

Stor international undersøgelse viser, at der er markante forskelle i investorerne forrentningskrav til investeringer i Danmark

Af Jens Wrang

Der kan være meget store forskelle i den værdi en virksomhed ansættes til, alt efter hvem der foretager værdiansættelsen. Én årsag hertil er, at der er stor forskel på det mindstekrav, investorerne stiller til forrentning af risikovillig kapital. En stor international undersøgelse viser således, at der i 2017 blandt professionelle investorer var 3,6%-point forskel mellem det laveste og det højeste mindstekrav til forrentning af egenkapital ved investeringer foretaget i Danmark.

Kendskab til det gennemsnitlige forventede forrentningskrav er værdifuldt

Kravet til afkastet af en investering i en virksomhed fastlægges af den enkelte investor, inden investeringen foretages. Hvis en investors krav til afkast er højere, end det andre investorer gennemsnitligt stiller, så risikerer den krævende investor at gå glip af en god investering. Og omvendt, hvis kravet er lavere, så vil investeringen sandsynligvis give et lavere risikojusteret afkast end andre investeringer. Det kan derfor være værdifuldt at have en god fornemmelse for, hvad andre investorers gennemsnitlige forrentningskrav er.

Store forskelle i investorerne forrentningskrav

I en spørgeskemaundersøgelse foretaget i marts 2017 af Fernandez et al.¹ har 1.874 økonomer og professionelle investorer oplyst, hvilken markedsrisikopræmie og hvilken risikofri rente der anvendes i 2017 i fastsættelsen af mindstekravet til afkastet af investeret egenkapital. Svarene fra undersøgelsen omfatter 41 lande, og for udvalgte vestlige lande er svarene i undersøgelsen som angivet i Tabel 1.

Tabel 1. Krav til forrentning af egenkapital i 2017 opdelt på risikofri rente og markedsrisikopræmie

Tal er gennemsnit af svar	USA	England	Tyskland	Norge	Sverige	Danmark
Risikofri rente	2,5%	2,2%	1,4%	2,3%	1,7%	1,6%
Markedsrisikopræmie	5,7%	5,9%	5,7%	6,1%	6,8%	6,1%
Forrentningskrav i alt	8,2%	8,1%	7,1%	8,4%	8,5%	7,7%

Kilde: Undersøgelsens tabel 2 og 3.

Svarene for så vidt angår den risikofri rente, er sandsynligvis et resultat af det daværende renteniveau i det enkelte land, men på trods af observérbarheden af de risikofri (obligations-) renter, er variationen i svarene for det enkelte land forholdsvis stor. Det kan skyldes, dels at der spørges til renten, der påtænkes anvendt i hele 2017, som jo vil være et subjektivt estimat, og dels at nogle respondenter tager udgangspunkt i en kort rente, mens andre anvender en risikofri rente med længere horisont.

Markedsrisikopræmien for de udvalgte vestlige lande er forholdsvis ens. Der er dog store variationer i den markedsrisikopræmie som respondenterne anvender for det enkelte land, og selvom variationen kan synes stor for Danmark, jf. nedenfor, er variationen i de afgivne svar for de øvrige viste lande endnu større.

Til sammenligning blev markedsrisikopræmien i 2017 af A. Damodaran², på basis af forholdet mellem det aktuelle S&P 500 kursniveau og de forventede fremtidige ændringer heri (den implicitte markedsrisikopræmie), estimeret til 5,08% for USA, et resultat, som iflg. Damodaran, også var gældende for Danmark.

Undersøgelsens resultater for Danmark

Fernandez et al.s undersøgelse indeholder 81 svar vedr. Danmark. Svarene er opsummeret i Tabel 2.

Tabel 2. Summarisk statistik for 81 svar vedr. Danmark

	Middel	Median	Std.afvg.	Std.fejl	Maks.	Min.
Risikofri rente	1,57%	1,93%	1,06%	0,12%	4,00%	0,10%
Markedsrisikopræmie	6,07%	6,25%	0,79%	0,09%	8,05%	4,00%
Forrentningskrav i alt	7,64%	7,28%	0,92%	0,10%	9,50%	5,92%

