



BS ritgerð
í viðskiptafræði

Ríkisábyrgð á fjárhagsskuldbindingum
Landsvirkjunar

Á að afnema ríkisábyrgð af skuldbindingum Landsvirkjunar?

Karitas María Lárusdóttir

Leiðbeinendur: Davíð Ólafur Ingimarsson og Sveinn Agnarsson

Viðskiptafræðideild

Júní 2013



HÁSKÓLI ÍSLANDS

Ríkisábyrgð á fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar
Á að afnema ríkisábyrgð af fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar?

Karitas María Lárusdóttir

Lokaverkefni til BS-gráðu í viðskiptafræði

Leiðbeinendur: Davíð Ólafur Ingimarsson og Sveinn Agnarsson

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2013

Ríkisábyrgð á fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar.

Ritgerð þessi er 12 eininga lokaverkefni til BS prófs við
Viðskiptafræðideild, Félagsvísindasviði Háskóla Íslands.

© 2013 Karitas María Lárusdóttir

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Svansprent ehf

Reykjavík, 2013

Formáli

“Á að afnema ríkisábyrgð af fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar?” er 12 eininga (ECTS) lokaritgerð til BS-gráðu í stjórnun og forystu við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Viðfangsefni ritgerðarinnar er ríkisábyrgð á skuldbindingum Landsvirkjunar. Ástæðan fyrir því að höfundur valdi þetta ritgerðarefni er vegna þess hve ríkisábyrgð hefur almennt séð verið mikið í umræðunni. Til dæmis eftir mikið tap á starfsemi Íbúðalánasjóð, sem lent hefur á skattgreiðendum landsins og fjárhagslegir erfiðleikar Orkuveitu Reykjavíkur sem hafa haft í för með sér neikvæðar afleiðingar fyrir eigendur. Með þetta í huga fannst höfundi áhugavert að velta því upp hvort ríkisábyrgð ætti að vera á fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar.

Ritgerðin er unnin í samræmi við reglugerð og almennar kröfur Háskóla Íslands varðandi lokaritgerðir til B.S. prófs.

Höfundur vill koma á framfæri þökkum til allra þeirra sem veittu honum aðstoð á einn eða annan hátt við vinnu á ritgerðinni. Sérstakar þakkir fær leiðbeinandi höfundar Davíð Ólafur Ingimarsson, yfirmaður lánamála hjá Landsvirkjun og stundakennari við Háskóla Íslands. Eins þakkar höfundur Benedikt Kjartani Magnússyni og Elmari Hallgríms Hallgrímssyni fyrir gagnlegar ábendingar og jafnframt Hönnu Guðnýju Ottósdóttur fyrir prófarkalestur ritgerðar. Þeir viðmælendur sem tóku þátt í rannsókninni fá einnig sérstakar þakkir fyrir að gefa sér tíma til að taka þátt. Síðast en ekki síst þakkar höfundur fjölskyldu og vinum fyrir einstaka þolinmæði og stuðning síðustu misseri.

Útdráttur

Landsvirkjun er í eigu íslenska ríkisins og því er það þjóðinni, sem og fyrirtækinu, mikilvægt að ekki séu teknar áhættur sem bitni síðar á skattgreiðendum landsins. Fram til dagsins í dag hefur Landsvirkjun tekið fjölmörg lán til að fjármagna fjölda stórra og fjármagnsfrekra verkefna. Í útistandandi lánasamningum Landsvirkjunar, sem og skuldabréfaútgáfum fyrirtækisins, eru ákvæði þess efnis að fyrirtækið sé í 100% eigu íslenska ríkisins. Þar sem fyrirtækið er í ríkiseigu eru til staðar pólitísk áhrif á starfsemi fyrirtækisins. Flest allar fjárhagslegu skuldbindingar Landsvirkjunar eru með ábyrgð frá ríkissjóði en markmið þessarar rannsóknarverkefnis er að skoða hvort möguleiki sé að breyta núverandi skuldbindingum með það að leiðarljósi að afnema ríkisábyrgð af þeim eða jafnvel afnema ríkisábyrgð á framtíðarskuldbindingum fyrirtækisins. Til að rannsaka og kanna möguleika fyrirtækisins á afnámi ríkisábyrgðar kynnti höfundur sér starfsemi fyrirtækisins vel. Að sama skapi voru skoðaðar þær fjármögnunarleiðir sem eru í boði fyrir fyrirtæki eins og Landsvirkjun, sem þarf mikið fjármagn fyrir verkefni og hvernig ríkisábyrgð væri háttað hér á landi. Þess til aðstoðar við að finna svör og leiðir ræddi höfundur við ýmsa aðila. Þeir sem aðstoðuðu höfund einna mest voru þeir Davíð Ólafur Ingimarsson yfirmaður lánamála hjá Landsvirkjun, Hafsteinn Hafsteinsson hjá Seðlabanka Íslands (Ríkisábyrgðarsjóði), Sigurður Thoroddsen lögfræðingur hjá Seðlabanka Íslands (Ríkisábyrgðarsjóði), Sturla Jóhann Hreinsson yfirmaður starfsmannamála hjá Landsvirkjun og Benedikt Kjartan Magnússon, meðeigandi og stjórnandi KPMG á Íslandi.

Fræðilegi hluti ritgerðarinnar er um fjármagnsskipan fyrirtækja, og kenningar Modigliani og Miller er varða hagkvæmustu samsetningu á fjármagnsskipan fyrirtækja. Úr þeim upplýsingum sem höfundur safnaði og kannaði, var komist að niðurstöðu sem tilgreind er í lok ritgerðarinnar, og er álit hans að Landsvirkjun ætti áfram að njóta ríkisábyrgðar þar til fyrirtækið væri orðið nægilega sterkt fjárhagslega til að geta fjármagnað sig án ríkisábyrgðar á hagstæðum kjörum.

Efnisyfirlit

Formáli	4
Útdráttur	5
Efnisyfirlit	6
Myndaskrá	8
Töfluskra	8
1 Inngangur	9
2 Fyrirtækið Landsvirkjun	11
2.1 Ný gildi og stefna	12
2.2 Viðskiptavinir	16
2.3 Aflstöðvar í rekstri og ný verkefni	17
2.4 Eignarhaldsbreytingar	18
2.4.1 Ádeilur um eignarhald Landsvirkjunar	18
2.4.2 Könnun Markaðs- og miðlarannsóknna ehf. um sölu Landsvirkjunar ..	20
3 Fjármagnsskipan fyrirtækja	22
3.1 Kenningar Modigliani og Miller	23
3.1.1 M&M án skatta	24
3.1.2 M&M með fyrirtækjaskatti	27
3.1.3 Gagnrýni á kenningar M&M	29
4 Fjármál Landsvirkjunar	31
4.1 Fjárhagsstaða	31
4.1.1 Eigið fé, skuldir og eiginfjárlutfall	33
4.2 Möguleiki Landsvirkjunar á að auka eigið fé	34
4.3 Lánshæfismat Landsvirkjunar	34
4.3.1 Ábyrgðargjald	36
5 Hvernig á Landsvirkjun að fjármagna ný verkefni?	38

5.1	Fyrri fjármögnun Landsvirkjunar	38
5.2	Verkefnafjármögnun	39
5.3	Verktakafjármögnun.....	41
6	Almennt um ríkisábyrgð	43
6.1	Lánshæfi ríkissjóðs.....	44
6.2	Fyrirtæki hér á landi með ríkisábyrgð.....	46
6.3	Á ríkissjóður Íslands að vera í ábyrgð fyrir skuldbindingar Landsvirkjunar?46	
7	Niðurstöður	48
8	Lokaorð	50
	Heimildaskrá.....	51

Myndaskrá

Mynd 1: Stefnuhús Landsvirkjunar "Herðubreið" (Sturla Jóhann Hreinsson, 2013).....	15
Mynd 2: Þróun væntrar ávöxtunar eigna, eigin fjár og vaxta skulda m.t.t. skuldsetningar.....	26
Mynd 3: Áhrif skuldsetningar á markaðsvirði fyrirtækja út frá tillögum M&M með sköttum.....	28

Töfluskrá

Tafla 1: Lykiltöluyfirlit úr ársreikningi Landsvirkjunar 2012 (Landsvirkjun, 2013).....	32
Tafla 2: Eignir, eigið fé, skuldir og eiginfjárlutfall Landsvirkjunar (Landsvirkjun, 2013).....	33
Tafla 3: Lánshæfiseinkunn á skuldbindingum ríkissjóðs til langs tíma (Seðlabanki Íslands, e.d.).....	45
Tafla 4: Staða ríkisábyrgða í febrúar 2013 (Lánamál Ríkisins, e.d.) ³	46

1 Inngangur

Það getur verið vandasamt verk að ákveða fjármagnsskipan stórra og fjármagnsfrekra verkefna og ekki er endilega ein rétt leið til að gera það í öllum tilvikum. Fyrirtæki þurfa að huga vel að mörgum þáttum við ákvarðanatöku sína og vanda val sitt til að reyna fá sem hagkvæmstu samsetningu fjármagns ef takast á við fjármagnsfrek verkefni. Verkefni sem eru verulega fjármagnsfrek þarf oftast nær að fjármagna með lántöku, skuldabréfaútgáfu eða útgáfu nýs hlutfjár.

Orkufyrirtæki eru dæmi um fyrirtæki sem þurfa mikið fjármagn til að geta ráðist í ný verkefni. Því er áhugavert að athuga fjármögnunarleiðir sem orkufyrirtækin geta farið til að fjármagna kostnaðarsöm verkefni. Í ritgerðinni verður aðallega litið til Landsvirkjunar og mögulegra leiða sem fyrirtækið hefur við fjármögnun nýrra verkefna.

Ríkisábyrgð er nú á fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar og vegna hennar fær fyrirtækið hagstæðari kjör á lántökum sínum. Fyrir ríkisábyrgðina þarf að greiða ákveðið ábyrgðargjald, þ.e. gjald fyrir þann ábata sem hlýst við ríkisábyrgð til að skekkja ekki samkeppnisstöðu annarra fyrirtækja á markaðnum sem ekki njóta hennar. Ríkisábyrgð er mikið í umræðunni, og þá aðallega hvort ríkissjóður eigi að vera í ábyrgð fyrir skuldbindingum fyrirtækja. Í þessari ritgerð verður farið yfir möguleika Landsvirkjunar á því að afnema ríkisábyrgð af fjárhagsskuldbindingum sínum, nú sem og komandi. Rannsóknarspurningar þessarar ritgerðar eru því eftirfarandi:

1. **Á að afnema ríkisábyrgð af fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar?**
2. **Hvernig má afnema ríkisábyrgðina?**
3. **Hvernig getur Landsvirkjun takmarkað ríkisábyrgð í fjármögnun?**
4. **Á að selja hlut í Landsvirkjun?**

Í upphafi ritgerðar verður fjallað almennt um Landsvirkjun, s.s. hvenær fyrirtækið var stofnað, af hverjum og í hvaða tilgangi. Þar verða tekin fyrir núverandi gildi og stefna sem og framtíðarsýn fyrirtækisins. Að sama skapi verður litið til viðskiptamanna þess, núverandi aflstöðva og nýrra verkefna. Litið verður til eignarhaldsbreytinga fyrirtækisins,

allt frá stofnun þess sem og ádeilur um eignarhald fyrirtækisins í komandi framtíð. Þriðji kafli er fræðilegur hluti um fjármagnsskipan fyrirtækja, yfirlit yfir kenningar hagfræðinganna Franco Modigliani og Merton Miller um hagkvæmustu fjármagnsskipan fyrirtækja og þá gagnrýni sem fram hefur komið á þær kenningar. Í fjórða kafla er farið yfir fjármál Landsvirkjunar, eignar- og skuldastöðu þess og þá lánshæfiseinkunn sem fyrirtækið hefur í dag. Fimmti kafli fjallar um nokkrar fjármögnunarleiðir sem Landsvirkjun getur nýtt sér til framtíðar og farið yfir hvernig fyrirtækið hefur fjármagnað sig hingað til. Í sjötta kafla er litið til hinnar almennu ríkisábyrgðar, þ.e. hvernig ríkisábyrgð virkar almennt séð, lánshæfismat ríkissjóðs, fjallað um þau fyrirtæki er njóta ríkisábyrgðar og það ábyrgðargjald sem greiða þarf af ríkisábyrgðum. Að síðustu verður fjallað um hvaða rök lúta með og á móti því að hafa ríkisábyrgð. Í sjöunda kafla þessarar ritgerðar verður efni ritgerðarinnar dregið saman og niðurstöður höfundar settar fram út frá þeim rannsóknarspurningum sem tilgreindar voru hér að ofan.

2 Fyrirtækið Landsvirkjun

Árið 1965 var Landsvirkjun stofnuð af íslenskum stjórnvöldum í þeim tilgangi að nýta betur orkuauðlindir landsins. Stjórnvöld ákváðu að með því að stofna slíkt fyrirtæki gætu þau nýtt betur orkuauðlindir landsins og laðað til sín erlenda fjárfesta í orkufrekan iðnað hérlandis (Landsvirkjun, e.d.). Landsvirkjun var upphaflega félag til helminga í eigu ríkisins og Reykjavíkurborgar. Fyrsti forstjóri fyrirtækisins var Eiríkur Briem en í dag er Hörður Arnarsson forstjóri þess (Landsvirkjun, 2013).

Árið 1966 gerði íslenska ríkið samning við Alusuisse, svissneskan álframleiðanda um byggingu álvers í Straumsvík (Árni Ragnarsson og Þorkell Helgason, 2003). Eitt leiddi af öðru og var Íslenska álfélagið hf. (ÍSAL) stofnað og hófust þá framkvæmdir í Straumsvík. Þremur árum síðar, árið 1969, hófst álframleiðsla á Íslandi en verksmiðjan var ekki vígð formlega fyrr en í maí árið 1970 (Rio Tinto Alcan, e.d.)¹. Fram til ársins 2000 var ÍSAL í eigu svissneska fyrirtækisins Alusuisse, síðar nefnt Algroup, en þá urðu eigendaskipti og eignaðist kanadíska álfélagið ALCAN fyrirtækið (Mannvit, 2002). Í lok árs 2007 keypti alþjóðlega námufyrirtækið Rio Tinto, ÍSAL. Í dag er ÍSAL í eigu RioTintoAlcan, sem er einn stærsti alþjóðlegi álframleiðandi heims (Rio Tinto Alcan, e.d.)².

Stofnun Landsvirkjunar má rekja til þess tilgangs að byggja raforkuver sem gætu selt raforku til stóriðju og séð hinum almenna markaði fyrir raforku á hagkvæmu verði. Fram að þeim tíma hafði rafvæðing á Íslandi verið rekin af ríki og sveitarfélögum en rekstur veitufyrirtækja stóð ekki undir nýframkvæmdum í orkumálum. Við stofnun Landsvirkjunar tók þetta að breytast, virkjanir stækkuðu og sala hófst á raforku og álframleiðslu til iðnaðar. Búrfellsvirkjun var svo fyrsta stórframkvæmd sem Landsvirkjun reisti og markaði upphaf svonefndrar stóriðju á Íslandi (Landsvirkjun, e.d.). Mikið fjármagn þurfti til að reisa Búrfellsvirkjun en um þriðjungur fjármagns til að standa undir framkvæmd Búrfellsvirkjun kom að láni frá Alþjóðabankanum. Sá lánasamningur réði miklu um starfshætti og skipulag Landsvirkjunar. Alþjóðabankinn leit þó á lánið sem innlegg til þróunaraðstoðar á Íslandi. Í kjölfar lántöku Landsvirkjunar hjá Alþjóðabankanum voru lögð fram ýmis ákvæði sem fyrirtækinu bar að fylgja og nokkur þeirra einkenna starfsemi fyrirtækisins enn þann dag í dag. Í ákvæðunum sem bankinn

setti var krafa um að Reykjarvíkurborg og ríkið skyldi hvort um sig eiga helmingshlut í fyrirtækinu. Í samningnum var lögð áhersla á að fyrirtækið yrði sjálfstætt og óháð stjórnvöldum. Til að tryggja öruggt tekjuflæði strax frá stofnun lögðu eigendur Landsvirkjunar Sogsvirkjun inn í fyrirtækið. Á þeim tíma var sú virkjun einn stærsti raforkuframleiðandi landsins. Enn fremur lögðu eigendur fyrirtækisins inn vatnsréttindi í Þjórsá og fleira til Landsvirkjunar. Alþjóðabankinn mótaði bókhald, afskriftarreglu og verðlagningarstefnu fyrirtækisins að vestrænni fyrirmynd. Í henni fólst m.a. að hafa ekki margt starfsfólk og að öll verk fyrirtækisins skyldu vera boðin út á alþjóðlegum vettvangi. Þá átti ráðgjafarverkfræðifyrirtæki að vera fengið til að sjá um verkefnastjórnun og eftirlit yfir verktökum sem tóku að sér virkjunarframkvæmdir (Sigrún Pálsdóttir, 2005).

