLÝSINGAR Í DV

- 1 Nafn hlutafélags.
- 2 Þróun á gengi hlutabréfa í ýmsum hlutafélögum frá nóvember 1993 til byrjun febrúar 1994.

HLUTABRÉFAVÍSITALA Á STÖÐ 2

- 1 Gildi vísitölunnar.
- 2 Hlutabréfaviðskipti dagsins á íslenska markaðnum.
- 3 Breyting á gildi vísitölunnar frá síðasta viðskiptadegi í %.



ERLEND DAGBLÖÐ

Erlend dagblöð eins og Financial Times í Bret-landi og Wall Street Journal í Bandaríkjunum birta daglega ýmsar upplýsingar og

greinar um innlenda og erlenda hlutabréfamarkaði. Hér eru birt nokkur sýnishorn úr Financial Times.



FT 9.2. '94

FT-A ALL-SHARE INDEX

FT-Actuaries All-Share Index sýnir breytingar á öllum breska hlutabréfamarkaðnum. Í vísitölunni eru yfir 650 fyrirtæki. Markaðsverðmæti þeirra er yfir 80% af heildarmarkaðnum.

- 1 Gildi vísitölunnar.
- 2 Breytingar á vísitölunni.

LONDON SHARE SERVICE

- 1 Nafn hlutafélags.
- 2 Ýmsar athugasemdir. Skýringar koma neðanmáls í FT.

Kassi. Hlutabréf sem eru mikil viðskipti með.

Hjarta. Hlutabréf sem eru ekki opinberlega skráð.

Lauf. Ársreikningur eða milliuppgjör fyrirliggjandi.

Kross. Hlutabréf sem eru skráð á opnum tilboðsmarkaði USM (Unlisted Securities Market) en ekki í kauphöllinni (The Stock Exchange).

- 3 Lokaverð — miðgildi.
- 4 Breytingar á lokaverð frá síðasta viðskiptadegi (+ or -).
- 5 Hæsta og lægsta skráða verð (high low).
- 6 Markaðsvirði hlutabréfa félagsins. Fjöldi hlutabréfa margfaldað með verði. (Cap £ m)
- 7 Ávöxtun (yld gr's) er arður fyrir tekjuskatt.
- 8 V/H-hlutfall (verð/hagnaður) (e. P/E). Síðasta lokaverð deild með hagnaði síðustu 12 mánaða. Hagnaður eftir skatta.

LONDON SHARE SERVICE

OTHER FINANCIAL

PROPERTY - Cont.

SPIRITS, WINES & CIDERS

Table with multiple columns: No, Co, Price, %Ch, Bid, Offer, etc. Includes sub-sections for OTHER FINANCIAL, PROPERTY - Cont., and SPIRITS, WINES & CIDERS. Includes red circled numbers 1-8 above the first column.

Hlutabréfaflokkun VÍB

Við mat á hlutabréfum eru almennt notaðar ýmsar kennitölur sem hver um sig er yfirleitt gagnleg. Engin ein kennitala getur þó verið fullnægjandi mælikvarði á það hversu spennandi ákveðin hlutabréf eru og því er mikilvægt að líta á nokkrar kennitölur samtímis.

Ein leið til þess er að stilla upp lista, eins og VÍB hefur gert, yfir hlutabréf 18 fyrirtækja sem skráð eru á innlendum hlutabréfamarkaði. Þar er stuðst við 13 kennitölur samtímis. Hlutabréfunum er raðað eftir þessum kennitölum þannig að það fyrirtæki sem er með hagstæðustu útkomu úr hverri kennitölu fær töluna 18, það fyrirtæki sem hefur næsthagstæðustu útkomu fær töluna 17 og svo koll af kolli. Að lokum er svo útkoman úr öllum kennitölunum lögð saman og það fyrirtæki sem fær hæstu töluna raðast efst en það fyrirtæki sem fær lægstu töluna raðast neðst. Sú röð fyrirtækja sem er fengin með þessu móti byggist þannig á því að leggja saman árangur þeirra út frá kennitölunum.

