

Tilbakekjøp i Norge

Annonseringseffekten, langsiktig avkastning og tilbakekjøpsaktivitet

Johannes Atle Skjeltnor (f. 1972)

Dr. Oecon fra Handelshøyskolen BI og forsker i forskningsavdelingen i Bank og Finansgruppen i Norges Bank hvor han har vært ansatt siden 1998.

Sammendrag

Selskaper som velger å iverksette en tilbakekjøpsplan opplever en permanent risikjustert prisøkning på 2,5 % i løpet av dagene rundt annonseringen av selve programmet. En likeveid aksjeportefølje bestående av disse selskapene gir en årlig risikjustert avkastning på rundt 10 % per år, noe som har blitt kalt underreaksjongåten i amerikanske studier. I denne studien finner Skjeltnor tilsvarende effekter i det norske markedet. Ved hjelp av svært gode data på de faktiske tilbakekjøpstransaksjonene ser Skjeltnor også nærmere på årsakene til at man observerer en slik effekt. Et av hovedresultatene er at det er de selskapene som annonserer et tilbakekjøpsprogram, men ikke kjøper tilbake, som bidrar til underreaksjonen, og genererer en risikjustert meravkastning over tid. Selskapene som faktisk gjennomfører en del av tilbakekjøpsprogrammet gjør det som forventet.

1. Innledning

En trend i mange land de siste 10 årene har vært en mer utstrakt bruk av tilbakekjøp av aksjer som en alternativ metode for å utbetale utbytte til eierne. I for eksempel USA, hvor det lenge har vært tillatt for selskaper å kjøpe tilbake egne aksjer, har det vært en jevn økning i andelen kontanter som blir distribuert via tilbakekjøp i forhold til utbytte, og i år 2000 var det første gang i historien at selskaper utbetalte like mye utbytte som de kjøpte tilbake. Også i mange andre land har det vært en tilsvarende trend mot økt tilbakekjøpsaktivitet, og i de fleste land har dette vært som følge av at man har fått endringer i lovgivningen. Blant disse landene er Norge, hvor det fra og med 1999 ble tillatt for selskaper å kjøpe tilbake egne aksjer.

I utgangspunktet er ikke et tilbakekjøp forskjellig fra et ordinært kontantutbytte ettersom metoden et selskap benytter for å kompensere sine eiere på ikke betyr noe så lenge eierne får en andel av overskuddet over tid. Selvfølgelig er ikke dette tilfellet dersom en utbetalingsmetode fører til en høyere nettoutbetaling til aksjonær som følge av for eksempel skattemessige forhold eller andre friksjoner som gjør én av metodene relativt mer attraktiv for eierne. Slike forskjeller bør i så fall raskt reflekteres i prisen på selskapet. Flere studier fra forskjellige markeder viser at selskaper som annonserer en tilbakekjøpsplan opplever en risikjustert meravkastning¹ på 2-3 % i dagene rundt annonseringstidspunktet. Dette betyr at informasjonen i selve annonseringen har en verdi for aktørene i markedet. En slik effekt er for så vidt ikke spesiell for tilbakekjøp ettersom man finner tilsvarende effekter for uforventede utbytteøkninger og -reduksjoner. Hvis selskapets utbyttepolitikk blir påvirket av ledelsens forventninger om fremtidig lønnsomhet, vil en utbytteøkning eller en annonsering av en tilbakekjøpsplan være et positivt signal om selskapets lønnsomhet som vil føre til en økt pris på selskapet.

Det som kanskje er mest interessant, både i forhold til finansiell teori og porteføljevaltning, er at man ved å konstruere en portefølje av selskaper som annonserer en tilbakekjøpsplan vil oppnå en positiv meravkastning, utover den positive priseffekten knyttet til selve

¹ Med risikjustert meravkastning menes en avkastning utover det man skulle forvente gitt selskapets samvariasjon med markedsporteføljen, størrelseseffekter og bokverdi relativt til markedsverdi. Gjennom hele artikkelen benyttes en slik risikjustering basert på Fama/French (1993).

annonseringene, i årene etter annonseringen. Dette kan bety at markedet systematisk under- vurderer informasjonen i annonseringen. I et marked bestående av rasjonelle og fremoversku- ende aktører skal ikke dette forekomme, og det er dette som har blitt kalt underreaksjongåten av Ikenberry et. al. (1995, 2000).

Denne artikkelen ser nærmere på tilbakekjøpsaktiviteten for norske selskaper siden 1999 og i hvilken grad man observerer tilsvarende annonserings- og langsiktige avkastningseffekter i Norge som i andre markeder. Studien utnytter detaljerte data som følger av relativt strenge informasjonskrav ved Oslo Børs og gjør det mulig til å se på hva faktiske tilbakekjøp betyr for avkastningen i disse selskapene.

