

Virksomhedsaktiviteter og værdiskabelse.

Erindrer fra kapitel 1, at virksomheder er involveret i tre former for aktiviteter, der er generiske for alle virksomheder: finansieringsaktiviteter, investeringsaktiviteter og driftsaktiviteter. Spørgsmålet er hvilke er disse aktiviteter, der skaber værdi?

Økonomens svar vil være, at det er investerings- og driftsaktiviteterne, der skaber værdi ved at virksomheden arbitrerer i produkt- og faktormarkederne i henhold til dens forretningsmodel. Finansieringsaktiviteterne, der involverer transaktioner, der rejser kapital fra investorerne og returnerer kontanter til dem, er selvfølgelig nødvendige for at kunne drive en virksomhed. Men den almindelige holdning blandt finansielle økonomer er, at disse aktiviteter ikke skaber værdi. Finansieringstransaktioner er med andre ord NPV-neutrale. Dog eksisterer der en række undtagelser. Nedenfor betragter vi transaktioner med henholdsvis aktionærer og gældsfordringshavere.

Egenkapitalfinansieringsaktiviteter

Aktieudstedelse i efficiente markeder. Betragt en virksomhed med 120 mio. udstående aktier, der udsteder 10 mio. nye aktier til en markedspris på 42 kr. per aktie. Hvad sker der med prisen per aktie? Markedsværdien af egenkapitalen forud for udstedelsen var $120 \times 42 = 5.040$ mio. kr. Udstedelsen forøger markedsværdien med $10 \times 42 = 420$ mio. kr., der samlet leder til 5.460 mio.kr. Da der nu udstår 130 mio. aktier er prisen per aktie uforandret 42 kr. Værdien af aktionærernes fordring er den samme. De samlede investeringer i virksomheden stiger, men de har ikke bidraget med nogen værdi. Denne observation fortæller os, at vi altid skal betragte værdien per aktie. Værdiskabelse er et spørgsmål om at forøge værdien per aktie - ikke den samlede værdi.

Antag, at den samme virksomhed skulle udstede 10 mio. aktier men til en pris på 32 kr. per aktie fremfor markedsprisen på de 42 kr. Denne udstedelse forøger markedsværdien med $10 \times 32 = 320$ mio. kr., der samlet leder til 5.360 mio. kr. Med værdien per aktie efter udstedelsen er nu 41,23 kr. Har denne transaktion berørt

aktieværdien? Ja da! De nuværende aktionærer har tabt 77 øre per aktie. Deres andel er blevet udvandet: værdien per aktie er faldet.

Disse to scenarier illustrerer et vigtigt princip: Udstedelse af aktier til markedsværdi berører ikke aktionærernes formue, men udstedelse af aktier til en underkurs eroderer deres formue. I en værdiansættelse kan vi ignorere aktieudstedelser, der finder sted til markedskursen, men vi kan ikke se bort fra udstedelser til en pris under markedsprisen. Sidstnævnte finder for eksempel sted, når der udstedes aktier i forbindelse med udnyttelse af tegningsoptioner (warrants) som en del af aflønningen til ledelsen og de ansatte. Såfremt vi ignorerer disse transaktioner, vil vi overse et værditab.

Effekten fra at udstede aktier til markedskursen er forskellig fra at annoncere, at en aktieudstedelse vil finde sted. Ofte vil annonceringen forud for en udstedelse overføre information om værdien af virksomheden og dens fremtidsudsigter, hvilket bevirker at markedsprisen ændrer sig. Men denne effekt – ofte benævnt *signaleffekt* – er skabt gennem ny information og ikke ved selve udstedelsen.

Aktieudstedelse i inefficiente markeder. Det generelle synspunkt omkring finansieringseffekterne forudsætter, at markedsprisen på aktierne afspejler deres værdi, det vil sige, at aktiemarkedet er efficient. Er dette tilfældet, er den modtagne værdi lig den afgivne værdi på begge sider af transaktionen. Men hvis aktierne er forkert prisfastsat kan den ene part tabe på bekostning af den anden. Såfremt ledelsen qua informationsasymmetri ved, at virksomhedens aktier er overvurderet i markedet kan den vælge at udstede aktier. De nye aktionærer betaler markedsprisen, men får mindre i værdi. De eksisterende aktionærer modtager mere værdi end de afgiver, hvorfor de vinder. Af denne grund er annoncering af aktieudstedelser ofte mødt som 'dårligt nyt', hvorfor aktiekursen falder. Værdioverførslen kan kun finde sted i et inefficielt marked eller i et marked, hvor ledelsen har overlegen information omkring virksomhedens fremtidsudsigter.

Aktietilbagekøb. Aktietilbagekøb er det modsatte af aktieudstedelser. Aktietilbagekøb til markedsprisen berører derfor ikke værdien per aktie, mens aktietilbagekøb til en pris højere end markedsprisen (skulle de finde sted) gør. Men som i tilfældet med aktieudstedelser kan ledelsen time aktietilbagekøb når de kan se, at markedsprisen er lavere den fundamentale værdi. I dette tilfælde vil de aktionærer, der vælger at sælge deres aktier tabe, mens de der beholder deres aktier vinder. Af denne grund ses annoncering af aktietilbagekøb ofte som et signal på, at aktien er undervurderet, hvilket leder til en stigende aktiekurs.