Stefnan sem Alþjóðabankinn setti og mótaði hefur verið gegnum gangandi hjá fyrirtækinu. Í dag starfa einungis 247 starfsmenn hjá Landsvirkjun sem er engu að síður eitt umsvifamesta fyrirtæki landsins (Landsvirkjun, 2013). Að sama skapi hafa framkvæmda- og fjárhagsáætlanir fyrirtækisins tekist vel til (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 20. janúar 2013).

Landsvirkjun er í dag alfarið í eigu íslenska ríkisins og þar með íslensku þjóðarinnar. Fyrirtækið hefur það hlutverk að hámarka afrakstur þeirra auðlinda sem þeim er treyst fyrir, með sjálfbærri nýtingu, verðmætasköpun og hagkvæmni að leiðarljósi. Markmið fyrirtækisins er verða leiðandi í nýtingu endurnýjanlegra orkugjafa hérlendis. Stjórn fyrirtækisins er skipuð af fjármálaráðherra Íslands til eins árs í senn. Hlutverk stjórnar er að bera ábyrgð á fjármálum og rekstri fyrirtækisins (Landsvirkjun, 2013).

2.1 Ný gildi og stefna

Tilgangur fyrirtækis er oft markaður með því að sett eru fram gildi, hlutverk, framtíðarsýn og markmið. Gildi eru í raun undirliggjandi lögmál og viðmið sem eru leiðbeinandi fyrir stefnu fyrirtækja. Hlutverk er nokkurs konar yfirlýsing, sem á að gefa starfsmönnum og hagsmunaaðilum upplýsingar um hver er megintilgangur og hlutverk fyrirtækis. Framtíðarsýn fyrirtækis er yfirlýsing sem gefur til kynna hvert fyrirtækið er að stefna, hugmynd um árangur og áfangastað í framtíðinni. Markmiðin eru yfirlýsingar um hvaða árangri áætlað er að ná fram og gera að veruleika (Johnson, Whittington og Scholes, 2010).

Landsvirkjun hefur færst frá því að vera framkvæmdadrifið fyrirtækið í þá átt að vera sölu- og markaðsdrifið. Landsvirkjun leggur áherslu á að gildi fyrirtækisins séu ávallt höfð að leiðarljósi. Gildi fyrirtækisins eru traust, framsækni og ráðdeild. Fyrirtækið hefur lagt mikið upp úr því að allir starfsmenn þess taki þátt í innleiðingu stefnu þess og vinni með gildin sem ákveðin leiðarvísi. Eftir að Hörður Arnarsson tók við sem forstjóri Landsvirkjunar hefur margt breyst og kom hann inn með ákveðnar áherslur um markaðssókn og markaðsvinnu. Í kjölfar þess var stofnað markaðs- og viðskiptaþróunarsvið, sem annast þróun, kynningu og sölu á orkuvörum og þjónustu. Auk þess að annast samskipti við núverandi og væntanlega viðskiptavinum vegna samninga og reksturs þeirra sem og greiningar viðskiptatækifæra. Þrátt fyrir að fyrirtækið sé í eigu íslenska ríkisins er starfseminni háttað eins og hjá einkareknu fyrirtæki. Fyrirtækið stuðlar að því að vera með miklar framkvæmdir, mikið er hugað að hagkvæmni, mikil áhersla á arðsemi og að mannauður fyrirtækisins sé meðvitaður og taki þátt í ferlum fyrirtækisins (Sturla Jóhann Hreinsson, munnleg heimild 11. apríl 2013).

Árið 2012 fóru fram svokallaðar gildavinnustofur hjá Landsvirkjun, þar sem gildi fyrirtækisins voru tekin fyrir. Gildin voru þar tengd við dagleg störf starfsmanna og var þátttakendum gefinn kostur að leggja fram tillögur að verkefnum sem gætu bætt þekkingu á gildum og hvernig hægt væri að yfirfæra þau í dagleg störf. Þátttaka starfsmanna var mikil, eða um 120 starfsmenn frá starfstöðvum um allt land. Í vinnustofunum voru gildin greind með eftirfarandi hætti:

Í gildinu framsækni felst að:

- sjá tækifæri í áskorunum og setja sér ögrandi markmið.
- sækja fram djarflega en þó varlega.
- tileinka sér nýjungar og hafa hugrekki til að skipta um skoðun.
- leita eftir samstarfi sem styrkir starf fyrirtækisins, bæta menntun á lykilsviðum og stuðla að bættri nýtingu auðlinda.

Í gildinu traust felst að:

- til staðar sé vitund um að framkvæmdir fyrirtækisins séu ekki yfir gagnrýni hafnar og tekið mark á og sýndur skilningur á sjónarmiðum annarra.
- koma fram af heiðarleika, ábyrgð og sanngirni við viðskiptavinum, samstarfsaðila og hvort annað.

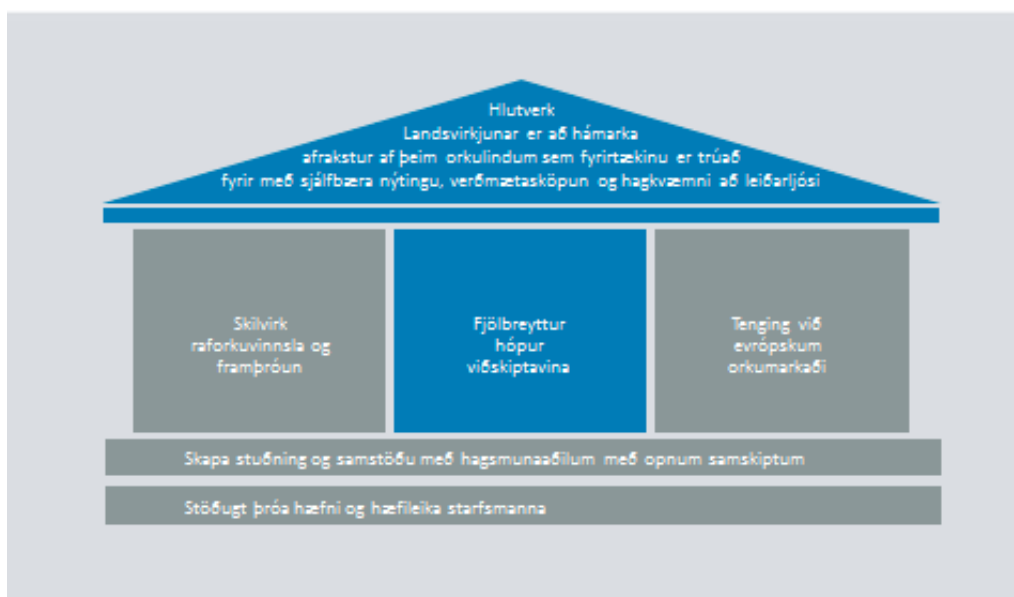
- takast á við það sem þarf að gera betur og leggja sig stöðugt fram um að gera enn betur í umgengni fyrirtækisins við náttúruauðlindir.
- tryggja að framleiðsla fyrirtækisins sé með öruggum hætti.

Í gildinu ráðdeild felst að:

- vinna í verkefnum með góðum undirbúningi, vönduðum áætlunum, virkri upplýsingagjöf og samhentu verklagi.
- leita að hagkvæmasta langtímakosti í hvert sinn sem tíma eða fjármunum er ráðstafað til verkefna.
- umgangast allar auðlindir með sjálfbærni og hagkvæmni að leiðarljósi.

Úr niðurstöðum gildavinnustofu komu verkefnatillögur sem voru tengdar í stjórnendaeflingu sem hófst í lok árs 2012. Þar var ætlunin að styrkja stjórnendur fyrirtækisins í þeirra störfum og virkja stóran hóp starfsmanna við innleiðingu á helstu stefnumarkandi verkefnum fyrirtækisins. Fyrirtækið vann markvisst að stefnumótun í lok árs 2012 með kynningu fyrir starfsmenn á komandi verkefnavinnu (Landsvirkjun, 2013).

Landsvirkjun telur að með því að efla starfsfólk sitt geti fyrirtækið orðið skilvirkara og hannað betri verkferla sem skila meiri hagkvæmni. Litlar breytingar geta skilað sér í miklu hagræði hjá fyrirtækinu, þar sem unnið er með mikla fjármuni og því geta nokkur prósentustig breytt miklu upp á heildarniðurstöðuna. Stefna Landsvirkjunar er skýr, það er að hámarka afrakstur þeirra orkulinda sem fyrirtækinu er trúað fyrir með sjálfbærri nýtingu, verðmætasköpun og hagkvæmni að leiðarljósi. Að kanna nýja möguleika á sölu orku sem geta komið til viðbótar áframhaldandi iðnaðaruppbyggingu á landinu. Allar slíkar hugmyndir fara til skoðunar hjá stjórnvöldum og Landsvirkjun og því er nauðsynlegt að upplýsa samfélagið og efla vitund þess á fyrirtækinu. Til að innleiða stefnu fyrirtækisins var hannað var svokallað stefnuhús, og var því gefið nafnið Herðubreið. Stefnuhúsið má sjá á mynd 1 (Sturla Jóhann Hreinsson, munnleg heimild 11. apríl 2013).



Mynd 1: Stefnuhús Landsvirkjunar "Herðubreið" (Sturla Jóhann Hreinsson, 2013).

Til að skilja betur hvernig stefnuhús Landsvirkjunar virkar er rétt að lýsa því stuttlega. Í þaki hússins er hlutverk eða stefna Landsvirkjunar sett fram, þ.e. að hámarka afrakstur af þeim orkulindum sem fyrirtækinu er trúað fyrir með áherslu á sjálfbæra nýtingu, verðmætasköpun og að þetta sé allt gert með hagkvæmni að leiðarljósi. Í stofum hússins koma fram markmiðin en þau eru að þroska viðskiptamannahóp sinn, að ná tengingu við orkumarkað í Evrópu og að auka skilvirkni í raforkuvinnslu og framþróun. Til að gera þetta þarf að efla þann mannauð sem er til staðar í fyrirtækinu og líta til þess hvað sé vel gert og hvað þurfi að bæta. Starfsfólk þarf að vera tilbúið að fara þangað sem fyrirtækið stefnir. Einnig er lögð áhersla á að upplýsa hagsmunaaðila fyrirtækisins svo það geti átt kost á að vaxa og þróast í framtíðinni. Ef undirstaðan er ekki í lagi, þá er lítið sem fyrirtækið getur gert. Þessi nálgun er ofarlega í huga fyrirtækisins og mikill fókus þar hjá fyrirtækinu, sem á eftir að þróast mikið á komandi árum. Til að auka gagnsæi og upplýsa hagsmunaaðila þá eru t.d. haldnir fundir, ráðstefnur, auglýsingar birtar en hér skapast tækifæri fyrir þessa aðila að koma og ræða erfiða hluti sem þeir verða seint sammála um. Með gildunum ráðdeild og traust er Landsvirkjun að leggja áherslu á langtímaáhrif af virkjanaframkvæmdum, þ.e. horfa til lengri tíma út frá hagvexti o.s.frv. Framsækni er svo það gildi sem fyrirtækið mun stefna á að vaxi mest í framtíðinni, en það er gert með því að fá fleiri aðila til viðræðna með fyrirtækinu og

auka gagnsæi, opna fyrirtækið á fundum fyrir almenningi o.fl., en aukin upplýsingagjöf er þáttur í því að sækja fram hjá fyrirtækinu. Það er líka hluti af því að tala við fjölbreyttari hóp viðskiptavina heldur en áður. Tækninýjungar eins og það að leggja sæstreng frá Íslandi til Evrópu og reisa vindmyllur eru einnig hluti af því. Þetta er allt hluti af því að sækja fram og inn á erlenda markaði. Þegar fyrirtæki er með öflugt markaðsstarf og stefnu um að víkka út hóp viðskiptamanna sinna, hefur það einnig áhrif á áhættustjórnun fyrirtækisins, þar sem einsleitum hópi viðskiptamanna fylgir ávallt meiri áhætta. Samspil af öflugum kynningarstarfi og framsækni er helsti möguleiki fyrirtækisins um að fá inn erlenda fjárfesta og þar með auka möguleika fyrirtækisins til þess að afla sér fjármagns (Sturla Jóhann Hreinsson, munnleg heimild 11. apríl 2013).

Starfsmannaráðningar og tilfærsla starfsmanna var mikil hjá Landsvirkjun árið 2012, en þá voru 17 aðilar ráðnir inn í ný störf og 23 voru færðir til. Fyrirtækið leggur mikið upp úr því að hafa framúrskarandi starfsfólk og leggur mikinn metnað í aðbúnað, stjórnun og endurmenntun þess. Með því að fjárfesta í þessu, telur fyrirtækið að mismunandi gildi og menning verði hvati fyrir nýsköpun (Landsvirkjun, 2013).

Eins og fram hefur komið er Landvirkjun í eigu íslenska ríkisins og má því deila um hvort munur væri á hvernig starfsemi þess er nú háttáð og hvernig hún væri ef fyrirtækið væri í eigu einkaaðila. Horfa má til þess að önnur sýn væri líklega til staðar hjá fyrirtækinu, til að mynda gætu einkaaðilar verið áhættufælnari, og öfugt, eða reynt að stefna að meiri arðsemi. Hér væri því spurning hvort fyrirtækið myndi skera niður í starfsmannamálum í kreppu og hugsa einungis um sína hagsmuni eða reyna halda uppi atvinnustigi vegna hagsmuna ríkisins.

2.2 Viðskiptavinir

Alþjóðavæðing hefur dregið hingað til lands orkufrekan iðnað og hafa öflug alþjóðleg framleiðslufyrirtæki byggt upp starfsemi sem í dag skapar traustan tekjugrunn fyrir viðskiptavinum sem og Landsvirkjun. Fjölbreytt eftirspurn alþjóðlegra fyrirtækja eftir orku fer vaxandi og hefur Landsvirkjun svarað þeirri þróun með samkeppnishæfum orkusölusamningum sem fullnægja þörfum núverandi og nýrra viðskiptavina. Fyrirtækið hefur sett sér það sem meginmarkmið í orkusamningum sínum til áhugasamra viðskiptavina um orkukaup að hafa þá á þeim markaðsforsendum að vera með:

- samkeppnishæfasta raforkuverð í Evrópu.
- 100% endurnýjanlega orku.
- áreiðanlega orkusaminga til langs tíma.