2. Hvorfor kjøper selskaper tilbake egne aksjer

Det er mange grunner til at et selskap kan ønske å kjøpe tilbake sine egne aksjer. De fleste forklaringene er i stor grad de samme som man bruker til å forklare endringer i utbytte, men kan også hjelpe oss med å forstå hvorfor selskaper velger å benytte den ene metoden fremfor den andre.

2.1 Frie kontantstrømmer og reduksjon av agentkostnader

En av de største fordelene med å ha et tilbakekjøpsprogram på plass det at selskapet har flere muligheter til å distribuere fri kapital² tilbake til eierne. Flere studier viser at selskaper har en tendens til å jevne ut kontantutbyttet over tid, og vegrer seg for å redusere utbytte. Dette er et resultat av at uventede reduksjoner i utbytte straffes av markedet fordi det tolkes som et signal om at ledelsen forventer dårligere lønnsomhet. Som følge av dette vil et selskap som får et positivt likviditetssjokk og en økning i fri kapital ikke nødvendigvis ønske å øke det ordinære utbyttet i frykt for at de på et senere tidspunkt vil måtte redusere det igjen. En mulighet er da å utbetale et ekstraordinært utbytte eller å bruke overskuddslikviditeten til å kjøpe tilbake aksjer.

En grunn til at selskaper ikke ønsker å ha for my fri kapital i selskapet er faren for agentkostnader. Slike kostnader oppstår i utgangspunktet som følge av at det er en separasjon mellom selskapets eiere og ledelsen som kan føre til at ledelsens insentiver er forskjellige fra eiernes. Dette kan føre til at fri kapital blir brukt på en måte som ikke er i tråd med eiernes ønsker, noe som vil kunne føre til høyere kapitalkostnader og redusert verdi på selskapet. Ved å ha større fleksibilitet i utbetalingen av overskuddslikviditet, og ledelsen faktisk utnytter seg av dette, vil det kunne føre til at ledelsen oftere blir tvunget ut i markedet for å hente inn ny risikokapital når de skal finansiere prosjekter. Dette fører dermed til en gjennomgang av selskapets drift og investeringsbeslutninger. Altså vil tilbakekjøp være et hjelpemiddel til å trimme overskuddsbeholdningen av kapital og dermed oppnå kapitaldisiplin.

2.2 Signalisering

En motivasjon kan også være at ledelsen i selskapet ønsker å signalisere at selskapets aksjer er underpriset i forhold til fundamentale verdier. Et slikt signal kan være sterkt ettersom ledelsen har mer presis informasjon om fremtidig inntjening enn markedet. I flere annonseringer begrunnes også etableringen av tilbakekjøpsprogrammet nettopp med at ledelsen mener aksjen er for lavt priset i forhold til fundamentale forhold. Dette er tilsvarende for uforventede

² Fri kapital er den delen av overskuddet som er igjen etter at selskapet har satt av midler til investeringsplaner og har finansielle forpliktelser.

utbytteøkninger som i mange tilfeller er ansett som et mer troverdig signal ettersom det medfører en kostnad for ledelsen dersom signalet er falskt.³ Et sentralt spørsmål i denne forbindelse er om annonseringen av et tilbakekjøpsprogram også er et troverdig signal. Ettersom en tilbakekjøpsannonsering ikke er bindende eller påfører ledelsen tilsvarende kostnader som ved en utbytteøkning (gitt at ledelsen eier aksjer i selskapet) argumenterer flere studier for at signaliseringseffekten fra tilbakekjøp er svakere.

2.3 Skattemessige forskjeller

Avhengig av den relative beskatningen av utbytte i forhold til kapitalgevinst kan det være at selskapet tilpasser sin utbyttepolitikk til hva som vil være mest gunstig for aksjonærene. I USA har det historisk vært en lavere beskatning av kapitalgevinst enn utbytte. Flere studier i USA argumenterer for at dette er en viktig grunn til at man der har sett en sterk vekst i tilbakekjøpsaktiviteten. På den annen side er det også mange selskaper som ønsker å tiltrekke seg institusjonelle investorer som i mange tilfeller kun investerer i selskaper som betaler utbytte (såkalte "prudent investors"). Når det gjelder forskjellen mellom utbyttebeskatning og gevinstbeskatning i Norge er dette ikke like klart at det er en skattemessig forskjell som følge av RISK justeringen. På grunn av justeringen vil ikke en gevinstbeskatning slå inn før selskapet kjøper tilbake aksjer til en pris som er høyere enn den justerte inngangsverdien. Altså vil skatobelastningen avhenge av når aksjonæren som selger tilbake til selskapet i utgangspunktet kjøpte aksjene og om selskapet kjøper aksjene til en pris som er lavere enn aksjonærens justerte kjøpsverdi.