Udbytter. Udbytter er en del af afkastet fra at investere i aktier, hvorfor det er fristende at betragte dem som værdi for aktionærerne. Engang var fundamentalanalytikere af den opfattelse, at højere dividendeudbetalinger var lig med en højere værdi, men moderne finansieringsteori ser anderledes på det. Udbytter er ikke altid, hvad de fremstår som.

Ifald en virksomhed udbetaler en krone i udbytte får aktionæren en krone. Med der er nu en krone mindre i virksomheden, hvorfor værdien af virksomheden falder med en krone. Aktionærerne modtager en krone i udbytte, men kan nu sælge deres aktie for en krone mindre. Udbyttebetalingen har ikke stillet dem bedre, den skaber ikke værdi. Sagt med andre ord er investors samlede afkast ikke berørt. Afkastet består af en udbyttebetaling samt en kursgevinst. En udbyttebetaling forøger afkastet, men da kursgevinsten reduceres med et tilsvarende beløb, forbliver det samlede afkast uforandret.

Du har givetvis hørt disse argumenter i form af det såkaldte **udbytte irrelevansbegreb** eller som M&Ms udbytteteorem efter de to professorer, der fremsatte argumenterne Merton Miller og Franco Modigliani. Nogle investorer kan tænkes at foretrække udbytter, fordi de har behov for kontanter, men de kan sælge nogle af deres aktier og på den måde konvertere kursgevinster til kontanter. Andre investorer ønsker ikke udbytter; de kan opnå dette gennem at købe aktier med de kontanter de har modtaget

i form af udbytter. Muligheden for at selv at lave, hvad der benævnes '**hjemmelavet udbytter**', betyder, at investorerne er indifferente overfor, hvorvidt deres afkast kommer i form af udbytter eller kursgevinster. Såfremt investorerne har en præference for udbytter kan virksomheden skabe disse uden at det berører virksomhedens investeringer gennem at optage lån med sikkerhed i disse investeringer og anvende provenuet til at udbetale udbytter. Det er klart, at såfremt virksomheden giver afkald på projekter med positive nutidsværdier, vil det nedbryde værdi. Men givet adgang til finansiering vil en fornuftig ledelse optage lån eller udstede aktier for at kunne udbetale udbytter fremfor at likvidere gode investeringer.

Hjemmelavet udbytter og låntagning involverer selvfølgelig nogle transaktionsomkostninger, men disse kan normalt ignoreres givet den unøjagtighed vi typisk oplever i forbindelse med at beregne værdi. Ifald hjemmelavet udbytter vanskeliggøres af illikviditet i aktiemarkedet (for eksempel for en ikke-noteret virksomhed) kan manglende udbytter for en investor, der ønsker udbytter reducere værdien af hans investering. Denne værdieffekt benævnes **likviditetsrabat** (i forhold til værdien af en tilsvarende likvid investering). Den selvsamme investor vil imidlertid ikke forlange en likviditetsrabat, hvis han kan skabe sig adgang til kontanter gennem at optage lån med sikkerhed i aktierne. På samme måde som en virksomhed kan optage lån og udbetale provenuet i udbytter (og ikke berøre værdien af investeringer), da kan aktionærerne optage lån og få kontanter (uden at berøre værdien af aktierne).

På samme måde som aktieudstedelser og aktietilbagekøb kan annoncering af udbyttebetalinger tænkes at formidle information, der indvirker på aktiekursen. Stigende udbyttebetalinger modtages ofte som godt nyt og en indikation på, at virksomheden i fremtiden vil skabe større overskud, mens beskæring i udbyttebetalingerne modtages som dårlig nyt. Disse informationseffekter – benævnt udbytte signal effekter – finder sted, når udbyttebetalinger annonceres. Udbytte irrelevansbegrebet siger, at udbyttebetalingerne i sig selv ikke vil berøre aktionærernes formue når udbytter går fra (ex-dividend).

Nogle argumenterer, at udbyttebetalinger kan lede til tab af værdi for aktionærerne, såfremt de beskattes hårdere end kursgevinster. Dette har selvfølgelig ingen konsekvens for investorer, der fritages for beskatning, men den skattepligtige investor kan tænkes at skulle betale mere i skat fra udbyttebetalinger og vil derfor foretrække at få afkastet i form af kursgevinster. Det følger heraf, at en udbytteskattepligtig investor vil betale mindre for en aktie, der udbetaler udbytte for at opnå det samme afkast fra en tilsvarende aktie, der ikke udbetaler udbytte, men hvor afkastet består af en kursgevinst. Andre argumenterer, at markedspriserne ikke kan være lavere for udbyttebetalende aktier, hvis ikke-skattepligtige investorer dominerer markedet. En lavere pris, der leder til det samme efter-skat afkast for en udbytteskattepligtig investor som afkastet uden udbytter vil lede til en arbitragemulighed for den ikke-skattepligtige investor og udnyttelse af denne mulighed vil drive prisen op så afkastet bliver det samme som en aktie, der ikke betaler udbytte. Det følger heraf, at udbyttebetalinger ikke har nogen effekt på priser eller værdier. Du rådes til at studere en lærebog i corporate finance for disse argumenter.