Helstu viðskiptavinir Landsvirkjunar eru; Alcoa, Rio Tinto Alcan, Century Aluminum, Elkem Becromal, Verne Holdins og almennur markaður. Landsvirkjun skrifaði undir saming við tvo nýja viðskiptavini árið 2012, en það eru fyrirtækin GMR Endurvinnsla ehf (Geothermal Metal Recycling) og PCC Bakki Silicon hf, íslenskt dótturfélag PCC SE frá Þýskalandi. Landsvirkjun undirritaði einnig viljayfirlýsingu árið 2012 við Thorsil og Saint Gobain en fyrirtækin áforma að byrja reisa verksmiðju héraendis á árinu 2015. Landsvirkjun hefur átt í viðræðum við fjölda annarra fyrirtækja og hafa mörg mismunandi fyrirtæki sýnt áhuga á að koma að fjárfestingu á Íslandi. Óhætt er að segja að alþjóðlegt efnahagsástand tefji ákvörðunartöku iðnfyrirtækja út um allan heim. Stefna margra fyrirtækja er nú að reyna að hefja framkvæmdir þegar efnahagskreppu lýkur og er það líklegt að eftirspurn eftir orku Landsvirkjunar muni verða meiri en framboð þegar efnahagsástand á alþjóðamörkuðum lagast (Landsvirkjun, 2013).

2.3 Aflstöðvar í rekstri og ný verkefni

Landsvirkjun rekur nú þrettán vatnsaflsstöðvar og tvær jarðvarmastöðvar víða um landið. Aflstöðvar í rekstri fyrirtækisins núna eru:

- Sogið.
- Búfellsstöð.
- Hrauneyjarfossstöð.
- Sigöldustöð.
- Laxárstöðvar.
- Kröflustöð.
- Blönduðstöð.
- Sultartangastöð.
- Vatnsfellsstöð.
- Fljótsdalsstöð.

Áformað er að rekstur verði hafinn á nýrri vatnsaflstöð við Búðarháls í lok árs 2013, en einnig hefur verið lokið við að reisa tvær vindmyllur í rannsóknarskyni norðan við Búrfell (Landsvirkjun, 2013).

2.4 Eignarhaldsbreytingar

Þegar Landsvirkjun var stofnuð árið 1965 var fyrirtækið í eigu ríkisins og Reykjavíkurborgar. Árið 1983 urðu breytingar á eignarhaldi fyrirtækisins en þá eignaðist Akureyrarbær hlut í fyrirtækinu. Akureyrarbær átti á þeim tíma Laxárvirkjun og lét hana inn í Landsvirkjun fyrir 5% eignarhlut. Eignarhald Landsvirkjunar var þá orðið 50% í eigu ríkisins, 45% í eigu Reykjavíkurborgar og 5% í eigu Akureyrarbæjar. Landsvirkjun var því orðið raforkufyrirtæki á landsvísu en fram að breytingu var starfsemi fyrirtækisins einungis bundin við Suður- og Vesturland (Sigrún Pálsdóttir, 2005).

Þann 1. janúar árið 2007 tók ríkið yfir eignarhlut Reykjavíkurborgar og Akureyrarbæjar í Landsvirkjun. Var fyrirtækið orðið sameignarfélag í fullri eigu ríkisins og á forræði fjármálaráðuneytisins. Ríkissjóður á nú 99,9% eignarhlut í fyrirtækinu og 0,1% eignarhlutur er í eigu Eignarhluta ehf. Ríkissjóður og Eignarhlutur ehf bera hvor um sig einfalda ábyrgð á öllum skuldbindingum fyrirtækisins en ábyrgð þeirra fer eftir eignarhlutföllum í fyrirtækinu. Þó svo að þessar breytingar hafi átt sér stað stóðu Reykjavíkurborg og Akureyrarbær ennþá eftir með einfalda ábyrgð á öllum skuldbindingum fyrirtækisins sem voru stofnaðar fyrir 31. desember árið 2006 (Alþingi, 2006). Tryggt var að eftir 1. janúar árið 2012 beri íslenska ríkið alfarið ábyrgðina og því væru Reykjavíkurborg og Akureyrarbær laus undan einfaldri ábyrgð á skuldbindingum Landsvirkjunar (Birgir Björn Sigurjónsson, e.d.).

2.4.1 Ádeilur um eignarhald Landsvirkjunar

Að undanfögnu hefur töluverð umræða verið uppi hvort að íslenska ríkið eigi að selja hlut sinn í Landsvirkjun. En eins og áður hefur komið fram er fyrirtækið alfarið í eigu íslenska ríkisins og eru skuldir þess með ríkisábyrgð. Fjármálaráðuneytið fer með eignarhlut ríkisins í Landsvirkjun og skipar stjórn fyrirtækisins. Almennt séð er raforkuvinnsla ekki mjög áhættumikill rekstur en það getur aftur á móti skapað verulega óvissu að ráðast í fjármagnsfrek verkefni, þar má nefna Kárahnjúkavirkjun þegar framleiðslan jókst um 50%. Það er því skynsamlegt að athuga sérstaklega hvort að

Landsvirkjun eigi áfram að hafa ríkisábyrgð á skuldbindingum sínum eða leita annarra leiða og nýta þá möguleika sem eru fyrir hendi án ábyrgðar ríkisins. Til eru leiðir til að takmarka ábyrgð ríkisins fyrir nýjum lántökum og þar af leiðandi áhættuna sem skattgreiðendur þessa lands bera.

Landsvirkjun er þó bundin af því, eins og staðan er í dag, að vera 100% í eigu ríkisins samkvæmt ákvæðum í núgildandi lánasamningum og skuldabréfaútgáfum fyrirtækisins. Til að geta selt hlut í Landsvirkjun þyrfti því að leita samþykkis hjá kröfuhöfum fyrirtækisins. Ef ekki verður farin sú leið að afla samþykkis hjá kröfuhöfum fyrirtækisins, er önnur leið að gera nýja fjármögnunarsamninga með ákvæði sem fæli í sér heimild til handa íslenska ríkinu að selja hlut í fyrirtækinu og eftir nokkur ár verða allir samningarnir með þessu ákvæði (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013).

Ef horft er til þess möguleika að skrá fyrirtækið á markað með allt að 49,9% útboði hlutfjárns, en með því ætti ríkið enn meirihluta og réði fyrirtækinu, þá væri ýmislegt sem fyrirtækið gæti gert og hlotið ávinning af. Ef fyrirtækið yrði skráð á markað og ákvörðun tekin um afnám ríkisábyrgðar fyrir nýjar lántökur verður það til þess að skattgreiðendur landsins verða ekki ábyrgir fyrir skuldsetningu fyrirtækisins í framtíðinni en áfram væri ábyrgð íslenska ríkisins á fyrri lánum nema kröfuhafar samþykktu annað. Samkvæmt því fengi íslenska ríkið enn greiddan hluta af arði en slyppi við ábyrgð á nýjum skuldbindingum fyrirtækisins. Að sama skapi yrðu þá pólitísk afskipti líklega minni hvað varðar rekstur fyrirtækisins.

Ábyrgð íslenska ríkisins í dag á skuldum fyrirtækisins eru mjög miklar eða um 2.821.382 þúsundir Bandaríkjadala sem jafngildir um 350 milljörðum íslenskra króna (Landsvirkjun, 2013). Í dag er staðan sú að lán fyrirtækisins eru með ríkisábyrgð og því fjármögnun á hagstæðari vaxtakjörum en ef svo væri ekki. Vaxtakjör á lánum án ríkisábyrgðar eru hærri en á lánum án ábyrgðar sökum þess að lánveitandinn hefur ekki jafn mikla tryggingu fyrir greiðslu. Fyrir ríkisábyrgðina er Landsvirkjun að greiða 0,48% ársvexti til ríkissjóðs til þess að skekkja ekki samkeppnisstöðu annarra fyrirtækja á markaði sem njóta ekki ríkisábyrgðar (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013). Hér fær því íslenska ríkið miklar fjárhæðir greiddar frá fyrirtækinu sökum aðildar að ábyrgð lána. Hér er því að meta það hvort sé hagstæðara fyrir Landsvirkjun

frá fórnarkostnaði fjármagns, að vera með ríkisábyrgð eða ekki. Með skráningu á markað gæti Landsvirkjun aflað sé aukins fjár sem nýta mætti til aukinnar fjárfestingar og/eða hækkað eiginfjárlutfall fyrirtækisins, sem myndi að öllum líkindum skila sér í betra lánshæfismati.

Hér þarf því að huga vel að hvort sala á hlut í Landsvirkjun væri þá til að þynna út hlut íslenska ríkisins og nýta til þess að efla rekstur fyrirtækisins, með því að greiða niður skuldir og styrkja fyrirtækið fjárhagslega, eða til þess að greiða niður skuldir ríkissjóðs. Þetta gæti verið ein leið til að draga úr hættu í ríkisrekstri, þ.e. minnka ábyrgð skattgreiðanda vegna skulda ríkisfyrirtækja en það gæti haft jákvæð áhrif á lánshæfismat íslenska ríkisins til lengri tíma litið.

2.4.2 Könnun Markaðs- og miðlarannsóknar ehf. um sölu Landsvirkjunar

Markaðs- og miðlarannsóknir ehf. (hér eftir MMR) kannaði nýlega viðhorf Íslendinga á því hvort að ríkið ætti að selja eignarhlut sinn í Landsvirkjun. Spurningin sem lögð var fyrir hljóðaði svo:

„Ertu fylgjandi eða andvíg(ur) því að ríkið selji eignarhlut sinn í Landsvirkjun?“

Svarmöguleikar könnunarinnar voru eftirfarandi:

„Mjög andvíg(ur)“, „Frekar andvíg(ur)“, „Frekar fylgjandi“ og „Mjög fylgjandi“.

Niðurstöður könnunarinnar voru þær að meirihluti aðspurðra var andvígur sölu eignarhlut ríkis í fyrirtækinu. Af þeim sem svöruðu voru 14,7% sem voru fylgjandi að ríkið skyldi selja eignarhlut sinn í Landsvirkjun og hefur hlutfallið farið minnkandi síðan í fyrra þegar 19,6% aðspurðra var hlynntur því að selja hlut fyrirtækisins (Markaðs- og miðlarannsóknir ehf, 2013).

Hér má þó deila um það hvort að rannsókn MMR til viðhofs Íslendinga á sölu eignarhaldshluta Landsvirkjunar sé marktæk. Með því einu að líta til orðalags spurningarinnar er ekki gefinn upp möguleiki á því hversu stóran hlut ætti að selja. Með því að breyta spurningunni með eftirfarandi hætti: “Ertu andvígur eða fylgjandi því að íslenskra ríkið eigi að selja hlut sinn í Landsvirkjun, ef það fæli í sér afnám ríkisábyrgðar fyrir nýjum lántökum, ef áfram yrði tryggt að fyrirtækið væri í meirihlutaeigu íslenska ríkisins”. Leiða má líkur á því að svörun þátttakenda væri þá á annan veg.

Ekki er hægt að segja að eitt svar sé réttara en annað þegar því er velt upp hvort selja eigi hlut í Landsvirkjun. Það er hins vegar áhugaverður valkostur, að þynna út eignarhlut íslenska ríkisins í Landsvirkjun og styrkja eiginfjárstöðu fyrirtækisins. Ef það fjármagn sem fengist fyrir sölu á minni hlut íslenska ríkisins í fyrirtækinu væri bætt inn í eigið fé Landsvirkjunar, þá væri hægt að bæta eiginfjárlutfall fyrirtækisins og í leiðinni stuðla að jákvæðari lánshæfiseinkunn fyrirtækisins. Það væri einnig hægt að nota fjármagnið til að kaupa til baka útistandandi skuldabréf Landsvirkjunar á markaði. Með þetta lánshæfismati getur fyrirtækið átt möguleika til að fjármagna sig innanlands, sem og erlendis, án ríkisábyrgðar á hagstæðari kjörum. Þetta myndi þá leiða til þess að skattgreiðendur landsins bæru ekki ábyrgð á nýjum skuldbindingum fyrirtækisins og fyrirtækið hefði meira svigrúm í rekstri sínum án mikilla pólitískra afskipta.

3 Fjármagnsskipan fyrirtækja

Í uppbyggingu fyrirtækja gegnir fjármagnsskipanin lykilmáli. Þegar talað er um fjármagnsskipan er iðulega átt við hvernig fjár er aflað til að standa undir rekstri og fjárfestingum fyrirtækisins. Þegar litið er á fjármagnsskipan er aðallega horft til þess hve mikið af fjármagni fyrirtækis sé framlag eigenda og hve mikið sé lánsfé, þá lántökur til skemmri og lengri tíma. Þeir sem geta gert tilkall til eigna fyrirtækis eru í raun tveir hópar, þ.e. hluthafar og lánveitendur. Hluthafar geta sóst eftir eigin fé fyrirtækisins, þ.e. eignum að frádregnum skuldum, og svo lánveitendum sem geta gert tilkall í skuldir fyrirtækisins (Hecht, e.d.).

Ef fyrirtæki vilja hámarka virði sitt er nauðsynlegt að fjármagnsskipan þeirra sé sem hagkvæmust. Þar sem áhrifaþættirnir eru margir er það óhjákvæmilegt að festa niður eina bestu fjármagnsskipan fyrirtækis í öllum tilvikum (Brigham og Houston, 2004). Aukin skuldsetning ýtir undir meiri áhættutöku fyrirtækis, sem gerir það að verkum að virði þess minnkar en í leiðinni eykst þá ávöxtun á eigin fé sem svo eykur virði fyrirtækis. Það eru margir þættir sem spila hér inn í og hafa áhrif á hagkvæmustu fjármagnsskipan fyrirtækja. Þessir þættir eru til að mynda:

- viðskipta- eða rekstraráhætta: áhættan felst í rekstri ef fyrirtæki notar engar skuldir við fjármögnun.
- skattar: skattaafsláttur er veittur vegna frádráttarbærna vaxta. Skattaleg staða fyrirtækis getur því skipt sköpum.
- aðgangur að fjármagni.
- möguleikar fyrirtækis til vaxtar og áhættan sem felst í greiðsluflæðinu. (Brigham og Daves, 2010).

Ef hagnaður verður í rekstri er hann oft á tíðum greiddur í formi arðgreiðslna eða í endurkaupum á eigin hlutabréfum. Ef áform fyrirtækis er að stækka í framtíðinni er hægt að nýta arðinn til að fjármagna vöxt þess. Erfiðara er fyrir fyrirtæki að fá lánveitingu ef eigið fé er lítið, til að mynda geta lánveitendur neitað lánsúmsókn eða krafist hærri vaxta á láninu (Gylfi Magnússon, 2000). Til að geta fengið lán þurfa fyrirtæki oftast en ekki að ganga í gegnum lánshæfismat. Þegar fyrirtæki eru með

ríkisábyrgð, góða lausafjárstöðu, eða almennt séð jákvætt lánshæfismat, er auðveldara fyrir þau að verða sér úti um lánsfé á betri vaxtakjörum. Fyrirtæki fjármagna sig með ólíkum hætti. Til eru fyrirtæki sem eingöngu fjármagna sig með eigin fé, en flest fyrirtæki, þá aðallega stærri fyrirtæki nota hvoru tveggja, þ.e. eigið fé og lántöku. Fyrirtæki hafa oftast nær það takmark að hámarka hagnað sinn og þurfa því að passa upp á að velja hagkvæmstu samsetningu fjármagnspáttta hverju sinni. Þann kostnað sem hlýst af fjármögnun skal ávallt mæla sem veginn fjármagnskostnað þess fjármagns sem fyrir er í fyrirtækinu eða því fjármagns sem mun vera bætt við. Tilgangur fyrir því er aðallega sá að þegar aukið er við fjármagn með einum eða öðrum hætti þá hefur það áhrif á aðrar fjármögnunarleiðir.

