

Forelesning 11: Dividende

- Forklare forholdet mellom målsatt dividende og utbetalt dividende ifølge Lintner-modellen.
- Forklare hva som menes med hjemmelaget dividendepolitikk og hvorfor dette kan gjøre selskapets dividendepolitikk irrelevant.
- Redegjøre for teori og empiri om dividendens signalfunksjon.
- Forklare hvorfor dividende kan påvirke agentkostnader.
- Forklare hvorfor det norske skattesystemet er dividendenøytralt.

Oppdatert: 2021-10-26

Intro

- *Dividende*: Utbytte av midler fra selskapet til dens eiere
- *Dividendepolitikk*: Hvordan dette utbyttet skal bestemmes
- Dividendepolitikken avklarer vanligvis følgende spørsmål:
 - Start og stopp: Når skal dividenden betales, og når skal den sløyfes?
 - Hvilke midler: Hva slags type dividende skal eierne velge?
 - Størrelsen på utbytte: Hvor stort skal utbytte være sett i forhold til overskuddet?
 - Stabiliteten: Hvor mye skal årets utbytte avvike fra fjorårets?

Varianter

Kontantdividende

Dette er den vanligste varianten

- Selskapet betaler ut et visst antall kroner pr. utestående aksje
- Beløpet foreslås av styret
- Vedtas på generalforsamling (ved simpelt flertall)
- Utbetales i løpet av første halvår etter regnskapsårets slutt, dette til alle som er registrert aksjonærer på en bestemt dato
- Dagen etter dette registreringstidspunktet kalles *ex-dividende*-dagen, hvor aksjen omsettes uten rett til årets dividende

Tilbakekjøp av egne aksjer

- Istedenfor direkte utbytte, mottat aksjonærene her kun et tilbud om å selge sine aksjer
- Det innebærer at kun de som velger å selge sine aksjer mottat likvider
- Disse aksjene blir så slettet og ny fullmakt utstedt
- Selskapet kan maksimalt kjøpe tilbake 10 prosent av sine egne aksjer

Opphørsdividende, fondsemissjon og aksjesplitter

- Opphørsdividene kommer som et resultat av en beslutning fra selskapet om å nedlegge driften
 - Beløpet

$\text{salg av eiendeler} - (\text{avviklingskostander} + \text{gjeld})$

- Siden dette er en investering (desinvestering) om avvikling framfor fortsatt drift, behandles ikke videre i dette kapitlet
- Hverken fondsemissjon eller aksjesplitter innebærer noen utbetaling fra selskapet til eierne (se forelesning 6 Langsiktige finansieringsformer)
 - Vi betrakter derfor ikke i dette kurest dette som en dividendevariant

Utbytteaksjer og naturalier

- *Utbytteaksjer* innebærer at eierne kan velge mellom å motta dividende som kontantdividende eller som nyutstedte aksjer
 - Den kan derfor betraktes som en rettet egenkapitalemisjon uten tegningsrettigheter
- *Naturalier* innebærer at man får midler i form av varer eller tjenester
 - + Gir skattefridrag
 - – Ikke likvid

Praksis

- Ansvaret for utformingen av dividendepolitikken ligger hos styret og ledelsen.
- Beslutningen tas formelt på generalforsamlingen (men de kan ikke vedta et høyere dividende enn hva styret foreslår)

Norsk Aksjelov legger et øvre tak på dividenden ved å si at dividenden består av

- Dividenderamme = egenkapital – (aksjekapital + bunden egenkapital)
- Skjønn (kommer som tillegg i dividenderammen, og tar hensyn til forsvarlig drift)

Bransjemønstre i dividendepolitikken

Tabell 11.1: Dividendepraksis for selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1995-2015

	Næring	Dividendebetalere, %	Utdelingsforhold
1	Transport	51	0.64
2	Finans	50	0.56
3	Detaljhandel	46	0.63
4	Industri	44	0.65
5	Fast eiendom	41	0.6
6	IT og Media	30	0.64
7	Petroleum	21	0.73
8	Gjennomsnitt	41	0.66

- Merk: Utdelingsforholdet reflekterer kun dividendeutbetalingene
- Inkluderes alle selskapene på Børsen, faller dette forholdet fra 0.66 til 0.27

Lintner-modellen

Undersøkelser tyder på at fastsatt dividende er basert på følgende kjennetegn

1. Først bestemmes målsatt dividende per aksje direkte fra overskuddet (årsresultatet)
2. Selskapet ønsker også et stabilt utdelingsforhold over tid
3. Hensyn til disse to punktene kan beskrives formelt gjennom den såkale Lintner-modellen

$$DPA_t = DPA_{t-1} + a[b(OPA) - DPA_{t-1}] \quad (1)$$

Hvor både a (justeringsfaktor) og b (målsatt utdelingsforhold) kan variere mellom 0 og 1.