I lærebogen accepteres formodningen om, at 'udbytter er irrelevante' og værdien beregnes i overensstemmelse hermed. Den investor, der forventer at betale skat fra udbyttebetalinger bør reducere før-skat værdien, der beregnes i lærebogen med nutidsværdien af de forventede skattebetalinger (hun kan også overveje at investere i en lignende aktie, der ikke udbetaler udbytte). Den tilpassede værdiansættelse involverer skatteplanlægning, fordi investor skal overveje, hvorledes skat på udbyttebetalinger kan undgås eller udskydes ved at holde højt udbyttebetalende aktier i pensionsfonde. Tilsvarende kan værdiansættelsen tilpasses likviditetsrabatter.

Gældsfinansieringsaktiviteter

De fleste virksomheder accepterer lånemarkederne som værende efficiente og udsteder og køber gældsfordringer (obligationer) til deres markedsværdi, hvorfor de ikke skaber værdi (udover det krævede risikojusterede afkast). Undtagelsen er finansielle institutioner som banker, der kan foretage udlån til en højere rente end de optager lån til. De skaber værdi som finansielle formidlere i kapitalmarkedet. Virksomheder, der lever af at arbitrere i obligationer kan skabe værdi, såfremt de kan finde forkert prisfastsatte obligationer.

I gældsfinansieringsaktiviteter virksomheder optager lån for at skaffe kapital. De er ikke i markeder for obligationsarbitrage, hvorfor de accepterer markedsprisen som fair når de udsteder gældsfordringer. Transaktionen skaber med andre ord ikke værdi.

Virksomheder får, hvad den betaler for hverken mere eller mindre. Såfremt virksomheder udsteder gældsfordringer får den et kontantbeløb nøjagtigt svarende til nutidsværdien af, hvad den forventes at tilbagebetale. Ifald virksomheden optager et banklån får den et kontantprovenu til nutidsværdien af de renter og afdrag den over tid skal tilbagebetale til den gældende rentesats. I fagsproget inden for moderne finansieringsteori siges **gældsfinansiering at være irrelevant** med hensyn til værdien af virksomheden. Der er alene tale om en transaktion på markedsvilkår til at skaffe midler til brug i driften.

Nogle argumenter, fordi renter på gæld skattemæssigt er fradragsberettigede leder optagelse af gæld til en skattefordel som aktionærer ikke opnår i deres skattepligtige indkomst, hvorfor det skaber værdi for aktionærerne. Problemkredsen er kontroversiel og du bør konsultere en lærebog inden for corporate finance for en gennemgang af argumenterne. Såfremt argumentet accepteres kan værdien af skatteskjoldet tillægges når virksomheden værdiansættes.

Investerings- og driftsaktiviteter

Værdiskabelsen i en virksomhed kan tilskrives mange faktorer – know how, dygtig ledelse, varemærkeanerkendelse, overlegen teknologi m.m. Grunden for disse faktorer er gode ideer. Dygtige entreprenører opbygger gode virksomheder og en dygtig entreprenør er én med gode ideer. Men ideer er vage ligesom ovennævnte faktorer er det, og det er vanskeligt at se værdien af gode ideer uden at være mere konkret. Værdien af ideer konstateres fra, hvad virksomheder gør. Det virksomheder gør, er at engagere sig i investerings- og driftsaktiviteter.

Investeringsaktiviteterne gør som bekendt brug af de penge, der er overdraget til virksomheden i finansieringstransaktionerne for at investere i de nødvendige aktiver for at gennemføre den planlagte forretningsmodel. Et projekt (forretningside) med en positiv netto nutidsværdi skaber værdi. Værdi er foregribende: den er baseret på forventede fremtidige nettoindbetalinger fra at investere. Men der skal være en opfølgning og driftsaktiviteterne er opfølgningen. Driftsaktiviteterne gør brug af investeringerne til at producere salgbare varer og tjenesteydelser og det er dette salg, der realiserer den forventede værdi fra investeringerne. Helt grundlæggende kan ikke virksomhed ikke skabe værdi uden at finde kunder, der vil købe dens produkter og den modtagne værdi er den værdi kunderne er villige til at betale for produktet. Netto værditilvæksten i driften er den modtagne værdi fra kunderne fratrasket den værdi virksomheder afstår for at forsyne kunder med produkter. Det gælder derfor, at investeringer skaber værdi, men den forventede værdi bestemmes gennem at budgettere det succesfulde ved investeringerne i at skabe værdi i driften.