2.4 Forsvar mot fiendtlige oppkjøp og endring i eierstruktur

En viktig forskjell mellom kontantutbytte og tilbakekjøp er at et tilbakekjøp ikke er en pro-rata utbetaling, men kun en utbetaling til de som selger aksjer. Altså er det kun de aksjonærene som har lavest verdsetting (eller et likviditetsbehov) som selger aksjer tilbake til selskapet. I tilfeller hvor selskapets ledelse ønsker å forsvare seg mot et fiendtlig oppkjøp vil tilbakekjøp av aksjer kunne være et effektivt virkemiddel hvor man effektivt kan fjerne de aksjonærene med de laveste verdsettingene fra markedet slik at kostnaden for oppkjøper blir høyere. Samtidig vil også dette endre eierskapsbrøken i den forstand at ledelsen og eventuelle "hvite riddere" vil få økt sin eierandel i selskapet noe som vil øke sannsynligheten for å kunne blokkere en oppkjøper. En annen begrunnelse for tilbakekjøp, som gjerne tar form av et rettet tilbakekjøp, er at selskaper med veldig mange små aksjonærer ønsker å redusere kostnader knyttet til for eksempel utsendelse av årsrapporter, innkallinger til generalforsamlinger og lignende. Et eksempel er Storebrand som i januar 1999 hadde rundt 74000 aksjonærer hvorav 39000 av disse eide mindre enn 8 aksjer. For å øke eierkonsentrasjonen ga Storebrand alle aksjonærer med mindre enn 8 aksjer et rettet tilbud om å kjøpe deres aksjer.

2.5 Andre forklaringer

Det er også mange andre grunner til at selskaper benytter seg av tilbakekjøp. Ved å kjøpe tilbake egne aksjer kan selskapet stabilisere aksjekursen ved å fungere som en likviditetstilbyder. En annen viktig grunn er at tilbakekjøp vil kunne motvirke utvanningseffekter som følge av opsjonsprogrammer eller aksjebonuser til ansatte. I stedet for å utstede nye aksjer kan selskapet akkumulere egne aksjer som kan brukes til å betjene slike programmer uten at antall

³ Spesielt i situasjoner hvor ledelsen også eier en del av selskapet.

utestående aksjer økes. En mer tvilsom bruk av tilbakekjøp er for å øke verdien til ledelsens opsjoner eller til kortsiktig kursmanipulasjon.

3. Metoder for tilbakekjøp av aksjer

Det er hovedsakelig fire typer tilbakekjøpsmetoder et selskap kan benytte seg av: ”open market repurchase” (tilbakekjøp over børs), ”fixed price tender offer repurchase” (offentlig tilbud), ”Dutch auction repurchase” (hollandsk auksjon) og ”targeted repurchase” (rettet tilbakekjøp). I de markedene hvor tilbakekjøp har blitt studert er tilbakekjøp direkte over børs den metoden som er mest utbredt. For eksempel er mer enn 90 % av tilbakekjøpsprogrammene i USA av denne typen, og i Norge er det kun noen få unntak i perioden 1999 til 2001 som er rettede tilbakekjøp. Analysen i denne artikkelen vil derfor fokusere på tilbakekjøp direkte over børs.

Når et selskap gjennomfører en ”open market repurchase” handler selskapet egne aksjer direkte over børs ved hjelp av en aksjemegler. Altså vet ikke eiere som selger sine aksjer i markedet at de har solgt disse tilbake til selskapet. Avhengig av hvilket marked vi snakker om, er det ikke sikkert at de lett kan få vite dette etter transaksjonen heller. I for eksempel USA er det ingen krav til at selskaper annonserer sine tilbakekjøpstransaksjoner, mens selskaper i Norge er pålagt å rapportere dette via Oslo Børs senest innen åpningen av børsen neste dag. Et tilbakekjøp av typen ”fixed price tender offer” gjennomføres ved at selskapet gir et offentlig tilbud til alle aksjonærer om å kjøpe tilbake aksjer til en bestemt pris. I en ”Dutch auction” gir selskapet også et offentlig tilbud til alle aksjonærene, men her spesifiserer selskapet kun et prisområde i tillegg til hvor mange aksjer de ønsker å kjøpe. Interesserte aksjonærer blir så bedt om å komme med et tilbud til selskapet på hvor mange aksjer de er villige til å selge og til hvilken pris. Deretter aggregerer selskapet alle tilbudene og velger den prisen som gjør at de får det antall aksjer de ønsker. Alle deltagere i auksjonen (også de med lavere prisantydning) får denne prisen for sine aksjer. I den siste typen tilbakekjøp gir selskapet et tilbud til en gruppe aksjonærer som ofte er av en spesiell type. For eksempel brukes dette dersom selskapet har en stor mengde småaksjonærer og ønsker å konsentrere eierbasen av forskjellige grunner.