Empiri for Norge (1980-1995) for 25 selskaper gav $b=0.20$ og $a=0.50$.

Eksempel 11.4: Et selskap som startet i 2013 har som mål å betale ut 30 prosent som dividende. For å unngå ustabile dividender, ønsker man samtidig at dividenden skal justeres med 60 prosent av hva overskuddsendringen tilsier.

Tilstand:		1	2	3	4
1	Salgsinntekt	100	120	150	80
2	Driftsutgift	-	20%	25%	-47%
3	Investering	30	34	40	31
4	Sannsynlighet		12%	20%	-24%

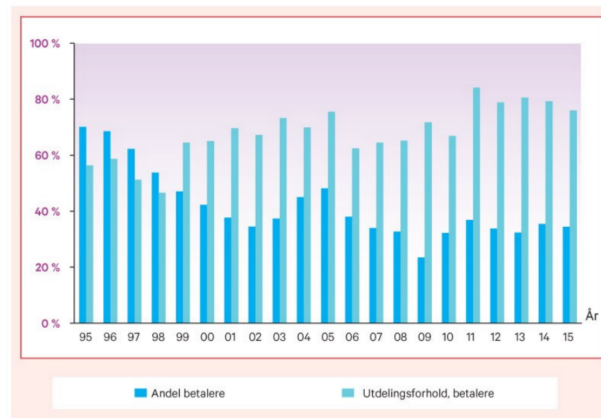
Øvelse: Ved bruk av Lintner-modellen, se om du klarer å replikere tallene som er oppgitt i tabellen.

Tilbakekjøp

Tilbakekjøp kan benyttes som et fleksibelt supplement til den langt mer stabile kontantdividenden

- Svinger sterkere i takt med overskuddet enn hva dividenden gjør:
 - Høyt når overskuddet er høyt
 - Null når overskuddet er lavt

Norsk dividendpoltikk over tid

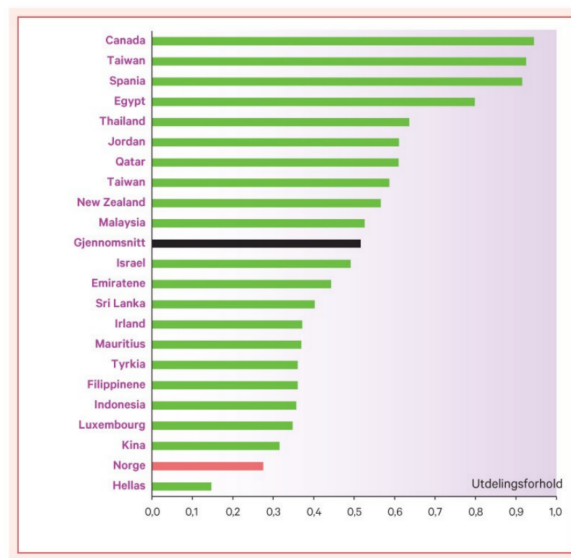


FIGUR 11.1 Andel dividendebetalere (%) og gjennomsnittlig utdelingsforhold (%) blant dividendebetalere i norske børsnoterte selskaper 1995–2015.

Kilde: Senter for eierforskning (www.bi.edu/ccgr/).

- Under halvparten betaler dividende
- De som betaler, betaler gjennomsnitt 2/3 av overskuddet
- Lovgivningen begrenser ikke dividenden
- Tilbakekjøp av aksjer falt markant de senere årene

Norge kontra andre land



FIGUR 11.2 Gjennomsnittlig utdelingsforhold i 22 land for perioden 2014–2015.

