

Stordrift, information og finansielle markeder

Professor Michael Møller, Institut for Finansiering

I forbindelse med fusionsovervejelser skal der foretages rentabilitetsovervejelser. De tre mest anvendte typer af rentabilitetsovervejelser er:

1. Nutidsværdiberegninger
2. P/E-beregninger
3. P/IV-beregninger.

Nutidsværdiberegninger sammenligner den diskonterede værdi af de fremtidige betalingsstrømme med og uden fusionen. Price-earnings-beregninger (P/E) anvendes ved sammenligning af indtjeningen per aktie med og uden fusionen (P = aktiekurs, E = nettooverskud efter skat per aktie). Pris-indreværdi-forholdet (P/IV) anvendes ved sammenligning af forholdet mellem kurs og indreværdi per aktie før og efter fusionen (P = kurs per aktie, IV = indre værdi per aktie).

Ofte anvendes sådanne beregninger på en ganske vildledende måde, når de anvendes til beregning af rentabiliteten af en fusion. Dette skal belyses med nogle få eksempler.

Antag f.eks., at en virksomhed tjener 100 mill. kr. om året, og at dette overskud forventes at vokse med 5% om året. Umiddelbart ser det ud som en attraktiv investering. Virksomheden reinvesterer hele det årlige overskud. En hurtig beregning vil vise, at investering i denne virksomhed er den rene ruin. Er afkastkravet 10% for den risiko, der er tale om, bliver virksomheden mindre og mindre værd, jo længere tid der går. Selvom det ofte

gøres, er det selvfølgelig fejlagtigt at beregne virksomhedens værdi som nutidsværdien af de fremtidige overskud. Herved sker der dobbeltregning, idet en del af dette overskud er selvfinansieret ved henlæggelse af tidligere års overskud.

Antag, som et andet eksempel, at virksomheden »cenglom« er karakteriseret ved følgende data:

indtjening efter skat	10 mill. kr.
egenkapitalens markedsværdi	400 mill. kr.
nominelle aktiekapital	100 mill. kr.

d.v.s. aktiekurs = 400, indtjening per aktie = 10 kr. og $P/E = 40$.

Antag nu, at »Cenglom« køber en mindre virksomhed med følgende data:

markedsværdi	200 mill.kr.
indtjening	10 mill. kr.

Efter fusionen, som finansieres med 50% forøgelse af aktiekapitalen, vil »Cenglom« være karakteriseret ved følgende data (forudsat ingen synergi):

markedsværdi	600 mill. kr.
aktiekapital	150 mill. kr.

indtjening pr. aktie $\frac{20}{150} \times 100 = 13,33$

Essensen af dette regnestykke er, at fusioner

bevirker, at virksomhedens indtjening per aktie vokser med 33,3%.

En virksomhed, der følger denne strategi, vil således kunne fremvise vækst i indtjeningen per aktie. Det vil se ud som om, der er tale om en vækstvirksomhed, der skal vurderes højt af aktiemarkedet. I virkeligheden er der snarere tale om det modsatte.

Virksomhedens vækst i indtjeningen per aktie fremkommer ved, at den fusionerer med andre virksomheder, hvis P/E er lavere end dens egen P/E. Det første spørgsmål, man må stille sig, er, hvordan disse andre virksomheder har lavere P/E. Det må skyldes, at deres indtjening har lavere kvalitet, d.v.s. større risiko eller ringere vækstmuligheder. I stedet for den kraftige vækst, det umiddelbart ser ud til, er det derfor snarere sandsynligt, at virksomhedens reelle vækstmuligheder er blevet stærkt reducerede.

Det er imidlertid utroligt svært at udskille det reelle lavere vækstpotentiale fra den tilsyneladende stærke faktiske vækst i indtjeningen. De fejlvurderinger, der kan ske, kan være endog overordentlig store.

Det har i perioder været en særdeles populær strategi på denne måde at genere vækst i indtjeningen per aktie ved at fusionere med virksomheder med lavere P/E. Det kan ske, som det ofte har været tilfældet, ved at højteknologivirksomheder fusionerer sig ind i servicesektoren. Eller det kan, som der har været udbredt i Danmark, ske ved at virksomhederne investerer i store obligationsbeholdninger med stort løbende afkast og ingen vækstmuligheder.