4. Tilbakekjøp i Norge

Etter at tilbakekjøp ble tillatt i Norge har man sett en gradvis økning i norske selskapers bruk av denne metoden for å tilbakebetale overskudd til eierne. Selskapers tilbakekjøpsaktivitet blir regulert i aksjeloven, og et selskap har ikke lov til å eie mer en 10 % av utestående aksjene i eget selskap. Videre kan et tilbakekjøpsprogram ha en maksimal varighet på 18 måneder før programmet må fornyes. Etersom etableringen av et tilbakekjøpsprogram krever en endring i selskapets vedtekter må det støttes av minst 2/3 av aksjene representert ved avstemning. Ved avstemning blir lengden og størrelsen på programmet fastsatt, og i mange tilfeller blir også tilbakekjøpsfullmakten begrenset innenfor et høyeste og laveste prisnivå. Når selskapet har kjøpt tilbake aksjer, blir aksjene først bokført som negativ egenkapital under posten egne aksjer og har ingen stemme- eller utbytterettigheter. Hva selskaper gjør med tilbakekjøpte aksjer varierer hovedsakelig mellom å skrive ned antall utestående aksjer (omvendt emisjon), bruke aksjene som betalingsmiddel i forskjellige transaksjoner eller i tilknytning til bonusprogrammer for ledelse og ansatte.

Tabell 1 gir en oversikt over tilbakekjøpsaktiviteten i perioden 1998 til og med 2001 blant norske selskaper. Grunnen til at 1998 også er inkludert er at selskaper hadde lov til å stemme

over et tilbakekjøpsprogram allerede i 1998, men ledelsen hadde ikke mulighet til å utnytte fullmakten før 1999. Første linje i tabellen viser at 163 forskjellige selskaper (N) annonserte 318 tilbakeskjøpsprogrammer (Ann) i perioden 1998 til og med 2001. Av disse selskapene benyttet ledelsen i 100 selskaper seg av fullmakten til å kjøpe tilbake (Rep), mens 63 selskaper som annonserte et program ikke benyttet seg av dette (Norep). Av de selskapene som faktisk gjennomførte minst ett tilbakekjøp, kjøpte medianselskapet tilbake 1.8 % av utestående aksjer, og i gjennomsnitt ble rundt 2.9 % kjøpt tilbake i løpet av en tilbakekjøpsperiode. Selskapet som handlet mest egne aksjer i løpet av hele perioden kjøpte hele 22.1 % av sine utestående aksjer. Siste del av tabellen viser statistikk over antall dager som selskapene brukte før de benyttet seg av fullmakten. Det selskapet som brukte kortest tid mellom avstemning og første tilbakekjøp brukte kun 1 dag, mens det gjennomsnittlige selskapet lot det gå hele 198 dager før første tilbakekjøp ble gjennomført. For de respektive årene ser vi at antall selskaper som har etablert et tilbakekjøpsprogram har økt, mens andelen selskaper som utnyttet seg av fullmakten har variert rundt litt over halvparten. Når det gjelder fullføringsratene har den vært relativt stabil rundt 3 %, mens tidsvinduet mellom annonsering og første tilbakekjøp har falt over tid.

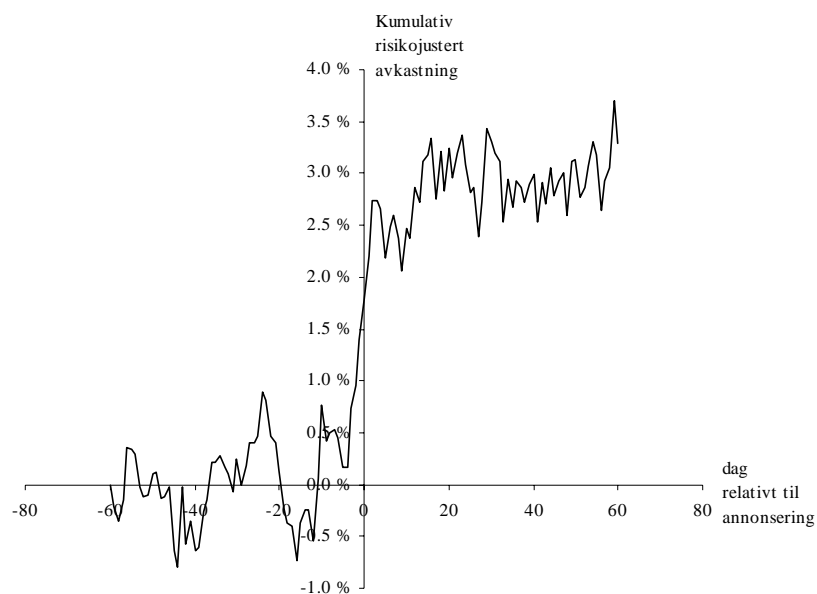
Tabell 1: Norske selskapers tilbakekjøpsaktivitet for perioden 1998 til og med 2001