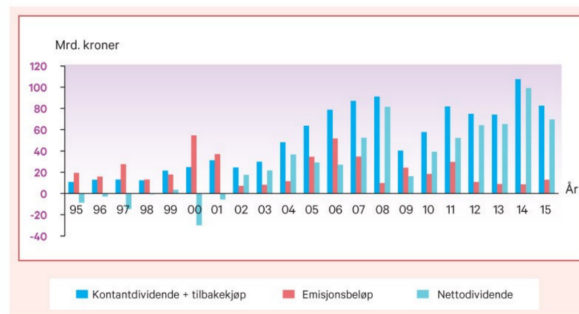
Kilde: World Federation of Exchanges (www.world-exchanges.org).

Dividende kontra nettodividende

For å vite hvordan kontantstrømmen fordeler seg mellom selskapet og eierne, må man studere *nettodividenden*:

$$ND_t = D_t + TB_t - EM_t \quad (2)$$

- $D_t + TB_t$ (Dividende pluss tilbakekjøpte aksjer) kontantstrømmen som eierne tar *ut* av selskapet
- EM_t (Dividende pluss tilbakekjøpte aksjer) kontantstrømmen som eierne *tilfører* selskapet
- Viktig: Kontantstrømmen må sees i sammenheng med finansieringstrømmen for hele økonomien



FIGUR 11.3 Nettodividenden og dens komponenter i norske børsnoterte selskaper 1995–2015. Alle beløp i 2015-prisnivå.

Kilde: Oslo Børs.

Dividende og avkastningskrav

- Nærliggende å betrake eier på linje med kreditor. Dvs. dividendeinntekten er parallell med renteinntekten for kreditorene
- Men dette blander sammen likviditetseffekten for selskapet med avkastningskravet for eiernes
- Eiernes avkastningskrav består (a) summen av dividende og (b) kursendring

Irrelevans (#0)

Endring av eiernes verdi kan knyttes til to komponenter:

1. Kursendringer
2. Endret dividende

Irrelevansresultatet innebærer at effekten av endringen i den ene komponenten *motsvares* av tilsvarende motsatt endring i den andre komponenten.

Dette resultatet bygger på følgende tre forutsetninger:

1. Kapitalmarkedet er perfekt
2. Egenkapitalbeskatningen er nøytral
3. Alt annet enn dividendepolitikk holdes konstant

Uavhengig av disse tre forutsetningene, vil for alle perioder følgende *kontantstrømbalanse* (dvs. pengetilgang lik pengebruk) være oppfylt

$$\begin{aligned} &\text{Kontantstrøm fra driften} + \text{Ny gjeld} + \text{Nytegnet egenkapital} \\ &= \text{Renter} + \text{Avdrag} + \text{Investeringer} + \text{Dividende} \end{aligned} \quad (3)$$

Basert på antagelsen om gitt investerings- og gjeldsgradsbeslutninger, vil vi ha at

$$\Delta \text{Nytegnet egenkapital} = \Delta \text{Dividende} \quad (4)$$

- Dvs. enhver forandring av dividenden ($\Delta \text{Dividende}$) kreve en aksjeemisjon (fra enten nye eller tidligere aksjonærer) tilsvarende dividendøkningen.
- Formueseffekten blir derfor null for de gamle aksjonærene: Det som selskapet betaler ut med den ene hånden (dividenden), tar de tilbake ved den andre (emisjonen)

Empiri fra USA

En undersøkelse fra 1972-1999 avdekker følgende mønstre

1. Andelen dividendebetalere har i stor grad en synkende trend
2. Tilbakekjøp av aksjer blir stadig mer vanlig, særlig blant de som betaler kontantdividende
3. Selskapene som ikke betaler dividende, er kjennetegnet ved sterk vekst og investeringstakt
4. Selskapene som betaler dividende, er kjennetegnet ved høyt overskudd og lavere vekstpotensiale

Likviditet (#1)

- Med *hjemmelaget dividendepolitikk* forstås at enkeltinvestorer aktivt går inn for å fjerne den uønskede likviditetseffekten av selskapets dividendepolitikk
- Synes investoren at selskapets gir ham for liten (stor) kontantbeholdning, kan denne økes (reduseres) ved å selge (kjøpe) noen av aksjene i selskapet
- Likviditetsargumentet for høy dividende må derfor implisitt forutsette at det eksisterer *transaksjonskostnader* ved omsetning av aksjer