Það hafa verið settar fram ýmsar kenningar um hagkvæmstu fjármagnsskipan fyrirtækja. Sú kenning sem hefur hlotið einna mestu athyglina hvað þetta varðar var sett fram af hagfræðingunum Franco Modigliani og Merton Miller (Vísbending, 2003). Modigliani og Miller birtu kenningu sína í tímaritinu *American Economic Review* árið 1958 og bar greinin heitið „The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment“. Kenning þessi var ein sú allra áhrifamesta á sviði fjármála frá upphafi og hlutu þeir Modigliani og Miller Nóbelsverðlaun fyrir framlag sitt til rannsókna á sviði fjármála árið 1985 (Brigham og Daves, 2010). Til að útskýra nánar kenningar þeirra verður fjallað stuttlega um þær hér.

3.1 Kenningar Modigliani og Miller

Eins og áður sagði komu Franco Modigliani og Merton Miller (hér eftir M&M) fram með fyrstu nútímakenninguna um fjármagnsskipan fyrirtækja. Framangreind grein þeirra er talin ein sú áhrifa mesta grein um fjármál sem skrifuð hefur verið, en á þessum tíma töldust M&M vera með efnilegustu fræðimanna á sviði fjármála, og var þá trúað að til væri hinn fullkomni markaður og að menn væru því best settir með auknum arðgreiðslum (Brealey, Myers og Allen, 2011).

Í grófum dráttum ganga kenningar M&M út á að það sé ekki ein tiltekin samsetning af fjármagnspáttunum, eigið fé og skuldsetningu, sem er hagkvæmari en önnur að gefnum nokkrum forsendum. Þeir hafna kenningum um að fjármagnsskipan fyrirtækja geti haft áhrif á virði fyrirtækja, heldur að hún hafi ekki nein áhrif. Til að sýna fram á þetta notuðu þeir tvær aðferðir. Sú fyrri gerði ráð fyrir að allar forsendur myndu

standast en sú síðari lét forsenduna um enga skatta víkja til hliðar. Forsendurnar sem M&M byggðu á eru eftirtaldar:

- það er enginn kostnaður sem hlýst af því ef fyrirtæki verða gjaldþrota.
- fjárfestar og fyrirtæki geta fjármagnað sig ótakmarkað á sömu kjörum og skuldsetning er áhættulaus.
- enginn viðskiptakostnaður, þ.e. viðskipti með hluta- og skuldabréf eru án kostnaðar á fullkomnum markaði.
- engir skattar til staðar: fyrst þegar þeir settu fram kenningarnar var ekki gert ráð fyrir neinum sköttum, hvorki á einstaklinga né á fyrirtæki. Árið 1963 leiðréttu þeir sig og bættu sköttum inn.
- skuldsetning hefur ekki áhrif á rekstrarhagnað. Fyrirtæki með sömu viðskiptaáhættu eru í sama áhættuflokki. Viðskiptaáhættan er mæld sem staðalfrávik í rekstrarhagnaði fyrirtækja (EBIT). Innri vöxtur fyrirtækja er enginn en gert er ráð fyrir að hagnaður fyrir fjármagnskostnað og skatta sé greiddur út sem arður.
- fjármagnsmarkaðir eru skilvirkir og því hafa allir fjárfestar sömu upplýsingar og stjórnarmenn fyrirtækja um möguleika fyrirtækis til fjárfestingartækifæra (Ross, Westerfield og Jaffe, 2008).

3.1.1 M&M án skatta

M&M notuðu hér þá ályktun að ekki væru til staðar fyrirtækja- og einstaklingskattar. Með þessum ályktunum lögðu þeir fram þrjár tillögur en einungis verða tvær útfærðar hér:

Tillaga 1. Hægt er að finna virði hvers fyrirtækis með því að núvirða væntan hagnað fyrir fjármagnskostnað og skatta (e. EBIT) með þeirri ávöxtunarkröfu (r_{SU}) sem sýnir þann áhættuflokk sem hvert fyrirtæki er í. Þetta má sjá í jöfnu 1.

Jafna 1

$$V_L = V_U = \text{EBIT}/\text{WACC} = \text{EBIT}/r_{SU}$$

Hér er V_L virði skuldsetts fyrirtækis þ.e. fyrirtæki sem fjármagnar sig bæði með eigin fé og lántöku og V_U virðir skuldlauss fyrirtækis, þ.e. með 100% eiginfjárhlutfall. Gert er ráð fyrir að fyrirtækin tilheyri bæði sama áhættuflokk, r_{SU} sé ávöxtunarkrafa eigin fjár hjá óskuldasettu fyrirtæki þegar það eru engir skattar til staðar. Þessi jafna hjá M&M sýnir okkur að virði fyrirtækjanna er það sama, hvort sem það er skuldsett eða óskuldsett,

þegar það eru engir skattar og þau tilheyri sama áhættuflokki. Þetta sýnir okkur einnig eftirfarandi:

1. Veginn meðalfjármagnskostnaður fyrirtækis (hér eftir WACC) er alveg óháður því hvort að fyrirtækið er skuldlaust eða ekki.
2. Óháð skuldsetningu er WACC fyrirtækisins jafnt kostnaði eigin fjár hjá óskuldsettu fyrirtæki.

Samkvæmt þessu krefjast hluthafar hærri ávöxtunarkröfu á eigið fé, því meiri sem skuldsetning fyrirtækis er. M&M sönnuðu tillögu 1 með því að sýna að ef jafnan helst ekki milli fyrirtækja í sama áhættuflokki, þá mun eiga sér stað högnun þar til jafnvægi næst aftur. Þetta þýðir að fjárfestir getur átt viðskipti með verðbréf og hagnast á, án áhættu. Verðbréfin eru þá keypt á einum samkynja markaði og seld á öðrum markaði á hærra verði. Að sama skapi mun verð á markaði þar sem verðið er hátt lækka á endanum. Hið sama á við ef verð bréfanna á markaði er of lágt, þ.e. hækkun mun eiga sér stað þar til jafnvægi næst (Brigham og Daves, 2007).

Ein af forsendum M&M er sú að einstaklingar og fyrirtæki geti tekið lán á sömu kjörum. Hagnaður á hlut og arðsemi eigin fjár eykst við aukna skuldsetningu en virði fyrirtækis er áfram það sama. Skýringin á því er sú að sá mismunur sem er í væntum hagnaðarstraumi er nákvæmlega bætt við með þeirri breytingu á vöxtum sem hagnaður er afvaxtaður með. Hér er þá tillit tekið til aukinnar áhættu. Jafna fyrir vænt arðsemi má sjá á jöfnu 2:

Jafna 2

$$\text{Arðsemi eigna} = r_A = (D/(D+S)) * r_d + (S/(S+D)) * r_{SU}$$

Hér merkir D , markaðsvirði skulda, S , markaðsvirði eigin fjár, og r_d , fjármagnskostnað skulda. Þessi jafna sýnir okkur hvernig reikna eigi út WACC (Brigham og Daves, 2007).

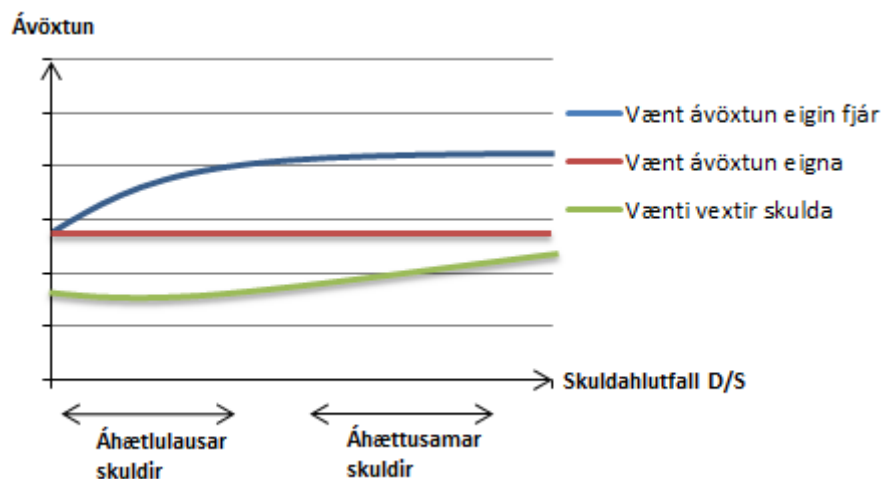
Tillaga 2. Þessi tillaga M&M gengur út á að svo lengi sem fyrirtæki eru í sama áhættuflokk, þá er kostnaður eigin fjárs hinn sami og hjá skuldlausu fyrirtæki og hjá óskuldsettu þegar búið er að bæta við áhættuþóknun. Þessi þóknun er svo háð þeim mun sem er á kostnaði eigin fjár hjá óskuldsettu fyrirtæki og fjármagnskostnaði skulda.

Þetta er svo margfaldað með hlutfalli á milli markaðsverðs skulda og markaðsverði eigin fjár eins og sjá má í jöfnu 3.

Jafna 3

$$r_{SL} = r_{SU} + \text{áhættuþóknun} = r_{SU} + (r_{SU} - r_d)(D/S)$$

Jafna 3 segir að þegar hlutfall skulda hækkar í fyrirtæki, þá hækkar kostnaður eigin fjár í skuldsettu fyrirtæki einnig í sama hlutfalli. Ef teknar eru saman tillögur 1 og 2 frá M&M, þá kemur í ljós að þegar engir skattar eru til staðar, þá skiptir fjármagnsskipan fyrirtækja hvorki máli fyrir virði þess né veginn meðalfjármagnskostnað. Ekki er því hægt að auka virði fyrirtækis með breytingum á fjármagnsskipan þess. Rökin á bakvið þessar tillögur hjá M&M eru að fjárfestar geta fjármagnað sig á sömu kjörum og fyrirtæki. Fyrirtæki og fjárfestar eru því í sömu stöðu þegar það kemur að því að fjárfesta. Í tillögu 2 er gert ráð fyrir því að skuldsetning fyrirtækis sé nánast laus við áhættu vegna lágs hlutfalls skulda. Vænt ávöxtunarkrafa á eigið fé hækkar línulega með skuldahlutfallinu, (D/S), þegar skuldsetning er áhættulaus. Þegar skuldir aukast verulega, þá verða líkur á vanskilum meiri og vaxtakostnaður hækkar, við þetta hægist á aukningu í ávöxtun eigin fjár (Brigham og Daves, 2007). Þetta má sjá á mynd 2.



Mynd 2: Þróun væntrar ávöxtunar eigna, eigin fjár og vaxta skulda m.t.t. skuldsetningar

Eins og sést á mynd 2, fer hallinn frá því að vera línulegur í það að verða flatur, en það er vegna þess að lánveitendur bera hluta af viðskiptaáhættu fyrirtækis. Því hærri

skuldsetning hjá fyrirtæki, því meiri áhætta er flutt yfir á lánveitendur frá hluthöfum. Krefjast lánveitendur því hærri skatta við aukna skuldsetning. Hér sýna þeir því að fjármagnsskipan fyrirtækja skipti ekki máli ef þau tilheyra sama áhættuflokk (Brigham og Daves, 2007).

Forsendur hér að ofan standast aldrei í raunveruleikanum, en það er í raun markmið M&M að varpa ljósi á hvernig brestur á forsendum þessum geta skapað hvata fyrir tiltekna fjármagnsskipan (Modigliani og Miller, 1958).

3.1.2 M&M með fyrirtækjaskatti

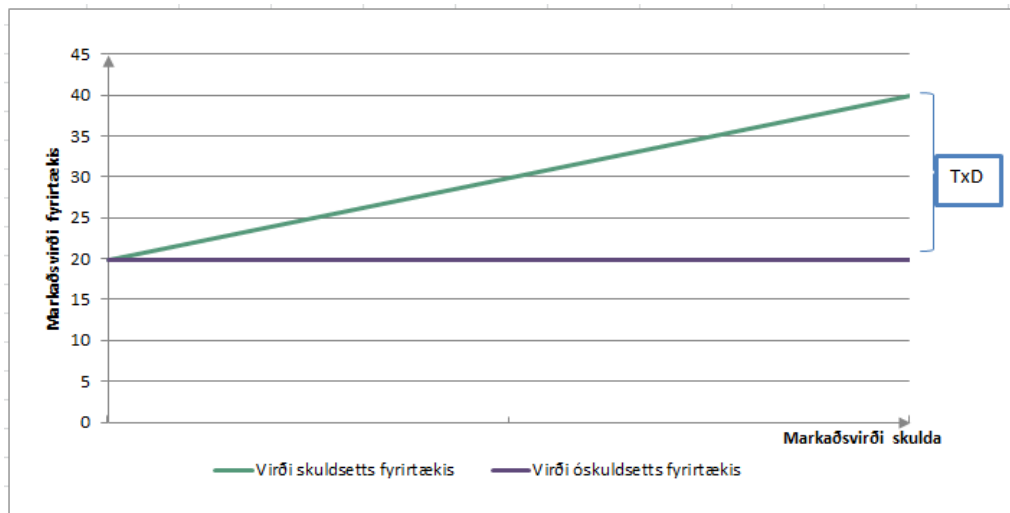
Árið 1963 leiðréttu M&M kenningu sína og birtu nýja grein sem tók tillit til þeirra áhrifa sem skattar geta haft á fjármagnsskipan. Hér sýndu þeir fram á að þegar fyrirtæki er skuldsett, þá sé virði þess meira. Skattar eru greiddir af hagnaði, eftir að fjármagnskostnaður hefur verið dreginn af EBIT hagnaði. Það er vegna þess að vaxtagreiðslur eru frádráttabærar en arðgreiðslur eru það ekki, sem hvetur fyrirtæki til lántöku. Hér færir því stærri hlutur fjárflæðisins til fjármagnseiganda í stað þess að hann sé greiddur til hins opinbera (Modigliani og Miller, 1963). Byggt á þessari nýju forsendu lögðu þeir fram tvær tillögur. Þær eru:

Tillaga 1 með sköttum. Virði skuldsetts fyrirtækis, V_L , er það sama og virði óskuldsetts fyrirtækis, V_U , í sama áhættuflokk að viðbættum ábata skuldsetningar í formi skattahagræðis, eða þar sem skattahlutfall (T), er margfaldað með skuldsetningarlutfalli, D , eins og sjá má í jöfnu 4:

Jafna 4

$$V_L = V_U + T * D$$

Þetta sýnir að þegar skattur hefur bæst við, þá er virði fyrirtækjanna ekki það sama. Virði skuldsetta fyrirtækisins hækkar því um það sem nemur skattahagræðinu. Samkvæmt þessu þá er það hagur fyrirtækis að skuldasetja sig sem mest og virði þess ætti að vera í hámarki við 100% skuldsetningu (Brigham og Daves, 2007). Þannig má sjá að ef skattar næmu 20%, þá leiddi það til þess að hver króna í skuld myndi auka virði fyrirtækis um 20 krónur.



Mynd 3: Áhrif skuldsetningar á markaðsvirði fyrirtækja út frá tillögum M&M með sköttum

Mynd 3 sýnir að eftir því sem markaðsvirði skulda eykst, og þar með sömuleiðis hlutfall skulda, þá mun virði fyrirtækis hækka í sama hlutfalli. M&M sýnir því tengslin á milli virði fyrirtækis og skulda, þ.e. virði fyrirtækis mun aukast stöðugt vegna skattahagræðis sem skapast við aukna skuldsetningu.

Tillaga 2 með sköttum. Eiginfjáarkostnaður í skuldsettu fyrirtæki er jafn eiginfjáarkostnaði í óskuldsettu fyrirtæki að viðbættri áhættuþóknun sem er tilkomin vegna mismunar í kostnaði eigin fjár og skuldakostnaðar, sýnt með jöfnu 5:

Jafna 5

$$r_{SL} = r_{SU} + (r_{SU} - r_d)(1-T)(D/S)$$

Ef að $(1-T)$ er minni en 1 þá hækkar eiginfjáarkostnaður hægar en þegar gert er ráð fyrir fyrirtækjaskatti. Til að geta skilgreint samband á milli betu fyrirtækis, b , og skuldsetningarhlutfall þess þá kom Robert Hamada með viðauka við kenningar þeirra. Jafna Hamada er sýnd hér í jöfnu 6.

