

Czym są buybacki i jak wpływają na rynek

14 stycznia 2015

Wszyscy widzimy, jak giełdy w USA i Europie od 2009 roku biją kolejne rekordy notowań. Obecna hossa na rynkach akcji jest najdłuższa od blisko 80 lat. Wzrosty są szeroko komentowane w mediach głównego nurtu. Czy jednak na pewno jest się z czego cieszyć? Czy kolejne szczyty największych światowych indeksów świadczą o ożywieniu gospodarczym, czy służą do mydlenia oczu małych inwestorów i zwykłych ludzi? Wiele się ostatnio mówi o korporacjach, które odkupują rekordowe ilości swoich akcji. Kto i co na tym zyskuje i jaki jest cel całej akcji? Zacznijmy może od początku.

Buyback przeprowadzany jest gdy korporacja dysponująca nadmiarem wolnej gotówki skupuje z rynku własne akcje, a następnie je umarza (niszczy, wymazuje z rejestrów). Powoduje to zmniejszenie się ilości akcji w obiegu, co przekłada się na wzrost ceny pozostałych akcji.

Przykład: Jeżeli w obiegu mamy 100 tys. akcji, każda warta 10 zł, to łączna wartość wszystkich akcji, a tym samym przedsiębiorstwa wynosi 1 mln zł. Jeżeli za wolną gotówkę firma skupi z rynku 20 tys. akcji i je umorzy, to w obiegu pozostanie nam 80 tys. akcji. Zważywszy, że przedsiębiorstwo jest ciągle warte 1 mln złotych, to wartość przypadająca na 1 akcję wzrośnie tym samym do 12,5 zł. Bez zmiany wartości przedsiębiorstwa podnieśliśmy cenę akcji o 25%.

Motywacji stojących za buybackami jest wiele. Czasami firmy skupują i umarzają własne akcje zamiast wypłacać dywidendę, co jest korzystniejsze dla posiadaczy akcji w niektórych jurysdykcjach (cel podatkowy).

Buybacki, jak pokazuje historia, przeprowadzano zazwyczaj w trakcie bessy. Sentyment do akcji był zły, wiele osób straciło

duże pieniądze, mało było chętnych na akcje. Był to zazwyczaj doskonały moment, aby firmy z pozytywnym bilansem skupiły własne udziały, korzystając z niskich cen. Proces ten poprawiał wskaźnik EPS (earnings per share – zysk na akcję) i CFPS (cash flow per share – przepływ pieniężny na akcję). Sam proces skupowania akcji był również sygnałem dla inwestorów mówiącym, że ich cena jest za niska. Ostatecznie umorzone papiery zawsze można było zastąpić kolejną emisją przeprowadzaną podczas kolejnej hossy.

Po krachu w 2000 roku korporacje odeszły od normalnych praktyk. Buybacki przestały spełniać funkcję poprawiania wskaźników firmy, a zaczęły być narzędziem wykorzystywanym do napędzania kolejnej hossy, która skończyła się w 2008 roku. Buybacki bardzo wsparły obecną hossę, szczególnie w USA w 2013 i 2014 roku, wprowadzając ceny akcji na rekordowe poziomy.

Proces skupu i umorzenia własnych akcji stał się niejako modą, czy nowym standardem, zwłaszcza w ciągu ostatnich 4 lat. Obecnie na skup własnych akcji korporacje z indeksu S&P 500 przeznaczają nawet 90% zysków.

Wydawanie praktycznie całych zysków na buybacki przy coraz wyższych cenach akcji ma jednak poważne konsekwencje na firmy. By można było produkować tanio, potrzeba stałych inwestycji w sprzęt. Stare maszyny zużywają się. Dodatkowo ustępują nowym rozwiązaniom technologicznym, przez co postęp zdecydowanie spowalnia.