Kennitölurnar byggjast á tölum frá árinu 1992 og niðurstöður flokkunarinnar gætu breyst þegar afkoma fyrirtækja fyrir síðari ár liggur fyrir.

Niðurstaðan er sú að Olúfélagið raðast efst, Flugleiðir í næstefsta sæti og Eimskip í það þriðja. Kennitölur þær sem stuðst er við sýna m.ö.o. oftast góðan árangur hjá Olúfélaginu. Það vekur hins vegar athygli að munurinn á þeim fyrirtækjum sem raðast í 2.–5. sæti er lítill eða enginn.

Með þessari aðferð kemur huglægt mat hvergi nærri við röðun fyrirtækjanna nema hvað varðar val á þeim kennitölum sem notaðar eru. Þó er rétt að hafa í huga að deila má um það hvort allar kennitölurnar eru jafnmikilvægar eins og hér er gert þegar niðurstöðurnar eru lagðar saman eða hvort réttara væri að gefa þeim mismunandi mikið vægi í flokkun sem þessari.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Samtals
<i>Ólíufélagið</i>	10	5	15	15	7	15	16	14	10	12	11	15	17	162
<i>Flugleiðir</i>	3	12	4	12	16	8	15	16	17	17	4	16	15	155
<i>Eimskip</i>	11	7	4	11	5	11	18	18	9	10	12	17	18	151
<i>Íslandsbanki</i>	9	17	4	3	18	9	17	17	8	13	2	18	16	151
<i>Ólíuverslun Íslands</i>	8	4	12	14	9	12	11	12	16	16	10	13	14	151
<i>Sæplast</i>	14	13	10	18	15	16	2	6	14	9	16	3	9	145
<i>Hampiðjan</i>	7	3	16	16	11	17	4	5	18	18	9	9	8	141
<i>Útgerðarfélag Ak.</i>	13	9	8	10	10	7	13	15	5	8	13	12	13	136
<i>Marel</i>	18	14	14	13	6	18	3	3	7	1	15	1	12	125
<i>Sjóvá-Almennar</i>	12	18	17	7	17	3	10	8	12	3	1	10	4	122
<i>Skeljungur</i>	2	2	13	8	4	10	12	4	13	15	14	14	7	118
<i>Skagstrendingur</i>	17	10	4	4	13	6	7	10	6	11	6	8	6	108
<i>Tollvörugemyslan</i>	4	6	9	5	2	13	1	13	15	7	17	2	10	104
<i>Haraldur Böðvarss.</i>	16	16	4	1	12	14	9	11	2	2	5	6	5	103
<i>Síldarvinnslan</i>	5	15	18	17	14	4	6	1	4	4	3	4	2	97
<i>Grandi</i>	6	11	4	2	8	5	14	7	3	6	8	11	11	96
<i>Jarðboranir</i>	1	1	11	6	1	2	5	9	11	14	18	7	3	89
<i>Þormóður rammi</i>	15	8	4	9	3	1	8	2	1	5	7	5	1	69

<i>Kennitala</i>	<i>Tegund</i>
1 <i>Arðsemi eigin fjár sl. 3 ár</i>	<i>Arðsemi</i>
2 <i>Handbært fé frá rekstri/eigið fé</i>	<i>Arðsemi</i>
3 <i>V/H-hlutfall</i>	<i>Arðsemi – verð</i>
4 <i>H/V-hlutfall (m.v. hagnað sl. 3 ár)</i>	<i>Arðsemi – verð</i>
5 <i>Handbært fé frá rekstri/markaðsverð</i>	<i>Arðsemi – verð</i>
6 <i>Velta á hlbr.markaði/markaðsverð</i>	<i>Seljanleiki hlbr.</i>
7 <i>Markaðsverð</i>	<i>Styrkleiki</i>
8 <i>Fjöldi hluthafa</i>	<i>Seljanleiki hlbr.</i>
9 <i>Arður/markaðsverð</i>	<i>Tekjur hluthafa</i>
10 <i>V/I-hlutfall</i>	<i>Verð</i>
11 <i>Eiginfjórhlutfall</i>	<i>Styrkleiki</i>
12 <i>Eigið fé</i>	<i>Styrkleiki</i>
13 <i>Fjöldi kaup- og sölusamninga</i>	<i>Seljanleiki hlbr.</i>