Periode	N	Ann.	Tilbakekjøp		Fullføringsrater			Antall dager før første tilbakekjøp		
			Rep	Norep	Median	Gj.snitt	Maks.	Min.	Gj.snitt	Maks.
1998-2001	163	318	100	63	1.8 %	2.9 %	22.1 %	1	198	502
1998	28	28	15	13	1.9 %	2.9 %	10.0 %	20	326	469
1999	85	85	41	44	1.9 %	3.2 %	19.0 %	9	216	502
2000	90	93	67	25	1.8 %	2.9 %	16.1 %	2	206	498
2001	109	112	60	49	1.3 %	2.7 %	22.1 %	1	138	459

5. Annonseringseffekten i Norge

De fleste av forklaringene diskutert i avsnitt 2 fører til at man vil forvente å se en økning i verdien av et selskap som iverksetter en tilbakekjøpsprogram. I studier fra andre land har dette vist seg å være tilfelle selv om det ikke er konsensus om hva som er hovedforklaringen på den observerte prisøkningen. Figur 1 viser den gjennomsnittlige annonseringseffekten i Norge når selskaper annonserer til markedet at de har vedtatt et tilbakekjøpsprogram. I figuren er alle selskaper synkronisert i tid ved at 0 på tidsaksen er den dagen tilbakekjøpsprogrammet ble offentliggjort til markedet via Oslo Børs sitt informasjonssystem. For hvert selskap beregnes en serie med daglige avkastninger utover en forventet normalavkastning for selskapet (altså en risikojustert meravkastning). I figuren akkumuleres den gjennomsnittlige meravkastningen fra 60 dager før annonseringen til 60 dager etter annonseringen. Dersom annonseringen ikke hadde hatt noen betydning for prisen på disse selskapene skulle grafen vist en tilfeldig variasjon rundt null. Ut i fra figuren er det tydelig at annonseringer blir mottatt som en positiv nyhet i markedet, og i gjennomsnitt øker kursen med rundt 2.5 % som følge av at tilbakekjøpsprogrammet blir vedtatt. Dette er en tilsvarende størrelse på annonseringseffekten som man observerer i andre markeder hvor effekten er estimert til å være på mellom 2 til 3 %.

Figur 1: Gjennomsnittlig akkumulert (risikojustert) avkastning for norske selskaper rundt annonseringer av tilbakekjøpsprogrammer (t=0) for perioden 1998 til og med 2001.



Til tross for at figuren viser at annonseringer av tilbakekjøpsprogrammer blir mottatt som en positiv nyhet i gjennomsnitt, varierer størrelsen på annonseringseffekten mellom de enkelte selskaper. For å få et bedre bilde av hvilke faktorer som betyr noe for størrelsen på effekten kan man gjennomføre en lineær regresjon med størrelsen på annonseringseffekten som uavhengig variabel mot et sett av forklaringsvariable. Tabell 2 viser resultatet fra en slik regresjon som forsøker å forklare kurshoppet ved hjelp av gjennomsnittlig risikojustert meravkastning i 60 dager før annonseringen (CAR), gjennomsnittlig differanse mellom best kjøps- og salgskurs i 60 dager før annonseringen (SPR), markedsverdien på selskapet (MCAP), selskapets bokverdi relativt til markedsverdi (BM), størrelsen på tilbakekjøpsprogrammet (PERC), en dummy variabel for om selskapet har betalt utbytte det foregående året (DIV) og til slutt likviditetsgraden til selskapet (Quick ratio). Til sammen forklarer disse variablene forklarer litt over 17 % av størrelsen på annonseringseffekten.

Tabell 2: Forklaring av annonseringseffekten

Variabel	Estimat	Std.avvik	Forklart andel
Konstant	0.041	0.034	-
CAR	-0.165**	0.046	2.7 %
SPR	0.338**	0.067	6.0 %
MCAP	-0.013**	0.005	1.6 %
BM	0.023**	0.006	5.1 %
PERC	-0.179	0.350	0.0 %
DIV	-0.031*	0.017	0.8 %
Quick Ratio	-0.007**	0.002	2.6 %
Modell forklaring	17.1 %		
Observasjoner	318		

* betyr at koeffisienten er signifikant på 5 % nivå og ** betyr at koeffisienten er signifikant på 1 % nivå.