Finansiell omfordeling

Det fremhæves ofte, at der er stordriftsfordele i forbindelse med finansiering, og dette anvendes som begrundelse for fusioner. Denne

argumentation er i det store og hele vildledende. Det er rigtigt, at transaktionsomkostningerne spiller en relativ mindre rolle for store lån end for mindre lån. Det er også rigtigt, at »storhed« under visse omstændigheder kan give adgang til nye og billige finansieringskilder, f.eks. direkte emission af commercial papers i stedet for at anvende banksystemet. Det, der normalt tænkes på, er imidlertid, at store virksomheder qua deres størrelse i almindelighed kan låne billigere end små virksomheder. Argumentet er nogenlunde som illustreret i følgende eksempel.

Virksomhed A har et lån på 100 mill. kr.
til 10% i rente

Virksomhed B har et lån på 100 mill. kr.
til 10% i rente

Nu fusioneres de to virksomheder, og den nye virksomhed har således et lån på 200 mill. kr. Alt andet lige vil obligationsejernes sikkerhed være blevet forøget. Långiverne til virksomhed A har nu også sikkerhed i virksomhed B's indtjening og vice versa. Altså, lyder argumentationen, vil den fusionerede virksomhed være i stand til at låne til en lavere rente end 10%, da risikoen er blevet reduceret.

Dette er for så vidt rigtigt nok. Det, der »glemmes«, er imidlertid, at långiverne bliver stillet bedre på bekostning af aktionærerne. Aktierne i virksomhed A er blevet mindre værd, da de nu også hæfter for virksomhed B's gæld, og vice versa.

Totalt set, hvis de finansielle markeder er perfekte, er virksomhedernes værdi uændrede. Der er derimod sket en omfordeling fra aktionærer til långivere ved fusionen.

Er der ingen synergieffekter, vil fusionen derfor ikke være attraktiv set fra et aktionærssynspunkt. Er synergieffekterne posi-

tive, men moderate, vil de kunne overskygges af aktionærernes fordelingsmæssige tab. D.v.s. fusioner, der er for så vidt samfundsøkonomisk er attraktive, vil ikke blive foretaget eftersom det jo er aktionærerne, der har beslutningsretten vedrørende fusioner.

Man kan også tænke sig den modsatte situation. Ved et LBO (leveraged buy out) øges virksomhedens gældsandel. Er der ingen restriktioner på tidligere udstedte virksomhedsobligationer, vil disse blive mindre værd i takt med, at virksomhedens gældsandel øges. Aktionærerne beriges altså på långivernes bekostning. Ved en af de største takeovers, opkøbet af Nabisco, reduceredes obligationernes værdi således meget væsentligt.

Stordrift og information

Et væsentligt formål med finansielle markeder er at genere information om virksomhedens indtjening og effektivitet. Et af problemerne ved stordrift er, at det bliver vanskeligere at finde noget at sammenligne med. Er der kun ét svineslagteri, kun ét telefonselskab etc., bliver det vanskeligere at vurdere, om de, der er ansvarlige for ledelsen, gør det godt nok. Dette er et klart problem inden for brancher med klare stordriftsfordele. Der kan herved være tale om at anvende en løsning med flere virksomheder, trods den manglende udnyttelse af stordriftsfordele, for at sikre konkurrence og mulighed for at sammenligne de forskellige virksomheders effektivitet. Dette kræver imidlertid en egentlig regulering af markedsforholdene, hvis stordriftsfordelene er markante. Og er stordriftsfordelene markante, er omkostningerne ved ikke at udnytte dem også markante.

Konklusioner

1. Den måde, traditionelle rentabilitetsovervejelser anvendes på, giver ofte anledning

til misledende konklusioner (man får de konklusioner, man gerne vil have – d.v.s. ledelsen gerne vil have).

2. Der er ingen væsentlige stordriftsfordele ved selve finansieringen.
3. Finansieringsmæssige omfordelinger mellem långivere og aktionærer påvirker (uhensigtsmæssigt) fusionsovervejelser (samfundsøkonomisk attraktive fusioner vil ikke blive gennemført, eller ikke-attraktive fusioner vil blive gennemført).
4. Stordrift har helt klart nogle informationsmæssige omkostninger. Det bliver vanskeligere at vurdere, hvor godt virksomheden gør det. De negative økonomiske konsekvenser heraf kan meget vel være væsentligt større end eventuelle økonomiske fordele ved stordrift.