Hér til hliðar er listi yfir þær kennitölur sem notaðar eru í töflunni að ofan. Kennitölurnar eru flokkaðar í þrjá meginflokka eftir því hvort þær sýna arðsemi fyrirtækisins eða arðsemina með tilliti til verðs hlutabréfanna, fjárhagslegs styrkleika fyrirtækisins eða seljanleika hluta- bréfanna. Það sem e.t.v. er helst óvenjulegt í þessum lista er mikil áhersla á seljanleika hlutabréfa. Seljanleiki er talinn mikilvægur, bæði hvað varðar stöðugleika verðs á markaði og svo þá staðreynd að í mörgum tilfellum getur tekið afar langan tíma að selja hlutabréf. Í þessu sambandi er t.d. mikilvægt að fjöldi hluthafa sé mikill og viðskipti með hlutabréf fyrirtækisins séu mikil.

Vísitölutenging hlutabréfasafna



Fyrir í þessum kafla var fjallað um hlutabréfavísitölur sem veita fjárfestum mikilvægar upplýsingar um verð og verðbreytingar á hlutabréfamarkaði. Vísitölurnar hafa þó ekki aðeins upplýsingagildi; hægt er að tengja hlutabréfasöfn við þær og njóta með því stöðugrar og yfirleitt góðrar ávöxtunar.

Vísitölusjóðir, þ.e. hlutabréfasjóðir sem tengdir eru vísitölu, litu fyrst dagsins ljós í Bandaríkjunum á áttunda áratugnum. Þar öðluðust þeir fljótlega umtalsverðar vinsældir en fyrstu vísitölusjóðirnir voru ekki stofnaðir í Evrópu fyrr en um miðjan níunda áratuginn. Hér á Íslandi var fyrsti vísitölusjóðurinn, Sjóður 6 hjá VÍB, stofnaður árið 1991.

Hlutverk vísitölusjóða er að fylgja þeim breytingum sem verða á ákveðinni viðmiðunarvísitölu. Í þeim tilgangi eru keypt hlutabréf fyrir sjóðinn í sama hlutfalli og þau eru í vísitölnni. Hægt er að kaupa öll hlutabréf sem eru í vísitölnni og herma þannig nákvæmlega eftir henni eða kaupa úrval hlutabréfa sem endurspeglar breytingar á vísitölnni. Fyrirnefnda aðferðin tryggir betri árangur en sú síðari er raunhæfari, sérstaklega ef hlutabréf mjög margra fyrirtækja eru í vísitölnni.

Hægt er að miða við vísitölu alls markaðsins, t.d. hlutabréfavísitölu VÍB á Íslandi, FT-A All Share í Bretlandi, S&P 500 eða Dow Jones í Bandaríkjunum. Einnig er hægt að miða við vísitölur fyrir Evrópu eða Asíu eða sérstakar vísitölur, t.d. fyrir lítil fyrirtæki.

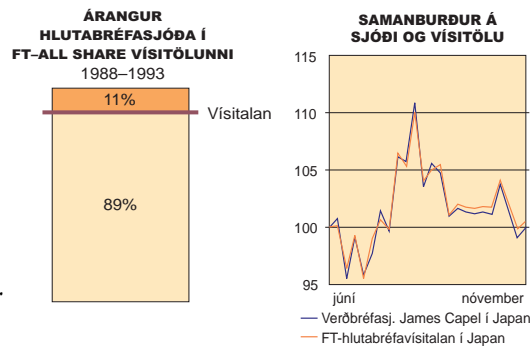
Kostir vísitölusjóða eru margir. Reynslan hefur sýnt að hlutabréfasjóðir sem stjórnað er á hefðbundinn hátt þar sem sérfræðingar kaupa og selja hlutabréf eftir því sem þeir telja hagstæðast, gefa oftast lægri ávöxtun en markaðsvísitalan á sama tíma.