En viktig forklaringsvariabel i Tabell 2 er CAR som viser at desto dårligere selskaper har gjort det relativt til markedet i perioden før annonseringen desto sterkere er annonseringseffekten. Dette er noe man også finner i studier fra andre land, og tyder på at selskaper som har hatt en nedadgående trend i markedsverdi i perioden før annonseringen med større sannsynlighet er underpriset, noe som fører til at tilbakekjøpsprogrammet blir tolket som et sterkere positivt signal av markedet. Videre er forskjellen mellom best kjøps- og salgskurs (SPR) viktig, og forklarer alene hele 6 % av annonseringseffekten. Dette er et mål som antas å fange opp markedslikviditet og informasjonsskjevheter. Desto lavere likviditeten knyttet til børs-handelen i et selskap (dvs. høyere SPR), desto større er annonseringseffekten. En annen tolkning av dette målet kan være at en høyere SPR reflekterer større informasjonsskjevheter. Alt-så vil informasjonen signalisert ved at et selskap ønsker å kjøpe tilbake aksjer være et sterkere signal om underprising enn for selskaper hvor SPR er lav, likviditeten er god og det er lite privat informasjon. En slik tolkning er også i tråd med resultatet for MCAP som viser at større, og mer likvide, selskaper opplever en lavere effekt. Størrelsen på tilbakekjøpsprogrammet (PERC) har ingen forklaringskraft i motsetning til hva man finner i andre markeder. Dette kommer i hovedsak av at de fleste selskaper setter størrelsen på tilbakekjøpsprogrammet til aksjelovens maksimum på 10 % av utestående aksjer. Altså er det for liten variasjon i denne variabelen for å kunne forklare noe av variasjonen på kryss av selskaper. Utbytte dummyen (DIV) har et negativt fortegn i regresjonen. En forklaring på dette kan være at selskaper som har betalt ut utbytte tidligere forventes å fortsette med det (utbytte utjevning) slik at sannsynligheten er lavere for at selskapet faktisk kommer til å utnytte tilbakekjøpsprogrammet i særlig grad. Dersom størrelsen på annonseringseffekten avhenger av om markedet tror selskapet faktisk kommer til å kjøpe tilbake aksjer, og at det er først da de positive effektene av tilbakekjøp realiseres, er effekten lavere dersom selskapet historisk har betalt kontantutbytte. På den annen side er effekten fra DIV veldig svak. Tilsvarende resonnement kan i utgangspunktet også brukes for den siste variabelen, men her er fortegnet motsatt av hva man skulle forvente. En forklaring på dette kan være at selskaper med mye fri kapital, og dermed en høy likviditetsgrad, forventes i større grad å iverksette et tilbakekjøpsprogram slik at selve annonseringseffekten er lavere som følge av dette allerede er priset inn.

6. Underreaksjongåten i det norske markedet

Uansett hvilken fordel et tilbakekjøpsprogram medfører for eierne, skal annonseringseffekten analysert i forrige avsnitt i et marked bestående av rasjonelle fremoverskuende aktører i gjennomsnitt reflektere den riktige verdien av den fordelten. Dette betyr at man ved å konstruere en portefølje av disse selskapene basert på informasjonen om at de har annonsert en tilbakekjøpsplan ikke skal oppnå en meravkastning over tid. I USA og Canada har Ikenberry et. al. (1995, 2000) vist at dette ikke er tilfellet. En enkel og gjennomførbar handlestrategi basert på tilbakekjøpsannonseringer viser seg å generere en systematisk meravkastning som ikke kan forklares i et standard verdsettingsrammeverk. Dette kan i utgangspunktet komme av to ting. For det første kan det bety at modellen man bruker for å risikojustere avkastningen ikke er riktig spesifisert slik at denne meravkastningen reflekterer en kompensasjon for en risiko som tilbakekjøpende selskaper er høyt eksponert mot, men som modellen ikke korrigerer for. Alternativt kan det bety at markedet systematisk underreagerer på informasjonen i annonseringen, og at denne informasjonen blir reflektert i prisene over tid. Dette har blitt kalt underreaksjongåten. I denne studien er handlestrategien basert på at man kjøper en andel i selskapet dagen etter at det har annonsert via Oslo Børs at tilbakekjøpsprogrammet er vedtatt. For å måle risikojustert meravkastning for porteføljen benyttes Fama-French (1993) sin trefaktor

modell. Denne tar hensyn til i hvilken grad porteføljen samvarierer med totalindeksen på Oslo Børs, om porteføljen er overvektet i små selskaper (størrelses effekter), og en eventuell verdi-premie (bok til marked faktoren).

Tabell 3 oppsummerer den gjennomsnittlige månedlige prosentvise meravkastningen en slik porteføljestrategi ville ha generert i det norske markedet for forskjellige porteføljehorisonter og for varierende start år. Resultatene viser at hvis man holder porteføljen kun i ett år vil *ikke* en slik porteføljestrategi gi en meravkastning, uavhengig av hvilket år vi initierer porteføljen.