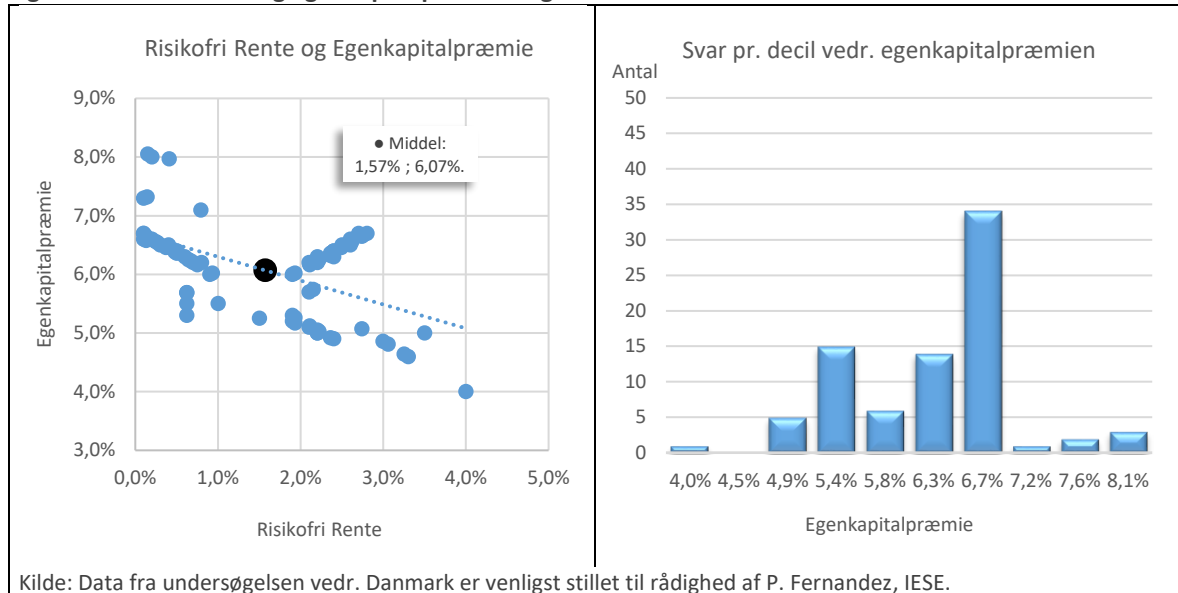
Som det fremgår af Tabel 2, var respondenternes gennemsnitlige krav til forrentning af investeret egenkapital i Danmark i 2017 7,64%, hvoraf risikopræmien udgør 6,07%.

¹ Fernandez, P. et al. (2017); Discount Rate (Risk-Free and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2017: a survey; IESE working paper, April 2017.

² Se <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

Som det fremgår af Figur 1, dækker gennemsnittet over store forskelle i svarene. Således er det højeste krav til risikopræmien angivet til at være 8,05% og det mindste til 4,00%. 66,7% angiver en risikopræmie, der ligger mellem 5,35% og 6,70%. Halvdelen angiver en risikopræmie, der er større end 6,25%, og det kan synes som om respondenterne er delt i to grupper; én med et krav til risikopræmien, der gennemsnitligt ligger i niveauet 5,40%, og én, der gennemsnitligt stiller krav om en risikopræmie i niveauet 6,70%.

Figur 1. Risikofri rente og egenkapitalpræmie angivet i svarene vedr. Danmark



For Danmark foretager PwC løbende en lignende spørgeskemaundersøgelse, og for 2015³ var det gennemsnitlige svar fra 17 respondenter, at de anvendte en markedsrisikopræmie på 5,6% (min. 4,5% og maks. 8,0%), et resultat, som altså ligger forholdsvis tæt op ad Fernandez et al.s resultat for 2017.

Som nævnt er den implicitte markedsrisikopræmie estimeret til 5,08% af A. Damodaran i 2017, hvilket er noget lavere end respondenternes gennemsnitlige svar i de to spørgeskemaundersøgelser, og også i historisk perspektiv synes respondenternes krav til risikopræmie at være høj. Risikopræmien er således i en analyse af N. Saabye (2003)⁴ af realiserede afkast i perioden 1970 – 2002 for et stort udvalg af aktier noteret på Københavns Fondsbørs estimeret til at være 5,2%, og er af Risager og Nielsen (2001)⁵, der undersøger afkast i perioden 1924 – 1999, estimeret til at være 4,1%, mens den af Engsted og Tangaard (1999)⁶, der undersøger afkast i perioden 1922 – 1996, er estimeret til at være 3,7%.

Som nævnt indledningsvis, kan det være omkostningsfyldt for en investor at stille for høje krav lige såvel som det kan være omkostningsfyldt at stille for lave krav til forrentningen af den investerede kapital.

Hvis mindstekravet til risikopræmie er (for) lavt, så risikerer investor at investere for meget og for dyrt, og dermed at opnå en forrentning, der er mindre end den gennemsnitlige risikojusterede egenkapitalforrentning, det er muligt at opnå i markedet.

Hvis omvendt mindstekravet til risikopræmie a priori sættes (for) højt (og det tyder de historisk realiserede risikopræmier på, at en meget stor del af respondenterne i Fernandez et al.s undersøgelse gør), så risikerer investor at gå glip af investeringer, der kunne have givet en risikojusteret egenkapitalforrentning på niveau med markedsgennemsnittet. I stedet risikerer investor at måtte nøjes med den forrentning, der kan opnås ved en risikofri investering eller at foretage investeringer, der er mere risikofyldte, end ønsket er, for at opnå det høje afkast.

Uanset, kan det altså være værdifuldt at have en god fornemmelse for, hvad markedets gennemsnitlige forventede risikopræmie og dermed forrentningskrav aktuelt er, så man som investor ikke risikerer, hverken at købe for dyrt eller at lade en god investering gå sin næse forbi.

³ PwC; Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis; PwC, februar 2016.

⁴ Saabye, Niki; Risikopræmien på aktier; Danmarks Nationalbanks Kvartalsoversigt nr. 1, 2003.

⁵ Nielsen, S. & Risager, O. (2001); Stock returns and bond yields in Denmark, 1922-99; Working Paper 3-2001, Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København.

⁶ Engsted, T. & Tangaard, C. (1999), Risikopræmien på danske aktier, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1999, Bind 137.