Sveiflur í ávöxtun vísitölusjóða er minni en í venjulegum sjóðum eða einstökum hlutabréfum og þeim fylgir lægri kostnaður en öðrum verðbréfasjóðum því að stjórnendur þeirra eru ekki í sífellu að kaupa og selja. Helstu ókostirnir eru aftur á móti að vísitölusjóðir eru ekki sérlega spennandi þar sem ekki er hægt að búast við mjög hárrí ávöxtun og að verðfall verður líka á vísitölusjóðunum ef verðfall verður almennt á markaðnum.

Nánar er fjallað um vísitölutengingu hlutabréfasafna og kosti hennar í 4. kafla og vísitölusjóði í 6. kafla.

Lífeyrissjóðir og líftryggingafélög í Bandaríkjunum beita vísitölutengingu mikið núorðið til að tryggja stöðuga ávöxtun hlutabréfasafna sinna. Ákveðinn hluti er þá gjarnan vísitölutryggður en sérfræðingar reyna að auka ávöxtunina enn frekar með því að kaupa og selja önnur hlutabréf í söfnunum eins og þeir telja best.

Í könnun sem tímaritið Money Management gerði í Bretlandi kom í ljós að aðeins 11% af þarlandum hlutabréfasjóðum náðu hækkan umfram bresku FT-All Share hlutabréfavísitöluna árin 1988–1993. Um allan heim eru hlutabréfavísi tölur notaðar með þessum hætti sem viðmiðun þegar árangur einstakra verðbréfasjóða eða fjárfesta er metin.



Það er auðvelt að sjá hversu vel stjórnendur vísitölusjóðs standa sig; til þess þarf aðeins að bera saman ávöxtun sjóðsins og viðmiðunarvísitölnnar. Fylgi sjóðurinn vísitölunni vel eins og á myndinni hér fyrir ofan er tilganginum náð.

Samantekt

Hlutabréf hafa á síðustu áratugum verið þau verðbréf sem mesta ávöxtun hafa gefið hvar sem er í heiminum. Þessi ávöxtun er hins vegar óviss þar sem hlutabréf bera ekki fyrir fram ákveðna vexti líkt og skuldabréf. Þess í stað felst ávöxtun þeirra í greiðslu arðs og hækkun á gengi hlutabréfanna. Hlutabréf eru þannig yfirleitt áhættusamari en skuldabréf þar sem greiðsla arðs og hækkun á gengi fer að miklu leyti eftir afkomu fyrirtækja. Það eykur enn á óvissuna að utanaðkomandi áhrif, svo sem almennt efnahagsástand, breytingar á gengi gjaldmiðla, ástand náttúruauðlinda og jafnvel stjórn málaatburðir, hafa einnig áhrif á verðmæti hlutabréfa.

Með því að skoða ákveðnar kennitölur úr rekstri fyrirtækja geta fjárfestar þó eytt óvissuþáttum að nokkru og dregið úr áhættu. Með markvissri eignastýringu má svo enn minnka hana. Um það og hvernig meta má áhættu er fjallað í 3. og 4. kafla.

Það eykur mjög á ávöxtun hlutabréfa hér á Íslandi að einstaklingar njóta ákveðinna skattfríðinda kaupi þeir hlutabréf. Möguleikinn á að draga kaupverð hlutabréfa frá tekjuskattsstofni fellur þó niður frá og með árinu 1998.

Hlutabréfavísitala er einfaldur mælikvarði á verð og verðbreytingu hlutabréfamarkaðs. Með því að miða ávöxtun einstakra hlutabréfa eða stærri hlutabréfasafna við hlutabréfavísitölu fæst raunhæft mat á árangri einstakra fjárfestinga í samanburði við heildarmarkaðinn.