Jafna 6

$$b = b_U | 1 + (1-T)(D/S) |$$

Þar sem að b_U er beta hjá skuldlausu fyrirtæki (Brigham og Daves, 2007).

3.1.3 Gagnrýni á kenningar M&M

Forsendur sem M&M gefa sér eru óraunhæfar, en niðurstöður sem þeir setja fram út frá gefnum forsendum eru rökréttar. Tillaga þeirra sem byggist á engum skattgreiðslum leiðir til þeirrar niðurstöðu að fjármagnsskipan fyrirtækja skipti engu máli. Þrátt fyrir þá niðurstöðu er hægt að líta til þess að fyrirtæki innan sömu iðngreinar hafa oftast nær svipaða fjármagnsuppbyggingu. Eftir að M&M leiðréttu sig og bættu við hagræði vegna skattgreiðslna, þá leiddi það til þeirrar niðurstöðu að fyrirtæki væri best sett með að fjármagna sig að öllu leyti með skuldsetningu, en fyrirtæki í raunveruleikanum myndi vart ganga svo langt. Þegar sett er út á kenningar þeirra er aðallega litið til þess að þær forsendur sem tillögurnar byggðust á væru rangar. Það sem helst hefur verið gagnrýnt í kenningum M&M er eftirfarandi:

1. Í tillögum gera þeir ekki ráð fyrir neinum viðskiptakostnaði með verðbréf, en þessi kostnaður er hinsvegar til staðar og heftir ferli högnunar.
2. Sú forsenda að fyrirtæki og einstaklingar geti fjármagnað sig á sömu kjörum, en það er fjarstætt raunveruleikanum.
3. Að skuldsetning einstaklinga og fyrirtækja sé álíka áhættusöm, en þegar einstaklingar fjármagna fyrirtæki með takmarkaðri ábyrgð, svo sem hlutafélög, þá er einungis hægt að glata því stofnfé sem lagt var í fyrirtækið. Ef einstaklingar fjármagna sig þá eru þeir í persónulegri ábyrgð gagnvart skuldbindingum sínum og geta þar með orðið persónulega gjaldþrota.
4. Fyrirtæki geta forðast gjaldþrot með því að draga úr arðgreiðslum eða með því selja eignir þegar það dregur úr tekjum skuldsetts fyrirtækis og þar með staðið við skuldbindingar sínar.
5. Upphaflega var gert ráð ráð fyrir að einstaklingar og fyrirtæki gætu tekið lán á áhættulausum vöxtum, en þetta er ekki mögulegt í raunveruleikanum.
6. Ekki er tekið tillit til umboðskostnaðar né heldur þess kostnaðar sem verður til vegna fjárhagserfiðleika fyrirtækja. Það kann að vera mjög kostnaðarsamt ef fyrirtæki lenda í slíkum erfiðleikum.

7. Gert er ráð fyrir skilvirkum markaði þar sem allir búi yfir sömu upplýsingum, og er þetta talin mikil einföldun á því sem í raun er og á sér varla stoð í raunveruleikanum (Brigham og Daves, 2007).

4 Fjármál Landsvirkjunar

Í starfsemi Landsvirkjunar, sem og annarra fyrirtækja, felast ýmsar áhættur. Varðandi sumar þeirra eru teknar meðvitaðar ákvarðanir um að verja ekki því fyrirtækið getur lifað með þeim. Svo eru til staðar aðrar áhættur sem Landsvirkjun ber að varast og getur ekki lifað við án þess að reyna að lágmarka möguleika á að þær fari á versta veg. Að útrýma allri áhættu borgar sig aldrei, en til þess þyrfti gríðarlegt fjármagn og stundum er það í raun ekki hægt (Bodie, Kane og Marcus, 2009). Til að takmarka ýmsar áhættur í rekstri sínum ástundar Landsvirkjun virka áhættustýringu. Fyrirtækið stundar afleiðuviðskipti til að verja ákveðnar stöður (Landsvirkjun, 2013). Með því að stunda afleiðuviðskipti getur Landsvirkjun reynt að stýra áhættum í rekstri sínum (Hull, 2006). Notkun afleiðusamninga hjá fyrirtækinu hefur verið til að stýra vaxtaáhættu og gengisáhættu, og með þessu getur fyrirtækið einnig reynt að verja sig gagnvart sveiflum í heimsmarkaðsverði á áli (Landsvirkjun, 2013).

Fjármagnsskipan tengist fjármögnun fyrirtækja með nánnum hætti, kennitölur fyrirtækis í miklum vexti geta orðið veikar vegna mikillar skuldsetningar. Þegar fyrirtæki skuldsetur sig mikið getur það haft neikvæð áhrif á lánshæfiseinkunn. Að sama skapi hefur það hefur áhrif á aðgang fyrirtækis að lánsfé og fjárhagslegum sveiganleika. Eiginfjárhlutfall fyrirtækis má því ekki vera of hátt, það getur líka komið til kostnaður vegna áhættu fyrirtækis um hugsanlega fjárhagserfiðleika. Til að halda fjármagnsstöðu fyrirtækisins sem hagkvæmasti þarf að horfa til allra þessara þátta (Brigham og Daves, 2010).

4.1 Fjárhagsstaða

Ársreikningur Landsvirkjunar árið 2012 var gerður í samræmi við alþjóðlega reikningskilastaðla (IFRS) líkt og þeir hafa verið staðfestir í Evrópusambandinu. Starfrækslugjaldmiðill fyrirtækisins er Bandaríkjadalur (USD). Fyrirtækið notar afleiðusamninga til að stýra þeirri áhættu sem myndast í rekstri fyrirtækisins. Landsvirkjun nýtir þessa samningsleið til að stýra vaxta- og gengisáhættu, einnig hefur það nýtt sér þessa samningsleið vegna þeirra sveiflna í heimsmarkaðsverði á áli, en hluti rekstrartekna fyrirtækisins ræðst af þeim. Í árslok 2012 var gangvirði afleiðusamninga til

að tryggja sölutekjur fyrirtækisins jákvætt upp á 10,0 milljónir Bandaríkjadala. Hins vegar var gangvirði gjaldmiðla- og vaxtasamnings í árslok 2012 neikvætt um 48,4 milljónir Bandaríkjadala. Innbyggðar afleiður í orkusölusamningum fyrirtækisins að frádregnu gangvirði innbyggðra afleiðna vegna raforkukaupsamninga var jákvætt og er það gangvirði metið upp á alls 270,8 milljónir Bandaríkjadala í árslok 2012. Eigið fé fyrirtækisins í árslok 2012 nam 1.697,2 milljónum Bandaríkjadala eða 35,9 milljónum Bandaríkjadala meira en árið áður. Stjórn fyrirtækisins hefur lagt til að hagnaður ársins 2012 verði færður til hækkunar á eigin fé fyrirtækisins. Fjárhagsstaða fyrirtækisins er sterk sem og lausafjárstaða sökum góðrar sjóðstöðu, óádröginna lána og lánalína. Fyrirtækið tók lán fyrir 16,6 milljónir Bandaríkjadala á árinu en greiddi um leið niður skuldir um 155,5 milljónir Bandaríkjadala. Frá 1. janúar árið 2012 var gerður samningur að ríkissjóður tryggði Reykjavíkurborg og Akureyrarbæ skaðleysi vegna ábyrgðar þeirra á skuldbindingum fyrirtækisins sem voru stofnaðar til 1. janúar árið 2007. Þóknun sökum ábyrgðar á langtímalánum fyrirtækisins námu alls 9,6 milljónum Bandaríkjadala árið 2012 (Landsvirkjun, 2013). Í töflu 1 má sjá lykiltölur úr ársreikningi Landsvirkjunar 2012.

Tafla 1: Lykiltöluyfirlit úr ársreikningi Landsvirkjunar 2012 (Landsvirkjun, 2013).

Lykiltöluyfirlit					
Þús. USD	2008	2009	2010	2011	2012
Rekstur					
Tekjur	397.268	342.314	377.649	439.196	407.824
Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir	296.756	271.659	298.085	345.203	319.599
Hagnaður	44.672	50.043	89.971	106.112	101.989
Arðsemi eiginfjár	-21,5%	14,0%	4,7%	1,6%	3,3%
Efnahagur					
Heildareignir	4.621.384	4.807.970	4.850.037	4.635.989	4.518.534
Skuldir	3.244.592	3.243.483	3.205.715	2.974.677	2.821.382
Eigið fé	1.376.792	1.564.487	1.644.322	1.661.312	1.697.152
Eiginfjárhlutfall	29,8%	32,5%	33,9%	35,8%	37,6%
Sjóðstreymi					
Handbært fé frá rekstri	184.350	197.023	229.595	267.172	236.178
Fjárfestingar	-374.797	-120.533	-53.517	-107.689	-122.979
Fjármögnun	168.586	-4.572	-106.294	-185.328	-151.670
% af veltu					
Rekstrarhagnaður fyrir afskriftir	74,7%	79,4%	78,9%	78,6%	78,4%
Handbært fé frá rekstri	46,4%	57,6%	60,8%	60,8%	57,9%
Fjárfestingar	-94,3%	-35,2%	-14,2%	-24,5%	-30,2%

Heimild: Ársreikningar Landsvirkjunar

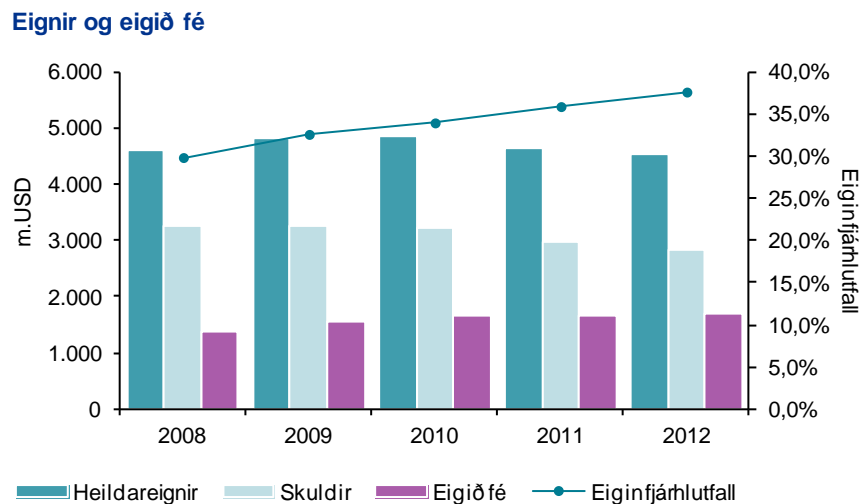
4.1.1 Eigið fé, skuldir og eiginfjárlutfall

Uppbygging Landsvirkjunar hefur verið töluverð síðastliðin 10-15 ár og því hefur ekki verið lagt inn nýtt eigið fé frá eigendum. Fyrirtækið hefur almennt verið að fjármagna sig með skuldabréfaútgáfu og innri sjóðum. Þar af leiðandi hefur eiginfjárlutfall fyrirtækisins haldist lágt sérstaklega í samanburði við sambærileg fyrirtæki erlendis (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013).

Sökum þess að tekjur fyrirtækisins eru að meirihluta í Bandaríkjadöllum, þá verður starfsrækslummynt fyrirtækisins að vera í Bandaríkjadal samkvæmt kröfum frá IFRS. Í hinum fullkomna heimi væri skynsamlegast að hafa skuldsetningu fyrirtækis í sömu hlutföllum og tekjur þess til að draga úr áhættu (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013). Þetta getur gert það að verkum að fyrirtækið er ekki eins háð gengi íslensku krónunnar og að öðru óbreyttu gæti það gert efnahag fyrirtækisins stöðugri.

Töflur 1 og 2 sýna hvernig eigið fé, skuldir og eiginfjárlutfall fyrirtækisins hafa verið frá árinu 2008 til ársloka 2012.

Tafla 2: Eignir, eigið fé, skuldir og eiginfjárlutfall Landsvirkjunar (Landsvirkjun, 2013).



Eins og sjá má stóð eigið fé Landsvirkjunar í 1.697,2 milljónum Bandaríkjadöllum í árslok 2012, skuldir í árslok 2012 voru 2.821,2 milljónir Bandaríkjadala og eiginfjárlutfall stóð í 37,6%. Þetta sýnir jafnframt að þessar tölur hafa allar batnað frá árinu 2011 (Landsvirkjun, 2013).

Landsvirkjun hefur aðallega fjármagnað sig hingað til með skuldabréfaútgáfu. Skuldir fyrirtækisins hafa farið lækkandi frá árinu 2008, en fyrirtækinu tókst að greiða skuldir sínar niður um 155,5 milljónir Bandaríkjadala árið 2012. Þrátt fyrir lægri tekjur og auknar fjárfestingar hjá fyrirtækinu síðasta ár var unnið að niðurgreiðslu skulda og stefnt að því að styrkja fjárhagsstöðu fyrirtækisins (Landsvirkjun, 2013).

Ef fyrirtækið á að geta losað sig undan ríkisábyrgð vegna nýrrar lántöku þá þarf fjárhagsstaða fyrirtækisins að vera betri til að fá hærra lánshæfismat, en þá getur fyrirtækið fjármagnað nýjar framkvæmdir á viðunandi vaxtakjörum.

4.2 Möguleiki Landsvirkjunar á að auka eigið fé

Kostnaður vegna eigins fjárs er ávallt sú ávöxtunarkrafa sem hluthafar fyrirtækis eiga. En til eru tvær leiðir til að fjármagna sig með eigin fé, það er með útgáfu nýrra hlutabréfa eða með óráðstöfuðu eigin fé. Með óráðstöfuðu eigin fé er átt við afkomu undanfarinna ára sem ekki hefur verið greidd út til hluthafa heldur endurfjárfest í fyrirtækinu. Hvor leiðin sem farið er, ber hvor um sig ávallt með sér fjármagnskostnað og er það eins og fram kom, ávöxtunarkrafan til hluthafa (Brigham og Daves, 2010).

Möguleikar Landsvirkjunar til að auka við eigið fé væru þá helst að þynna út hlut íslenska ríkisins, með því að selja hlut í fyrirtækinu og setja hlutafé inn í fyrirtækið. Einnig væri hægt að ráðstafa arð fyrirtækisins á eigið fé og ekki greiða eins mikið út til hluthafa.

4.3 Lánshæfismat Landsvirkjunar

Þegar fyrirtæki leitast eftir nýju fjármagni, skiptir lánshæfismat þeirra miklu máli, bæði til að geta almennt séð fengið lán og til að fá sem hagstæðustu vaxtakjör á lántökur. Fyrirtæki eins og Landsvirkjun, sem þarf gríðarlega mikið fjármagn til að standa undir kostnaði á nýjum verkefnum, á ekki auðvelt með að fá lánað nægilegt fjármagn hérlendis í erlendri mynt og þarf því að sækja það á erlenda markaði. Það getur reynst erfiðara þar sem lánveitendur erlendis frá hafa almennt séð minni vitneskju um Landsvirkjun, annað en þeir sem hérlendis eru. Því er það mikilvægt fyrir fyrirtæki eins og Landsvirkjun að lánshæfismat sé gott. Að fá faglegt mat á lánshæfi skiptir því fyrirtæki gríðarlega miklu máli ef sóst er eftir fjármögnun á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum.

Til að lánshæfismat sé marktækt þá er mikilvægt að fá viðurkennda matsaðila til þess að sjá um matið, en það gerir alla lánveitingu markvissari. Það eykur öryggi lánveitandans og tryggir að sá er tekur lán muni greiða vexti í samræmi við tiltekið lánshæfismat. Lánshæfismat getur verið gert fyrir lántökur til skamms tíma og til langs tíma (Lánamál Ríkisins, e.d.)¹.