Børsnoterte selskaper

- Lave transaksjonskostnader
- Som gjør at eiernes likviditetsbehov ikke er noe argument for å endre utbytte

Unoterte selskaper

- Høye transaksjonskostnader
- Som gjør at eiernes likviditetsbehov kan være et argument for å endre utbytte

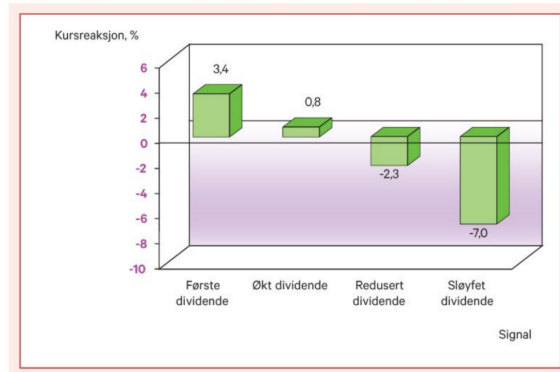
Signalfunksjonen (#2)

- Ledelsen kan bli stillt ovenfor et dilemma dersom kun de får tilgang til positiv informasjon om selskapets framtidige kontantstrøm.
- På den ene siden, ønsker man ikke konkret å dele med markedet årsaken til den positive nyheten (eks. pga av at konkurrenter ikke skal få kjennskap til den)
- På den andre siden, ønske å signalisere til markedet om at en positiv utvikling er på gang.

I denne situasjonen: Dividenden er budbringeren, mens budskapet er endret forventning om inntjening hos selskapets innsidere

Signalteorien predikerer at

1. Økt (reduisert) uventet dividende vil medføre (lavere) høyere akssjekurs



FIGUR 11.4 Kursreaksjon i løpet av de første tre dagene etter publisering av overraskende dividendeendringer i det amerikanske aksjemarkedet.

Kilder: Michaely, Thaler og Womack (1995), Benartzi, Michaely og Thaler (1997).

- Stemmer godt med empiri
2. Dette burde etterfølges av gjennomsnittlig forbedret (forverret) framtidig inntjening
- Stemmer dårlig med empiri

Interessekonflikter (#3)

- **Agenkostnader:** tap i selskapsverdi som følge av interessekonflikter mellom selskapets interensenter (prinsipal vs. agent). Eks.
- Finansieringskildene til de prosjektene som skaper agenkostnader er selskapets *fri kontantstrøm* (dvs. ressursene i selskapet som lett kan omsettes til likvider)

Dividende og fri kontantstrøm

- Diagnose:
 - Desto større fri kontantstrøm, desto mer fristende for ledelsen å benytte dette til prosjekter som eierne ikke er tjent med
- Medisinen:
 - Betal høy dividende
 - Gå ofte til kapitalmarkedet for å hente ny egenkapital
 - Denne medisinen blir viktigere for selskapet desto (a) Høyere fri kontantstrøm, (b), Mer spredt eierskap, og (c) Mindre ledelsens lønn avhenger av selskapets resultater

Skaper **verdier** igjennom:

1. Økt lønnsomhet
 1. Påvirker selskapets fremtidige kontantstrøm gjennom færre ulønnsomme investeringsprosjekter
2. Gjennomlysning
 1. Emisjoner gjør at selskapene blir tvunget til å eksponere seg i kapitalmarkedet
3. Forbedret insentiver for ledelsen i selskapet
 1. Skal selskaper med høy kontantstrøm, spredt eierskap og lav vekst hente inn egenkapital, vil det være viktig for nye aksjonærer at ledelsen har mye å passe på

Skatt (#4)

Dividendefaktoren n_d^* som årlig skattefordel ved dividende kontra tilbakehold overskudd pr. krone av selskapets egenkapitalstrøm før skatt:

$$n_d^* = (1 - s)(s_{Eg} - s_{Ed}) \quad (5)$$

- $n_d^* > 0$ Dividende skattefavoriseres
- $n_d^* = 0$ Dividendenøytralt skattesystem
- $n_d^* < 0$ Tilbakepløying skattefavoriseres

Dagens norske skattesystem er dividendenøytralt, mens det har vært unntaktet snarere enn regelen de siste 50-årene.