Tabell 3: Månedlig meravkastning (%) for tilbakekjøpsporteføljer med varierende start år og lengde.

Portefølje lengde	Startår for portefølje			
	1998	1999	2000	2001
1 år	0.16	0.18	0.16	0.48
2 år	0.72*	0.76**	0.88**	1.40**
3 år	0.94**	0.98**	1.18**	-
4 år	0.90**	0.96**	-	-

* betyr at meravkastningen er signifikant forskjellig fra null på 5 % nivå og ** betyr at meravkastningen er signifikant forskjellig fra null på 1 % nivå.

Effekten av strategien blir mer synlig på lengre horisonter. Hvis man hadde etablert porteføljen i starten av 1999 og sittet med denne porteføljen ut 2002 ville man ha oppnådd en gjennomsnittlig meravkastning på rundt 0,9 % per måned, eller mer enn 10 % per år. Det er viktig å understreke at dette er en meravkastning etter at man har korrigert for risikoen i porteføljen. Ved bruk av samme metode er dette en tilsvarende langsiktig porteføljeavkastning man finner i USA og Canada. I et effektivt marked med rasjonelle aktører betyr dette at reaksjonen på rundt 2,5 % ved annonseringen er for lav (underreaksjon) ettersom disse selskapene i gjennomsnitt genererer en systematisk meravkastning over tid.

7. Effekten av faktiske tilbakekjøp

I forhold til studier på tilbakekjøp fra andre markeder har de norske dataene et fortrinn som følge av strengere rapporteringskrav når et selskap faktisk gjennomfører et tilbakekjøp. I for eksempel USA trenger ikke selskapene offentliggjøre sin tilbakekjøpsaktivitet i det hele tatt, noe de også sjelden gjør. De studiene som har sett på faktiske tilbakekjøp har derfor blitt nødt til å bruke ufullstendige mål for å fange opp dette. Selskaper registrert på Oslo Børs er pålagt å rapportere sin tilbakekjøpsaktivitet senest dagen etter at tilbakekjøpet er foretatt. Dette gjør det mulig å også se på i hvilken grad det at et selskap som annonserer en tilbakekjøpsplan faktisk kjøper tilbake aksjer eller ikke har betydning for avkastningen over tid. En motivasjon for en slik analyse er at selv om selskapets ledelse i utgangspunktet har planer om å utnytte seg av tilbakekjøpsfullmakten kan dette endre seg etter annonseringen som følge av for eksempel uforventede nye investeringsmuligheter eller negative likviditetssjokk som gjør at selskapet ikke ønsker eller har mulighet til å utbetale utbytte eller kjøpe tilbake aksjer.

Tabell 4 viser meravkastningen for to porteføljer basert på to handlestrategier betinget på faktisk tilbakekjøpsaktivitet. Den første strategien (P1) er tilsvarende den som er benyttet i Tabell 4 hvor selskaper inkluderes i porteføljen dagen etter at det har annonsert et tilbakekjøpsprogram. Forskjellen er nå at et selskapet tas ut av porteføljen dagen etter at det har annonsert til markedet at det har foretatt sitt første tilbakekjøp. Altså vil P1 kun inneholde sel-

skaper som har annonsert, men ikke kjøpt tilbake aksjer ennå. Den andre handlestrategien (P2) fanger opp de selskapene som faktisk gjennomfører tilbakekjøp. Altså vil P2 inneholde de selskapene som blir tatt ut av P1 som følge av at de har gjennomført et tilbakekjøp.

Det kanskje litt overraskende resultatet fra Tabell 4 viser at det er porteføljen bestående av de selskapene som annonserer en tilbakekjøpsplan, men *ikke* kjøper tilbake noen aksjer, som genererer meravkastningen. En portefølje av de selskapene som faktisk gjennomfører tilbakekjøp gjør det som forventet (det vil si at meravkastningen er lik null). Dette kan tolkes som om annonseringseffekten for disse selskapene er forventningsrett og fullstendig. Selv om resultatet ikke løser underreaksjongåten, gir det et hint om hvilken type selskaper underreaksjonen er tilknyttet. En rimelig forklaring på hvorfor disse selskapene gir en meravkastning kan være knyttet til at de etter annonseringen får uventede investeringsmuligheter som de utnytter seg av og dermed har lite fri kapital å distribuere til eierne. Etter hvert som disse prosjektene kaster av seg fører det til positive nyhetssjokk over tid som genererer en meravkastning for denne gruppen selskaper.