Lánshæfismatsfyrirtækin Moody's og Standard and Poor's (hér eftir S&P's), meta og gefa lánshæfiseinkunn fyrir Landsvirkjun. Mikilvægt er, eins og markaðsaðstæður eru í dag, að hafa góða lánshæfiseinkunn bæði til að fá aðgang að fjármagni og á hagstæðum kjörum. Til að geta unnið að gerð lánshæfismats þurfa matsfyrirtækin allar nauðsynlegar upplýsingar um fyrirtækið, og þær takmarkast ekki eingöngu við athugun á fjármálamælikvörðum eins og kennitölum úr rekstri. Það þarf að líta til allrar grundvallarstarfsemi fyrirtækisins, samkeppnisstöðu þess, sem og til breytinga í greininni sjálfri með tilliti til tæknibreytinga og vaxtamöguleika o.m.fl. Eftir að þetta hefur verið skoðað þurfa fulltrúar matsfyrirtækja og lykilstjórnendur þess fyrirtækis sem verið er að meta að hittast og skoða vandlega þá lykilþætti sem gætu haft áhrif á lánshæfiseinkunn fyrirtækisins. Hér eru einnig skoðuð stjórnunarstefna og fjármála- og rekstraráætlanir fyrirtækisins. Til að auka ekki líkindi á því að lánshæfiseinkunn verði neikvæð, er mikilvægt að áætlanir séu vandaðar svo niðurstaða úr rekstri sé ekki langt frá fjárhags- og rekstraráætlununum. Eftir að matsfyrirtæki hefur vegið og metið áhrifaþættina, þá tilkynnir það fyrirtæki væntanlega lánshæfiseinkunn og hverjir lykilþættir í matinu séu. Hér hefur þá fyrirtækið sem metið er möguleika á því að gera athugasemdir ef það telur nauðsynlegt að þurfa að leiðrétta augljósar villur eða rangfærslur í matinu áður en það er gefið út. Þegar það hefur verið tekin ákvörðun um lánshæfiseinkunn fyrirtækisins er hún gerð opinber. Matsfyrirtækin fylgast með breytingum á aðstæðum áfram og geta þurft að endurskoða einkunn ef lykilþættir breytast. Fyrirtækjahorfur í mati skiptast í þrennt, en þær geta verið jákvæðar, stöðugar eða neikvæðar. Út frá þessari lánshæfiseinkunn meta fjárfestar m.a. hvort það eigi að lána fyrirtæki eða ekki (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013).

Samkvæmt lögum nr. 42/1983 á ríkissjóður að eiga 99,9% eignarhluta í Landsvirkjun og 0,1% sé í eigu Eignarhlutar ehf. Þeir eru í einfaldri ábyrgð fyrir öllum skuldbindingum

fyrirtækisins eftir eignarhlutum. Þar af leiðandi ræðst lánshæfiseinkunn Landsvirkjunar að langmestu leyti af þeirri lánshæfiseinkunn sem ríkissjóður hefur hverju sinni.

Eins og kom fram fyrr í þessum kafla, stóð eiginfjárlutfall Landsvirkjunar í 37,6% í lok árs 2012 og hefur farið hækkandi frá árinu 2008. Að mati höfundar telur hann að það sé líklegt að ef skuldsetning Landsvirkjunar verður of mikil og eiginfjárlutfallið lækkar þá getur það haft þau áhrif að lánshæfiseinkunn fyrirtækisins gæti lækkað um eitt þrep. Og verri lánshæfiseinkunn þýðir dýrari fjármögnun í framtíðinni, en þar sem fyrirtækið er með ríkisábyrgð mun það ávallt vera stór þáttur í þeirra lánshæfismati nema ábyrgðinni sé sleppt.

Lánshæfiseinkunn getur verið frá AAA og niður í D, en AAA er hæsta mögulega einkunn og D sú lægsta sem fyrirtæki getur fengið. Þetta má sjá í töflu 3 á bls. 45 í þessari ritgerð (Lánamál Ríkisins, e.d.)¹.

Landsvirkjun hefur mismunandi lánshæfiseinkunn eftir frá hverjum matið er. Frá Moody's í febrúar 2013 var fyrirtækið hækkað í einkunn og fékk það skammtímaeinkunnina P-3 og langtímaeinkunnina Baa3 stöðug, en áður var það með neikvæðar horfur. Rekja má þessa breytingu til þeirra breytinga sem urðu á lánshæfiseinkunn ríkissjóðs Íslands, sem fór úr neikvæðri í stöðuga þann 7. febrúar 2013 en er sú hækkun má leiða til jákvæðra niðurstöðu í ICESAVE samningi landsins (Moody's Investor Service, 2013). Einkunn sem Landsvirkjun fær frá S&P's er síðan í nóvember 2012 og því ekki enn búið að taka tillit til niðurstaðna úr ICESAVE samninginum en þá fékk fyrirtækið skammtímaeinkunnina B og langtímaeinkunnina BB stöðuga (Standard & Poor's Rating Service, 2012).

4.3.1 Ábyrgðargjald

Ábatinn sem Landsvirkjun hlýtur af því að hafa ríkisábyrgð á lánum sínum, er reiknaður sem gjald til ríkissjóðs. Vegna athugasemda Eftirlitsstofnunar EFTA (e. ESA) var fenginn óháður aðili til að sjá um að reikna ábyrgðargjald sem Landsvirkjun þarf að greiða fyrir ríkisábyrgð. Eftirlitsstofnun, EFTA (e. ESA) taldi að ríkisábyrgðarsjóður væri hæfur til að sjá um að reikna það. Niðurstaðan var sú, að gerðar voru tvær skýrslur, og ábyrgðargjaldið var hækkað úr því að vera 0,25% í 0,48% af höfuðstól lána. Landsvirkjun gæti líklega ekki tekið lán erlendis á hagstæðum kjörum án þessarar ábyrgðar en fyrirtækið gæti hins vegar fjármagnað sig innanlands án ábyrgðar frá ríkissjóði.

Landsvirkjun vantar eigið fé í reksturinn, ef afnema á ríkisábyrgðina á nýjum lántökum og fara í nýjar framkvæmdir. Þó svo að kennitölur fyrirtækisins séu viðunandi, þá er það ekki nægilegt til að fá góða lánshæfiseinkunn. Landsvirkjun sækir fyrst og fremst í lánveitingu erlendis, þar fær fyrirtækið betri kjör og svo þarf það að taka lán í erlendri mynt, þ.e. í Bandaríkjadal. Eins og fram hefur komið þá er Bandaríkjadalur starfsrækslugjaldmiðill Landsvirkjunar. Landsvirkjun þarf einnig að hafa ákveðnar áhættuvarnir, þar sem töluverður hluti af tekjum þeirra er ennþá tengdur við álver. Það hefur þá verulega dregið úr því undanfarið og því þarf það að verja sig gagnvart því að það verði veruleg breyting á markaðsaðstæðum, að tekjur þeirra fari ekki verulega niður sem getur svo kallað á það að ef álverið ríkur upp þá aukast tekjurnar ekki samsvarandi. Það verður að fórna einhverju fyrir öryggið. Ríkisábyrgð gerir fyrirtækinu mögulegt að stunda afleiðuviðskipti, en án hennar væru erlendir aðilar tregir við að stunda afleiðuviðskipti við fyrirtækið. (Hafsteinn Hafsteinsson og Sigurður Thoroddsen, munnleg heimild 8. apríl 2013). Með breytingarlögum nr. 175/2011, á lögum um Landsvirkjun, er Landsvirkjun heimilt að stofna til fjárhagslegra skuldbindinga til þarfa fyrirtækisins og gangast í ábyrgð fyrir greiðslum í sama skyni. En nýjar fjárhagslegar skuldbindingar, sem njóta ábyrgðar ríkisins eru háðar samþykki ráðherra (Sigurður Thoroddsen, munnleg heimild 8. apríl 2013).

5 Hvernig á Landsvirkjun að fjármagna ný verkefni?

Til að fjármagna verkefni er hægt að fara margar mismunandi leiðir, nauðsynlegt er að kanna vel hvaða leiðir eru í boði og finna þá leið sem hentar best hverju sinni. Erfitt getur verið að nálgast fjármagn til að standa undir mjög fjármagnsfrekum verkefnum og þá skiptir fjárhagsstaða fyrirtækis máli til að fjárfestar og lánveitendur vilji taka áhættu á því að lána fyrirtæki fyrir framkvæmd. Þess vegna er það mikilvægt fyrir fyrirtæki að fá góða einkunn á lánshæfismati, þ.e.a.s. geta sýnt fram á það að þau geti staðist afborganir vaxta af lánum. Fyrirtæki eins og Landsvirkjun sem hefur fengið ríkisábyrgð fyrir sínum lánum skorar hærra á lánshæfismati sökum ríkisábyrgðar og fær því fjármögnun á betri kjörum.

5.1 Fyrri fjármögnun Landsvirkjunar

Fram til dagsins í dag hefur fjármögnun Landsvirkjunar verið að langmestu leyti með hefðbundinni skuldabréfaútgáfu undir EMTN rammasamningi (e. Euro Medium Term Note Programme) fyrirtækisins. EMTN rammasamningur er í raun og veru stöðluð útgáfulýsing til að einfalda utanumhald og lágmarka kostnað við samningagerð (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 21. apríl 2013). Staða lána var í árslok 2012 undir EMTN samningnum um 1,83 milljarðar Bandaríkjadala, en EMTN samningur setur hámarks samanlagða fjárhæð allra samninga að ekki nema 2,5 milljörðum Bandaríkjadala (Landsvirkjun, 2013). Fyrirtækið uppfærir EMTN rammasamninginn einu sinni ári og fær fjármálastofnanir til að finna lánveitendur til að lána undir rammasamningnum. Fyrirtækið hefur einnig skrifað undir tvíhliða lánasamning við Evrópska fjárfestingarbankann og Norræna fjárfestingarbankann. Í næstu uppfærslu á EMTN rammasamningnum verður mjög sennilega gerður nýr rammasamningur til viðbótar við hinn, þ.e. einn þar sem allar útgáfur hljóta ríkisábyrgð en hinn án ríkisábyrgðar. Búðarhálsvirkjun var hinsvegar fjármögnuð m.a. með svokallaðari verktakafjármögnun, en þetta er eina verkefnið sem hefur verið fjármagnað með þessum hætti síðustu ár. (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 21. apríl 2013). Í kafla 5.3 í ritgerðinni er fjallað um hvernig verktakafjármögnun virkar almennt.

Skuldabréfaútgáfur og fjármögnun Landsvirkjunar hefur almennt séð tekist vel hingað til, en þar sem fyrirtækið er ekki lengur með bestu mögulegu láns hæfiseinkunn eða AAA eins og áður, er fjármögnunin orðin dýrari. Fyrirtækið notast enn við, og mun nota skuldabréfaútgáfu sem fjármögnunarleið, en er leitar þó leiða við að lækka fjármögnunarkostnaðinn með því að skoða t.d. verktakafjármögnun. Það er nauðsynlegt að hafa til staðar varaáætlun ef hefðbundin skuldabréfaútgáfa verður of dýr eða ef erfitt reynist að fá langtímafjármögnun. Öll fyrri fjármögnun fyrirtækisins hefur verið með ríkisábyrgð, og er það vegna betri kjara sem hljóttast sökum ábyrgðarinnar. Fjárfestar og lánveitendur geta krafist ábyrgðar, en þá er það undir fyrirtækinu og ríkinu komið hvort fjárfestirinn eða lánveitandinn fái hana. Yfirmaður lánamála hjá Landsvirkjun sér svo um að bera saman hvaða fjármögnunarleið sé best hverju sinni fyrir fyrirtækið. Stjórn fyrirtækisins þarf svo að samþykkja hvort gengið sé í umrædda framkvæmd og hvort lán sé tekið fyrir henni. Moody's og S&P's sjá um láns hæfismat fyrir fyrirtækið, en fyrirtækið hefur hlotið sömu einkunn og ríkissjóður hjá Moody's en tveimur þrepum neðar hjá S&P's. Til að einkunn geti orðið betri, þarf láns hæfiseinkunn ríkissjóðs að batna (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 21. apríl 2013).

5.2 Verkefnafjármögnun

Verkefnafjármögnun (e. project finance) gengur út á það að sá sem veitir lán fyrir tilteknu verkefni telji það ásættanlegt að afborganir lánsins komi einungis með greiðsluflæði og tekjum frá verkefninu, eignir verkefnisins eru þá eina ábyrgð lánsins. Það eru þó tilfelli þar sem koma utanaðkomandi ábyrgðir og jafnvel greiðslur vegna þess (Þór Sigfússon, e.d.).

Verkefnafjármögnun er leið til fjármögnunar sem Landsvirkjun hefur ekki enn nýtt sér. Mögulegar ástæður þess eru líklega hve háir vextir og flóknir samningar fylgja þessari fjármögnunarleið. Þessi fjármögnunarleið getur samt sem áður mögulega gert fyrirtækinu kleift að fjármagna verkefni án ríkisábyrgðar. Þessi fjármögnunarleið fer ekki á efnahagsreikning fyrirtækisins og hér getur einungis tapast það eigið fé sem fyrirtækið myndi setja í verkefnið til að byrja með. Verkefnafjármögnun sem slík virkar sem sjálfstæð leið fyrir fyrirtæki til að fjármagna ný verkefni og gengur aðallega út á gæði þess verkefnis sem verið er að fjármagna. Til að fara út í verkefnafjármögnun þarf að meta alla áhættuþætti verkefnisins, hér er það lánveitandi sem tekur nánast alla áhættu

Þess ef eitthvað fer úrskeiðis. Hér eru engar aðrar tekjur sem geta varið lánveitandann heldur en tekjuflæðið sem hlýst vegna verkefnisins (Benedikt K. Magnússon, munnleg heimild 29. mars 2013). Til að útskýra þessa fjármögnunarleið nánar má líta á dæmi um stofnun verkefnis utan um raforkufyrirtæki sem framleiðir rafmagn fyrir t.d. álver, en einu tekjur verkefnisins eru tekjurnar frá álfyrirtækinu. Ef álverið hættir af einhverjum ástæðum að greiða tekjur, fellur verkefnið um sjálf sig og lánveitendur fá ekkert. Ef þetta verkefni væri hins vegar fjármagnað á efnahagsreikning fyrirtækis myndu lánveitendur sennilega fá endurgreitt samkvæmt samningi, vegna þess að fyrirtækið er með tekjur af annarri starfsemi eða frá öðrum viðskiptavinum.