W USA stale rośnie bezrobocie. Wiele korporacji zwalnia pracowników. Procentowy udział społeczeństwa aktywnego na rynku pracy jest najniższy od 1978 roku. Po szczycie w roku 2000 zatrudnienie nieprzerwanie spada. Obecnie większość nowych miejsc pracy w USA to praca na niepełny etat. Możliwości produkcyjne firm z S&P 500 z powodu interwencji na rynku papierów wartościowych ciągle maleją.

Jedynie, co stale rośnie to dług, gdyż korporacje często

posiłkują się kredytem finansującym skup własnych akcji. Generalnie prędkość przyrostu długu jest znacznie szybsza, niż tempo przyrostu zysków.

Jak widzimy, proces rolowania długu to nie tylko domena państw. Korporacje emitujące obligacje również wpadły w spiralę długów.

Skoro zadłużenie firm rośnie szybciej, niż zyski firm, to dlaczego korporacje decydują się wydawać tak duży procent zysków na skup własnych akcji? Dlaczego robią to w możliwie najgorszym na to momencie?

PRZYCZYNY

Powodów jest kilka.

1. Korporacje są największymi sponsorami kampanii wyborczych praktycznie wszystkich liczących się polityków. Większość najważniejszych urzędników ma bezpośrednie powiązania z Wall Street. Pracowali lub oczekują, że będą pracować dla największych banków chociażby w formie „konsultantów” zarabiając pokaźne sumy.

Przekłada się to na pewną symbiozę. Korporacje domagają się darmowego kredytu. Zadaniem polityków jest przekonanie społeczeństwa, że aby gospodarka się rozwijała stopy procentowe muszą być utrzymane na zerowych poziomach, a dodruk kontynuowany. Dzięki temu duże korporacje korzystające z praktycznie darmowego kredytu będą go w stanie spłacić permanentnie dewaluowanym dolarem.

2. Jak można przeczytać w artykule Globalna struktura własności. Wyniki 4-letnich badań, 80% światowej produkcji oraz handlu jest kontrolowane przez zaledwie 737 korporacji. Korporacje są z kolei powiązane z 25 największymi bankami inwestycyjnymi. Zważywszy, że te same banki inwestycyjne są akcjonariuszami banków centralnych, korporacje, a właściwie ich ścisły zarząd, jest dobrze poinformowany co do przyszłych

ruchów m.in. stóp procentowych.

3. Ludzie faktycznie kierujący polityką światową mogą sobie pozwolić na ryzykowne operacje, jakimi bez wątpienia jest skup własnych akcji po wysokich cenach i to na kredyt. To oni ustalają kierunek, w którym pójdzie świat i cała polityka finansowa.

Długi, które zaciągają korporacje walnie przyczyniają się do wzrostów na giełdzie. Hossa uwiarygodnia rządową politykę i mit wzrostu gospodarczego. Ostatecznie, w przeszłości wysokie ceny akcji oraz nieruchomości były synonimem wzrostu gospodarczego.

DRUGIE DNO

Jak to możliwe, że globalne korporacje podejmują działania, które wydają się być wyjątkowo ryzykowne? Przecież to właśnie te firmy, które są własnością szarych eminencji stojących za politykami, trwonią zyski dodatkowo się zadłużając dla uwiarygodnienia odbicia gospodarczego w USA. Należy zadać sobie fundamentalne pytanie: dlaczego narażają swoje interesy wpędzając własne firmy produkujące realne dobra w ogromną ilość długu, którego nie są w stanie spłacić, zwłaszcza w czasie pogłębiającej się recesji?