Tabell 4: Månedlig meravkastning (%) for tilbakekjøpsporteføljer betinget på faktiske tilbakekjøp

Portefølje lengde	Startår for porteføljer					
	1999		2000		2001	
	P1	P2	P1	P2	P1	P2
1 år	0.90	0.25	1.38	-0.15	2.67*	0.55
2 år	1.32*	0.24	1.78*	-0.13	2.42*	0.35
3 år	1.26*	0.56	1.65*	0.31	-	-
4 år	1.21*	0.45	-	-	-	-

* betyr at meravkastningen er signifikant forskjellig fra null på 5 % nivå

En karakteristikk som underbygger forklaringen over er at selskapene som faktisk kjøper tilbake i gjennomsnitt har en signifikant høyere likviditetsgrad enn selskaper som ikke kjøper tilbake aksjer i løpet tilbakekjøpsperioden. Tabell 5 viser denne forskjellen i forhold til både likviditetsgrad 1 (Quick ratio) og 2 (current ratio) i tillegg til gjennomsnittlig likviditetsgrader for alle selskaper ved Oslo Børs. En slik forskjell er i stor grad hva man skulle forvente å finne, men tyder på at selskaper som ikke kjøper tilbake aksjer enten velger bort denne muligheten til fordel for nyinvesteringer, eller fordi de opplever et negativt likviditetssjokk. Meravkastningen som en portefølje av disse selskapene oppnår støtter den første forklaringen.

Videre forskning for å se nærmere på denne forklaringen vil innebære å se på investeringsaktiviteten til selskapene i de to gruppene og finne mål som kan fange opp om selskapene i P1 får nye investeringsmuligheter etter annonseringen av tilbakekjøpsprogrammet. En fremgangsmåte kan være å se nærmere på om det er flere av selskapene i P1 som annonserer at de har investert i nye prosjekter etter at tilbakekjøpsprogrammet er vedtatt. En annen mulighet kan være å gjennomføre en spørreundersøkelse for å få innblikk i årsaken til at selskapene har valgt å ikke gjennomføre tilbakekjøp. Man kan også gå inn og se på årsrapportene til disse selskapene for å få et innblikk i graden av nye investeringer som har blitt gjort i løpet av perioden tilbakekjøpsprogrammene er aktive.

Tabell 5: Likviditetsgraden i selskaper som kjøper tilbake aksjer

Quick ratio	Alle selskaper ved OB	Selskaper i		Test for forskjell (p-verdi)
		P1	P2	
Alle år	2.32	1.66	2.47	<0.01
1999	2.31	1.55	2.23	0.04
2000	2.36	1.41	2.88	0.01
2001	2.14	1.84	2.37	0.18
Current ratio				
Alle år	2.65	1.98	2.72	<0.01
1999	2.62	1.86	2.56	0.03
2000	2.63	1.74	3.13	<0.01
2001	2.36	2.16	2.58	0.24

8. Konklusjon

Tilbakekjøp av aksjer har i stadig større grad blitt et viktig verktøy for å distribuere fri kapital tilbake til eierne. Den klareste fordelene av å ha et tilbakekjøpsprogram på plass er at man har større fleksibilitet i utbyttepolitikken, og dermed bedre muligheter til å redusere kostnader knyttet til å ha for mye fri kapital i selskapet. Selv om det er mange grunner til hvorfor selskaper velger å kjøpe tilbake aksjer, viser reaksjonen fra markedet at etableringen av et tilbakekjøpsprogram har en verdi for aksjonærene. Resultatene i denne artikkelen viser at Norge ikke skiller seg fra andre markeder på dette punktet, verken når det gjelder annonseringseffekten eller den langsiktige meravkastningen disse selskapene genererer. Det mest interessante resultatet fra det norske markedet, som man ikke har kunnet studere i andre markeder, er at det er de selskapene som ikke kjøper tilbake egne aksjer som bidrar til den langsiktige meravkastningen, mens de selskapene som faktisk utnytter seg av tilbakekjøpsfullmakten gjør det som forventet. Om dette er spesielt for Norge eller den tidsperioden som er analysert krever flere studier. Artikkelen foreslår en forklaring på hvorfor man observerer en slik forskjell basert på at selskaper får uforventede investeringsmuligheter. Denne forklaringen kan være et utgangspunkt for nye studier som forsøker å forklar underreaksjongåten.

Referanser

Fama, E.F. and K.R. French 1993. “*Common risk factors in the returns on stocks and bonds.*”, *Journal of Financial Economics* 33:1: 3-56.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T. (1995). “*Market underreaction to open market share repurchases.*”, *Journal of Financial Economics*, 39:181–208.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen, T. (2000). “*Stock repurchases in Canada: Performance and strategic trading.*”, *Journal of Finance*, 55:2373–2397.

Skjeltorp, J., 2004, “*Trading in Equity Markets. A study of Individual, Institutional Corporate Trading Decisions.*”, Series of Dissertations nr 8, Handelshøyskolen BI