Lykilatriði þegar tekin er ákvörðun um að fjármagna verkefni með þessum hætti er að það sé búið að tryggja tvo stærstu áhættuþætti fjármögnuninnar. En þessir áhættuþættir eru svokölluð mótaðilaáhætta og svo áhættan í tekjuflæðinu. Það sem er átt við með mótaðilaáhættu er að verkefnið sé komið með tryggja kaupendur af verkefninu á verðum sem eru tiltölulega föst. Með áhættu í tekjuflæði er svo átt við það að vera með verkefni sem getur staðið undir kostnaði. Til að tryggja þessa þætti er hannaður svokallaður “off-taker” samningur, í honum felst að fundinn er kaupandi að verkefninu og við hann er gerður bindandi samningur til lengri tíma. T.d. gæti Landsvirkjun gert samning við Rio Tinto Alcan um að þeir myndu kaupa alla orku verkefnisins á verðum sem eru tiltölulega fastákveðin, þá er hægt að láta verðin tengjast einhverjum breytum (e. factor) sem gætu verið eins og gengi álvers. Breytan þarf að vera samsvarandi einhverjum vöxtum eða vaxtakjöri. Til að varast mótaðilaáhættuna er skynsamlegast að hafa einn eða tvo stóra viðskiptavini til að tryggja tekjuflæði og þurfa tekjur frá þeim að geta staðið undir vaxtakostnaði verkefnisins. Þessi verkefni geta kostað miklar fjárhæðir, og geta tapast miklir fjármunir ef að einn þáttur er vanmetinn eða ofmetinn. Ef kostnaðurinn er vanmetinn og er nokkrum prósentum hærri en ætla mátti, getur komið upp sú staða að verkefnið er ekki lengur arðbært. Þessi þáttur er þá vanalega tryggður á þann hátt að fenginn er einn yfirverktaki sem er gerður ábyrgur fyrir að gera tilboð í verkefnið og er hann þá ábyrgur fyrir því að verkefnið hafi tiltekin framkvæmdarkostnað. Allt að því fær fyrirtækið svokallaða „fullbúna lausn“ (e. turn key solution) eða þar að segja fengi fyrirtækið til að mynda verksmiðjuna alveg fullkláraða með tryggð um að hún afkasti ákveðið miklu. Dæmi um það er ef fyrirtæki leitar eftir verktaka fyrir verkefnið en þá þarf að vanda vel hvaða verktaki það er, skoða bakgrunn

og þess háttar. Fyrirtæki treystir kannski frönskum framleiðanda en ekki kínverskum framleiðanda. Fyrirtæki gætu verið tilbúin að taka áhættu á að fá kínverskan framleiðanda til að vinna verkið fyrir sig en er svo kannski tilbúið að taka enn meiri áhættu ef þau geta fengið franskan framleiðanda. Það þarf því að tryggja vel þessa tvo þætti, í raun með 100% vissu. Tökum dæmi ef mótaðili er ALCOA sem er með gott lánshæfismat og svo með traustan verktaka sem getur sýnt fram á bankaábyrgð eða álíka fyrir framkvæmdunum. Ef vissan er orðin allt að 100% þá er möguleiki á að fá mjög góð kjör á verkefnafjármögnun (Benedikt K. Magnússon, munnleg heimild 29. mars 2013).

Landsvirkjun skoðaði þessa leið þegar átti að fjármagna Búðarhálsvirkjun en ekki var það talinn ákjósanlegur kostur vegna hagstæðari vaxtakjara sem fyrirtækinu bauðst til að fjármagna verkefnið á annan hátt á sínum tíma (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013).

5.3 Verktakafjármögnun

Verktakafjármögnun hefur lítið verið notuð hérlendis en er engu að síður einn af möguleikunum þegar kemur að fjármögnun verkefna. Almenn skilgreining á verktakafjármögnun er þá í raun framkvæmdaraðili, sá sem gerir samning við verktaka eða söluaðila, fær tilgreinda vöru og/eða þjónustu samkvæmt skilmálum samningsins (Business Dictionary, e.d.). Ástæðan fyrir því að þetta hefur verið lítið notað hjá Landsvirkjun, er að matseinkunn ríkissjóðs var mjög góð og því var Landsvirkjun einnig með mjög góða lánshæfiseinkunn. Þetta var dýrari fjármögnunarleið en hefðbundin skuldabréfaútgáfa. Þegar talað er um verktakafjármögnun virkar það þannig að fyrirtæki sem þarf að kaupa vélar og rafbúnað óskar einnig eftir fjármögnun á búnaðinum, og óskar þá eftir því við verktakann að hann útvegi fjármagn sem til þess þurfi. Það byrjar þegar fyrirtæki leitar eftir fjármagnsaðstoð, og fer til verktaka sem getur selt þeim t.d. áhöld eða vélar fyrir verkefnið og semur við þá um að kaupa allan véla- og rafbúnað ef þeir fá „umboð útflutnings lána“ (e. Export credit agency financing, „ECA“) í þeirra landi til að lána fyrir því á sem hagstæðustu kjörum. Hér myndu „umboð útflutnings lána“ veita lán ef þeir sæju fram á að með þessu gæti þeir styrkt innlendan iðnað, hér myndi því skapast svokölluð „Win-Win“ lausn, þ.e. ávinningur fyrir báða aðila (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013). Til að lýsa þessu enn betur er hægt að

taka dæmi: ef Landsvirkjun vantar dýr tæki til að geta framkvæmt vinnuna sem þarf í verk, þá getur fyrirtækið leitað til verktakafyrirtækis erlendis sem hefur þau tæki sem til þarf í verkið. Landsvirkjun myndi t.d. leita til verktaka í Þýskalandi og semja við hann um að það myndi kaupa allan búnað frá þeim ef að verktakafyrirtækið fengi „umboð útflutnings lána“ í Þýskalandi til að lána fyrir tækjunum. Þýski verktakinn myndi þá fara til síns „umboð útflutnings lána“ sem er Hermes, og reyna semja við þá um að lána Landsvirkjun til þess að búnaður yrði keyptur hjá þeim. Þegar og ef Landsvirkjun fengi tilboð í samning, gæti Landsvirkjun svo farið með það tilboð til að mynda til Frakklands og reynt að gera það sama þar. Eftir að tilboð fengist frá Frakklandi, væri svo hægt að fara aftur til Þýskalands til að athuga hvort hægt væri að semja betur, og svo framvegis.

Landsvirkjun fjármagnaði Búðarhálsvirkjun að hluta til með verktakafjármögnun, fyrirtækið samdi við þýska fyrirtækið Voith Hydro um kaup á vél- og rafbúnað fyrir stöðina. Í samningunum voru kvaðir að fyrirtækið ætti einungis að vinna að skilgreindum verkefnum þar til fjármögnuninni lyki, en henni lauk að fullu í apríl 2011 og var þeim kvöðum því aflétt. Áætlaður kostnaður við Búðarhálsvirkjun er í heildina 230 milljónir bandaríkjadala og er um 67% kostnaðar í íslenskum krónum og annar kostnaður að mestu leiti í bandaríkjadöllum (Landsvirkjun, 2012). Ákvörðun um að fara þessa fjármögnunarleið var vegna þess að þetta var langur lánstími, til 21 árs og á hagstæðum kjörum, Voith Hydro afhenda véla- og rafbúnaðinn í lok árs 2013. Landsvirkjun leitaði hér samninga við verktaka í nokkrum löndum, t.d. Króatíu, áður en fyrirtækið undirritaði samning við Voith Hydro (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 11. mars 2013).

6 Almennt um ríkisábyrgð

Samkvæmt lögum nr. 121/1997, um ríkisábyrgð, má ríkissjóður má aldrei takast á hendur ábyrgðarskuldbindingar, nema heimild sé veitt til þess í lögum. Samkvæmt 5. gr. umræddra laga er ríkisábyrgðasjóði ætlað það hlutverk að sjá um undirbúning að veitingum ríkisábyrgðar og afgreiðslu þeirra. Hann á einnig að annast innlausnir krafna sem falla á ríkissjóð sökum ábyrgðar sem hann hefur tekið sér á hendur, en einnig sjá um að innheimta þær kröfur. Veita má aðeins ríkisábyrgð sé það heimilað í lögum, fjárlögum eða sérlögum. Ríkisábyrgð getur verið sjálfskuldaábyrgð og einföld ábyrgð. Með sjálfskuldaábyrgð má krefja ábyrgðarmann strax um greiðslu við greiðslufall skuldara, en með einfaldri ábyrgð er átt við að ganga þurfi fyrst að skuldara til greiðslu áður en að krefja má þá sem ábyrgð bera á skuldinni. Áhættugjald skal greiðast fyrir lánum sem fá ríkisábyrgð, það gjald er misjafnlega hátt hvort um sjálfskuldarábyrgð eða einfalda ábyrgð sé að ræða (Lánamál Ríkisins, e.d.)².

Ríkisábyrgð er aðallega til komin vegna lánamöguleika fyrirtækja með verkefni sem þykja þá oft vera þjóðhagslega hagkvæm en ráða ekki við fjármagnanir án ábyrgðar. Til dæmis fyrir fyrirtæki með lítið eigið fé, þá verða vextir það háir að fyrirtæki ræður ekki við útborganir, hér getur þá fyrirtæki fengið ríkisábyrgð og þar með lán á betri kjörum eða yfirhöfuð fengið lán. Sum fyrirtæki eiga alfarið erfitt með að fá lánveitingu ef það væri ekki fyrir einhverskonar ábyrgð frá ríkissjóði (Hafsteinn Hafsteinsson, munnleg heimild 8. apríl 2013).

Þegar ábyrgð er fengin frá ríkissjóði þurfa þeir sem fá ábyrgðina veitta að greiða fyrir svokallað ábyrgðargjald fyrir ábyrgðina, þ.e. gjald fyrir þann ábata sem hlýst sökum ríkisábyrgðar. Ábyrgðargjald á að vera reiknað af óháðum aðila, en samkvæmt ESA er það ríkisábyrgðarsjóður. Lögin um ábyrgðargjaldið breyttu töluverðu fyrir lánþega, en lögin voru sett aðallega vegna athugasemda frá eftirlitsstofnun ESA um reglur um ríkisaðstoð (e. State aid). Það eru því ákveðnar reglur sem kveða á um það að ríkissjóður megi ekki, nema með einhverjum skilyrðum opinberlega styrkja fyrirtæki í sinni eign. Ef ríkissjóður gerir það hins vegar þá verður það að vera út frá ákveðnum sjónarmiðum. Hér þarft að líta til samkeppnislaga og tryggja að ríkið eða fyrirtæki þess standi ekki

betur að vígi heldur en önnur fyrirtæki. Það þarf því að jafna muninn út og er það gert með að verðleggja ríkisaðstoð (Hafsteinn Hafsteinsson og Sigurður Thoroddsen, munnleg heimild 8. apríl 2013).

6.1 Lánshæfi ríkissjóðs

Ríkissjóður hefur fengið þrjú alþjóðleg matsfyrirtæki til að meta lánshæfi sitt. Þau fyrirtæki eru: Moody's Investors Service, Fitch Ratings og Standard & Poor's. Það er svo Seðlabanki Íslands sem sér um samskipti við matsfyrirtækin fyrir hönd ríkissjóðs (Hafsteinn Hafsteinsson, munnleg heimild 8. apríl 2013).

Til þess að eiga kost á því að leita til alþjóðlegra fjármálamarkaða gegnir lánshæfismatið mikilvægu hlutverki. Lántakendur fá lánshæfiseinkunn út frá mati matsfyrirtækjanna, en sú einkunn hefur svo mikil áhrif á þau lánskjör sem eru í boði. Lánshæfiseinkunn á að sýna fram á getu lánþega til að standa undir skuldbindingum sínum að fullu leyti og á tilsettum tíma. Þetta gefur lánveitanda hugmynd um líkur þess að lánþegi lendi í vanskilum með lán sín (Lánamál Ríkisins, e.d.)¹.

Sú lánshæfiseinkunn sem ríkissjóður fær setur nokkurs konar þak á lánshæfi hjá öðrum íslenskum lántakendum á alþjóðlegum mörkuðum og því mjög þýðingarmikið fyrir þá. Ýmsir þættir eru skoðaðir þegar lánshæfiseinkunn ríkissjóðs er metin, en þeir eru meðal annars:

- erlend greiðslugeta.
- hagvaxtarmöguleikar.
- peningastefna.
- stjórnmalaleg áhætta.
- ríkisfjármál og ríkisábyrgðir.
- samsetning hagkerfisins og tekjur.
- skuldastaða hin opinbera.
- skuldastaða einkageirans.

Lagt er mat á þessa þætti og út frá því er svo veitt lánshæfiseinkunn. Einkunnir á fjármálamörkuðum eru greindar í tvo meginflokk, fjárfestingarflokk og spákaupmennskuflokk. Við einkunnagjöf matsfyrirtækjanna gefa þau einkunn í

bókstöfum eins og sjá má í töflu 3. Þessari einkunn fylgir svo mat á horfum á breytingum á lánsþæfismati. Þessar breytingar geta verið jákvæðar, neikvæðar eða stöðugar. Matsfyrirtækin birta reglulega fréttir og nákvæman lista rökstuðnings við mat sitt (Seðlabanki Íslands, e.d.).

Tafla 3: Lánsþæfiseinkunn á skuldbindingum ríkissjóðs til langs tíma (Seðlabanki Íslands, e.d.).

Moody's	S&P og Fitch	Skýring á einkunnum
<i>Fjárhagseinkunnir</i>		
Aaa	AAA	Hæsta einkunn og lágmarksáhætta
Aa	AA	Há einkunn og lítil áhætta
A	A	Einkunn í góðu meðallagi og tiltölulega lítil áhætta
Baa	BBB	Miðlungseinkunn og viðunandi áhætta
<i>Spákaupmennskueinkunnir</i>		
Ba	BB	Greiðslur líklegar en óvissar
B	B	Greiðslugeta en hættu á vanskilum í framtíðinni
Caa	CCC	Léleg greiðslugeta en augljós hættu á vanskilum
Ca	CC	Mjög vafasöm greiðslugeta. Oft í vanskilum
C	C	Lægsta einkunn. Einkar slæmar horfur um endurgreiðslu
	D	Í vanskilum

Lánsþæfiseinkunn ríkissjóðsins í dag er ekki eins góð og hún var áður fyrr. Í kjölfar bankahrunsins á Íslandi í október árið 2008 lækkaði lánsþæfismatið töluvert mikið og hefur lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs ekki verið eins lág síðan matsfyrirtækin byrjuðu að meta ríkissjóð (Seðlabanki Íslands, e.d.).

Hér má sjá nýjustu lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs, en það var metið síðast í febrúar 2013:

- Fitch Ratings: Febrúar 2013: Erlend mynt: BBB Innland mynt: BBB+ Horfur: Stöðugar.
- Moody's: Febrúar 2013: Erlend mynt: Baa3 Innland mynt: Baa3+ Horfur: Stöðugar.
- Standard & Poor's: Febrúar 2013: Erlend mynt: BBB- Innland mynt: BBB- Horfur: Stöðugar (Seðlabanki Íslands, e.d.).

Ríkissjóður er flokkaður í lánsþæfismati fyrir að vera í svokölluðum fjárfestingarflokki (e. investment grade) en þeir eru einungis einu „þrepi“ frá því að falla í spákaupmennskuflokk (e. Speculative grade/Non-investment grade). Ljóst er að fall í spákaupmennskuflokk hefði í för með sér neikvæðar afleiðingar upp á erlenda fjármögnun að gera. Hjá ríkissjóði er stefnt að því að hann hækki sig upp um eitt „þrep“. Raunhæf staða ríkissjóðs væri að hækka sig um eitt „þrep“ en fyrir hrun náði íslenska

ríkið að vera með bestu mögulegu lánshæfiseinkunn sem gefin er hjá matsfyrirtækjunum. Sú staða er ekki raunhæf fyrir lítið land eins og Ísland (Hafsteinn Hafsteinsson og Sigurður Thoroddsen, munnleg heimild 8. apríl 2013).

6.2 Fyrirtæki hér á landi með ríkisábyrgð

Ríkissjóður er í ábyrgð fyrir mörg fyrirtæki, en þau stærstu eru Íbúðalánasjóður og Landsvirkjun (Hafsteinn Hafsteinsson, munnleg heimild 8. apríl 2013). Stöðu ríkisábyrgða í febrúar 2013 má sjá hér í töflu 4:

Tafla 4: Staða ríkisábyrgða í febrúar 2013 (Lánamál Ríkisins, e.d.)³.