Muszą wiedzieć coś, czego nie wiemy my lub coś, czego część z nas się nie spodziewa. Odpowiedzią może być kredyt o stałym zadłużeniu. W Polsce, gdy bierzemy kredyt, wysokość rat jest uzależniona od stóp procentowych. Te z kolei są zależne od Rady Polityki Pieniężnej. W USA dla odmiany możemy zaciągnąć kredyt na 10, czy nawet 30 lat o stałym oprocentowaniu. Jeżeli mamy pewność, że przez następne kilkanaście lat będziemy płacić odsetki na poziomie 3% rocznie przy realnej 9% inflacji (shadowstats.com), to wartość naszego kredytu dewaluuje się w tempie 6% rocznie. Co ważne, przy zadłużeniu USA przekraczającym 100% PKB, bilionowym deficycie oraz przyśpieszającej tendencji odchodzenia od dolara na arenie

międzynarodowej, inflacja w dłuższym terminie będzie wyraźnie przyspieszać.

Wszystko zatem wskazuje, że skup własnych akcji za środki pochodzące z kredytu jest przemyślanym planem mającym na celu wzbogacenie posiadaczy akcji, których cena rośnie na skutek buybacków kosztem klasy średniej, której oszczędności są nieustannie dewaluowane. To, że korporacje domagają się zerowych stóp procentowych wcale jednak nie oznacza, że pozostaną one na tym poziomie. W przyszłości możemy mieć do czynienia z minimalnymi podwyżkami stóp procentowych. Jeżeli korporacje są zadłużone w oparciu o stałą stopę procentową, takie zmiany ich nie dotkną. Jeżeli jednak mają kredyt o zmiennym oprocentowaniu to i tak ewentualne podwyżki stóp procentowych ich silnie nie dotkną. O ile bowiem stopy procentowe będą podnoszone to i tak skala podwyżek będzie dużo niższa niż wzrost realnej inflacji. Ostatecznie to właśnie korporacje z S&P 500 są największymi sponsorami polityków.

NEGATYWNE SKUTKI SKUPU AKCJI

Jak podkreślałem wcześniej, buybacki stały się w USA modą i bez znaczenia są nadzwyczaj wysokie ceny akcji. Zarządy korporacji są wynagradzane w zależności od kursu akcji. W wielu przypadkach krótkoterminowy wzrost cen akcji przysłonił zdrowy rozsądek. Mamy już kilka przypadków, w których korporacje radzące sobie świetnie przez lata przesadziły ze skupem akcji własnych na kredyt i nie są w stanie funkcjonować pod ciężarem nadmiernego długu.

Aby to lepiej zobrazować posłużę się przykładem Herbalife.

Przez lata 2005-2009 cena akcji Herbalife poruszała się bardzo podobnie do średniej dla rynku akcji w USA. Od roku 2012 korporacja przystąpiła do agresywnego skupowania własnych akcji, czego kulminacja nastąpiła na przełomie 2013 i 2014 roku. Ostatecznie od bessy w 2009 roku cena akcji HLF wzrosła prawie 12 razy, właśnie w efekcie skupu akcji. Wszystko

pięknie funkcjonowało do momentu, w którym okazało się, że spółka nie jest w stanie odsługuwać długu zaciągniętego właśnie na potrzeby buyback'ów.

Kolejnym wykresem potwierdzającym problemy Herbalife jest współczynnik EPS (zysk przypadający na 1 akcję). Współczynnik ten rósł nieprzerwanie od 2005 roku, aż do 2014. Na wzrost wpływała zarówno rosnąca zyskowność spółki, jak i mniejsza ilość akcji (efekt skupu). Od początku 2014 roku jednak widać załamanie zysków, co jest efektem m.in. przytłaczającego długu.

PODSUMOWANIE

Skup własnych akcji był w ostatnich latach domeną firm praktycznie na wszystkich rynkach. Znaczne zwiększenie długu przełożyło się pozytywnie na wyceny indywidualnych akcji. W długim terminie dług zaciągnięty w rozpadających się walutach zapewne zostanie zdewaluowany. Nim jednak do tego dojdzie wiele firm, które przesadziły ze skupem akcji może spotkać podobny los do opisywanej wyżej Herbalife.

Autorstwo: Zespół Independent Trader

Źródło: [Independent Trader](#)