Ríkisábyrgðir (í m.kr.)	Eftirstöðvar Febrúar 2013
Lánastofnanir	952.669
Íbúðalánasjóður	938.591
Byggðastofnun	14.077
Annað	0
Sameignar- og hlutafélög	345.997
Landsvirkjun sf.	329.604
RARIK ohf.	2.581
Farice ehf.	6.861
Isavia ohf.	2.707
RÚV ohf.	3.512
Annað	731
Atvinnuvegir	3.882
Viðskiptabankar	0
Norræni fjárfestingarbankinn	3.030
Annað	852
Ríkisábyrgðir samtals	1.302.547

Ríkisábyrgðir í febrúar árið 2013 voru samtals 1.302.547 m.kr. (Lánamál Ríkisins, e.d.)³. Má nefna að Byggðarstofnun gæti mjög líklega ekki starfað núna ef ekki væri fyrir ríkisábyrgðina (Hafsteinn Hafsteinsson og Sigurður Thoroddsen, munnleg heimild 8. apríl 2013).

6.3 Á ríkissjóður Íslands að vera í ábyrgð fyrir skuldbindingar Landsvirkjunar?

Við þessari spurningu er ekki til eitt rétt svar. Það má þó velta upp rökum með og á móti því að ríkissjóður eigi að vera í ábyrgð fyrir skuldbindingum Landsvirkjunar.

Það virðist vera sem að margir vilji almennt séð að ríkið beri ekki ábyrgð á skuldbindingum Landsvirkjunar, og er sú skoðun líklega komin til eftir að hafa séð hversu mikið nýtt eigið fé íslenska ríkið hefur þurft að setja inn í Íbúðalánasjóð. Því er mikilvægt að skoða þá möguleika sem fyrirtækið hefur til að fjármagna sig án ábyrgðar hins opinbera. Landsvirkjun er almennt séð nokkuð traust og stöðugt fyrirtæki. Helstu kennitölur fyrirtækisins eru góðar og skilar það ágætum hagnaði ár hvert. Ríkið hefur ekki enn þann dag í dag þurft að bera skaða af þeirri ábyrgð sem það veitir fyrirtækinu og virðist ekki vera breyting þar á eins og staðan er í dag. Fyrirtækið vinnur markvisst að því að styrkja fjárhagsstöðu sína, auka arðsemi og hafa almennt séð hagkvæmni að leiðarljósi í rekstri fyrirtækisins.

Sú ríkisábyrgð sem fyrirtækið hlýtur er einföld ábyrgð, þ.e. ef Landsvirkjun getur ekki greitt afborganir lána sinna, þá eiga kröfuhafar ekki rétt á því að krefjast greiðslu strax frá íslenska ríkinu, heldur þurfa þeir fyrst að ganga á eignir Landsvirkjunar. Eingöngu eftir að gengið hefur verið á eignir Landsvirkjunar er hægt að krefja íslenska ríkið um það sem eftir stendur (Davíð Ólafur Ingimarsson, munnleg heimild 10. mars 2013).

Miðað við þá framtíðarstefnu sem Landsvirkjun hefur mótað, þá telur höfundur að ríkisábyrgð geti styrkt fyrirtækið og skattgreiðendur landsins muni ekki hljóta skaða af til skamms tíma. Þetta kann að breytast og því telur höfundur að ef til lengri tíma sé litið, þá sé það æskilegt að Landsvirkjun geti fjármagnað sig á hagstæðum kjörum án ríkisábyrgðar. Landsvirkjun þarf að greiða 0,48% af höfuðstól lána sinna til ríkissjóðs og er það nokkuð há upphæð ár hvert sem fer til ríkissjóðs til hagsbóta fyrir íslenska borgara.

7 Niðurstöður

Eftir yfirgripsmikla rannsókn höfundar á almennri ríkisábyrgð og Landsvirkjun hefur hann komist að niðurstöðum við framangreindum rannsóknarspurningum. Það er þó ekki til ein rétt niðurstaða sem hér liggur fyrir, heldur er það álitamál og skiptar skoðanir með mismunandi rökstuðningi.

Af framkomnum upplýsingum og niðurstöðum um Landsvirkjun, er það álit höfundar að ábyrgð ríkissjóðs á fjárhagsskuldbindingum fyrirtækisins megi vera til skamms tíma, til að styrkja fyrirtækið til að eiga möguleika á að fjármagna sig á hagstæðum kjörum. Ef til lengri tíma er litið, þá telur höfundur það vera æskilegt að Landsvirkjun geti fjármagnað sig á hagstæðum kjörum án ríkisábyrgðar. Þar sem starfsrækslumynt Landsvirkjunar er Bandaríkjadalur, sækir fyrirtækið fyrst og fremst í lánveitingu erlendis. Ekki er víst að fyrirtækið gæti yfirhöfuð fengið lánveitingu erlendis án þess að sýna fram á ríkisábyrgð, og er öll fjármögnun, héraðs sem og erlendis á mun óhagstæðaríkjörum án ríkisábyrgðar.

Möguleikar fyrirtækisins á því að afnema ríkisábyrgð af núverandi skuldbindingum eru ekki miklar, en það myndi krefjast samþykkis kröfuhafa þeirra skuldbindinga fyrirtækisins. Þetta er fjarlægur möguleiki þar sem slíkt myndi leiða til slakari stöðu skuldabréfaeigenda sem myndu þá líklega krefjast mun hærri vaxta en áður hafi verið samið um eða endurgreiðslu. Eina leiðin til að afnema ríkisábyrgð af núverandi skuldbindingum væri þá að greiða niður núverandi lántökur og endurfjármagna fyrirtækið með nýjum lánum á margfalt óhagstæðari vaxtakjörum án ábyrgðar hins opinbera.

Möguleikar fyrirtækisins til að fjármagna sig án ríkisábyrgðar eru takmarkaðir eins og staðan er í dag. Lánshæfiseinkunn fyrirtækisins væri ekki eins góð ef það væri ekki fyrir ábyrgð ríkissjóðs á fjárhagsskuldbindingum fyrirtækisins. Í dag ræðst lánshæfiseinkunn fyrirtækisins fyrst og fremst á þeirri einkunn sem ríkissjóður hlýtur í sínu lánshæfismati. Til að fjármagna sig án ríkisábyrgðar þyrfti fyrirtækið t.d. að styrkja fjárhagskennitölur sínar og auka eigið. Án núverandi ríkisábyrgðar gæti fyrirtækið hugsanlega fjármagnað sig með verktakafjármögnun, verkefnafjármögnun, eða með skuldabréfaútgáfu sem yrði

þó á mun óhagstæðari kjörum en með ríkisábyrgð. Ekki er þó víst að lánveitendur væru tilbúnir að veita Landsvirkjun lán nema með ríkisábyrgð. Til að auka eigið fé fyrirtækisins, gæti íslenska ríkið selt hlut í Landsvirkjun og þar með þynnt út eignarhlut ríkisins og sett það fjármagn sem fengist fyrir hlutaféð inn á eigið fé fyrirtækisins. Við þetta myndi fyrirtækið eiga auðveldara með fjármögnun héraðs og erlendis, það gæti staðið fyrir skuldbindingum sínum án ríkisábyrgðar og fengið betri undirliggjandi lánshæfiseinkunn. Annar möguleiki væri að setja þann arð sem fyrirtækið hlýtur til hækkunar á eigin fé í stað þess að greiða arðinn til ríkisins.

Landsvirkjun er í 100% eigu íslenska ríkisins eða 99,9% í eigu ríkis og 0,1% í eigu Eignarhlutar ehf. sem er fyrirtæki í eigu ríkisins. Það að selja hlut í Landsvirkjun telur höfundur vera umhugsunarvert, hann telur að ekki mætti selja meira en 49,9% hlut til þess að íslenska ríkið væri enn með yfirráð í fyrirtækinu með 50,1% eignarhlut. Þetta er þó ekki möguleiki í dag þar sem fyrirtækið er bundið vegna fyrri lánasamninga um að ríkið verði að eiga fyrirtækið alfarið.

8 Lokaorð

Ríkisábyrgð hefur verið umdeild í samfélaginu af skiljanlegum ástæðum, þar sem um er að ræða ábyrgð sem skattgreiðendur Íslands geta þurft að bera ef á hana reynir. Fljótlega eftir íslenska efnahagshrunið árið 2008 kom í ljós slæm staða Íbúðalánasjóðs sem leiddi til fjárhagslegra inngripa íslenska ríkisins með tilheyrandi kostnaði fyrir íslenska skattgreiðendur. Því er það umhugsunarvert og nauðsynlegt að kanna þá möguleika sem fyrir hendi eru þegar ábyrgð er lögð á íslenska skattgreiðendur, og kanna hvort tilefni sé til þess að viðhafa slíka ábyrgð.

Í þessari ritgerð var tekin fyrir ríkisábyrgð á fjárhagsskuldbindingum Landsvirkjunar og kannaðir þeir möguleikar sem fyrirtækið hefði án ábyrgðar og hvort það væri ekki almennt séð æskilegt að Landsvirkjun fengi að njóta ábyrgðar.

Höfundur komst að þeirri niðurstöðu eftir að hafa rannsakað og kynnt sér málin vel að það væri æskilegt til lengri tíma litið að fyrirtækið yrði það fjárhagslega sterkt að það gæti fjármagnað sig á eigin efnahagsreikning án ríkisábyrgðar. Það myndi samt sem áður taka þónokkur ár fyrir fyrirtækið að ná þessum fjárhagslega styrkleika sem þörf er á. Þar til slíku ástandi yrði náð, telur höfundur að íslenska ríkið ætti að vera í ábyrgð og styrkja fyrirtækið. Höfundur telur hins vegar að fyrirtækið ætti að vera opið fyrir tækifærum á fjármögnun án ríkisábyrgðar, bjóðist hún á hagstæðum kjörum. Eins og staðan er í dag eru það aðallega innlendir fjárfestar sem eru líklegir kaupendur slíkra skuldabréfa, enda þekking þeirra á styrk fyrirtækisins mikil. Í komandi framtíð verður fyrirtækið vonandi orðið fjárhagslega sterkara, með betri lánshæfiseinkunn og hefur þann möguleika að fjármagna sig án ábyrgðar frá íslenska ríkinu.

Eins og rakið er að framan þá er niðurstaða rannsóknar sú að Landsvirkjun eigi að njóta ríkisábyrgðar að svo stöddu, en fyrirtækið eigi jafnframt að halda áfram að styrkja fjárhagsstöðu sína til að geta fjármagnað sig án aðkomu íslenska ríkisins í komandi framtíð.

Heimildaskrá

- Alþingi. (15. desember 2006). *Lög um Landsvirkjun nr. 42/1983*. Sótt 25. mars 2013 af <http://althingi.is/lagas/135a/1983042.html>
- Árni Ragnarsson og Þorkell Helgason. (2003). *Orka Íslands: Kynningarrit um orkumál*. Sótt 10. apríl 2013 af <http://www.os.is/media/eldri-utgafa/orkaislands.pdf>
- Birgir Björn Sigurjónsson. (e.d.). *Svar við fyrirspurn borgarráðsfulltrúa Samfylkingarinnar um lánshæfismat Landsvirkjunar*. Sótt 25. mars 2013 af <http://www.mbl.is/media/77/1677.pdf>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments* (8 útg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., og Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brealey, R., Myers, S., og Marcus, A. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E. F., og Daves, P. R. (2007). *Intermediate Financial Management* (9 útg.). Mason: Thomson, South-Western.
- Brigham, E. F., og Daves, P. R. (2010). *Intermediate Financial Management* (10 útg.). Mason: Thomson, South-Western.
- Brigham, E. F., og Houston, J. F. (2004). *Fundamentals of Financial Management* (10 útg.). Mason: Thomson, South-Western.
- Business Dictionary. (e.d.). *Contractor Contract*. Sótt 27. apríl 2013 af <http://www.businessdictionary.com/definition/contractee.html>
- Gylfi Magnússon. (2000). *Hvernig er best að hafa fjármagnsskipan fyrirtækja almennt?* Sótt 28. janúar 2013 af <http://visindavefur.hi.is/svar.php?id=249>
- Hecht, H. R. (e.d.). *Capital Structure*. Sótt 24. mars 2013 af <http://www.enotes.com/capital-structure-reference/capital-structure>
- Hull, J. C. (2006). *Options, Futures, and Other Derivatives*. New Jersey: Prentice Hall.
- Johnson, G., Scholes, K. og Whittington, R. (2011). *Exploring Strategy* (9.útgáfa). Harlow: Financial Times Prentice Hall.
- Landsvirkjun. (2012). *Lagning hornsteins að stöðvarhúsi Búðarhálsvirkjunar*. Sótt 27. apríl 2013 af <http://www.landsvirkjun.is/Fyrirtaekid/Fjolmidlators/Frettir/Frett/lagninghornstein-sadstodvarhusibudarahalsvirkjunar/>

- Landsvirkjun. (2013). *Ársskýrsla Landsvirkjunar 2012*. Sótt 2. mars 2013 af http://www.landsvirkjun.is/media/PDF/LV_arsskyrsla2012.pdf
- Landsvirkjun. (e.d.). *Áfangar í sögu okkar*. Sótt 29. janúar 2013 af <http://www.landsvirkjun.is/Fyrirtaekid/Saga/>
- Lánamál ríkisins . (e.d.)³. *Staða ríkisábyrgða 2008-2012*. Sótt 11. apríl 2013 af <http://www.lanamal.is/GetAsset.ashx?id=3006>
- Lánamál Ríkisins. (e.d.)¹. *Lánshæfismat*. Sótt 11. apríl 2013 af <http://www.lanamal.is/fagfjarfestar/lanshaefismat>
- Lánamál Ríkisins. (e.d.)². *Ríkisábyrgðir*. Sótt 11. apríl 2013 af <http://www.lanamal.is/um-lanamal-rikisins/rikisabyrgdir>
- Mannvit. (2002). *Stækkun ÍSAL í Straumsvík*. Sótt 2. mars 2013 af <http://www.mannvit.is/Mataumhverfisahrifum/Matsaaetlanir/Sjananar/5>
- Markaðs og miðlarannsóknir ehf. (2013). *Meirihlutinn andvígur því að einkavæða Landsbankann, Ríkisútvarpið og Landsvirkjun*. Sótt 10. apríl 2013 af <http://mmr.is/frettir/birtar-nieurstoeur/289-meirihluti-andvigur-thvi-adh-einkavaedha-landsbankann-rikisutvarpidh-og-landsvirkjun>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost Of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment*. American Economic 48, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. American Economic Review 53, 433-443.
- Moody's Investors Service. (15. Februar 2013). *Credit Opinion: Landsvirkjun*. Sótt 15. apríl 2013 af <http://www.landsvirkjun.is/media/PDF/LandsvirkjunCreditOpinion201520Feb202013.pdf>
- Rio Tinto Alcan. (e.d.)². *Staðreyndir um fyrirtækið*. Sótt 2. mars 2013 af <http://www.riotintoalcan.is/?PageID=284>
- Rio Tinto Alcan. (e.d.)¹. *Upphafið*. Sótt 2. mars 2013 af <http://riotintoalcan.is/?PageID=27>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2008). *Corporate Finance* (8 útg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Sedlabanki Íslands. (e.d.). *Lánshæfi ríkissjóðs*. Sótt 11. apríl 2013 af <http://www.sedlabanki.is/sedlabankinn/lanamal-rikisins/lanshaefi-rikissjods/>
- Sigrún Pálsdóttir. (2005). *Landsvirkjun 1965-2005. Fyrirtækið og umhverfi þess*. Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag.

Standard & Poor's Rating Service. (2012). *Ratings Direct*. Sótt 15. apríl 2013 af http://www.landsvirkjun.is/media/PDF/SPRatingsDirecNOVEMBER_6_2012.pdf

Sturla Jóhann Hreinsson. (2013). *Herðubreið*. Reykjavík.

Vísbending. (2003). *Arfleið Modligianis*. Sótt apríl. 5 2013 af http://timarit.is/view_page_init.jsp?pageId=3144031

Þór Sigfússon. (e.d.). *Nýir kostir í uppbyggingu og rekstri innviða*. Sótt 27. apríl 2013 af <http://www.sedlabanki.is/uploads/files/Ft99-5.pdf>