

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, 18. juni 2007

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finansiell økonomi
Veileder: Assistant Professor Per Østberg

STYRING AV AKSJONÆRVERDI –

**effekter av skatter og informasjonsasymmetri ved annonseringer om endret
utbyttepolitikk i Norge og USA.**

av

John Kristian Sandvik

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

FORORD

Denne utredningen representerer det avsluttende skriftlige arbeidet ved masterstudiet på Norges Handelshøyskole. Emnet tar utgangspunkt i finansiell økonomi som er mitt fordypningsområde. Formålet med utredningen er å undersøke effekter av endret utbyttepolitikk i USA gjennom en studie av flere sentrale artikler på området, samt å foreta en empirisk analyse av effektene av norske selskapers utbytteendringer fra 1998 til og med 2006.

Arbeidet med utredningen har vært både spennende og utfordrende, og ikke minst lærerikt. En stor takk rettes til biblioteket ved Norges Handelshøyskole som har vært flittig besøkt i perioden arbeidet med utredningen har pågått. Jeg vil også takke Børsprosjektet ved NHH for tilgang på datamaterialet som gjorde den empiriske analysen av norske data mulig. Selv med deres hjelp var både innsamling og bearbeiding av data særdeles tidkrevende.

Avslutningsvis vil jeg også takke min veileder, Per Östberg, for veiledning og innspill underveis.

Bergen, 18. juni 2007

John Kristian Sandvik

OVERSIKT OVER TABELLER OG FIGURER

Figurer

Figur 6.1 – Fordeling av observasjoner på ulike tidspunkt for selskaper som initierer utbytte.

Figur 6.2 – Kumulativ avkastning for selskaper som initierer utbytte mellom 1998 og 2007.

Figur 6.3 – Kumulativ avkastning for selskaper som initierer utbytte før 2006.

Figur 6.4 – Kumulativ avkastning for selskaper som initierer utbytte etter 2006.

Figur 6.5 – Kumulativ avkastning for selskaper som utelater utbytte mellom 1998 og 2007.

Figur 6.6 – Kumulativ avkastning for selskaper som utelater utbytte før 2006.

Figur 6.7 – Kumulativ avkastning for selskaper som utelater utbytte etter 2006.

Tabeller

Tabell 3.1 – Det amerikanske skattesystemets effekter før mai 2003.

Tabell 3.2 – Det amerikanske skattesystemets effekter etter mai 2003.

Tabell 5.1 – Det norske skattesystemets effekter før 2006.

Tabell 5.2 – Beskatning av aksjegevinster i aksjonærmodellen.

Tabell 5.3 – Det norske skattesystemets effekter etter 2006.

Tabell 6.1 – Selskaper som initierer og utelater utbytte mellom 1998 og 2007, år for år.

Tabell 6.2 – Avkastning for selskaper som initierer utbytte mellom 1998 og 2007.

Tabell 6.3 – Avkastning for selskaper som initierer utbytte før 2006.

Tabell 6.4 – Avkastning for selskaper som initierer utbytte etter 2006.

Tabell 6.5 – Avkastning for selskaper som utelater utbytte mellom 1998 og 2007.

Tabell 6.6 – Avkastning for selskaper som utelater utbytte før 2006.

Tabell 6.7 – Avkastning for selskaper som utelater utbytte etter 2006.

Tabell 6.8 – Sammenligning av definisjon I og II fra 1998 til 2007.

Tabell 6.9 – Sammenligning av definisjon I og II før 2006.

Tabell 6.10 – Sammenligning av definisjon I og II etter 2006.

Tabell 6.11 – Sammenligning av definisjon III og IV fra 1998 til 2007.

Tabell 6.12 – Sammenligning av definisjon III og IV før 2006.

INNHALDSFORTEGNELSE

1 INNLEDNING	8
1.1 Utredningens motivasjon	8
1.2 Oppgavens struktur	9
2 TEORI	12
2.1 Generelt om utbytte.....	12
2.2 Hvordan bestemmes selskapers utbyttepolitikk?	13
2.3 Miller og Modiglianis irrelevansteorem (1961).....	14
2.3.1 Forklaring av teori.....	14
2.3.2 Forutsetninger i Miller og Modiglianis resonnement.....	15
2.3.2.1 Rasjonelle beslutningstakere.....	15
2.3.2.2 Perfekte kapitalmarkeder, ingen informasjonsasymmetri og ingen transaksjonskostnader.....	17
2.3.2.3 Beskatningen av utbytte og kapitalgevinster er nøytral	18
2.3.2.4 Investerings- og finansieringsbeslutninger påvirkes ikke av utbyttebeslutninger.....	18
3 UTBYTTE I DET AMERIKANSKE SKATTESYSTEMET	19
3.1 Det amerikanske skattesystemet før mai 2003.....	19
3.2 Det amerikanske skattesystemet i dag	20
3.3 Den amerikanske skattehypotesen	24
4.0 VURDERING AV FUNN GJORT PÅ AMERIKANSKE DATA.....	25
4.1 Forskning på effekter av endret utbyttepolitikk.....	25
4.2 Gjennomgang av Healy og Palepu (1988).....	28
4.2.1 Markedsreaksjon på annonseringer om utbytteendringer	28
4.2.2 Endring i fortjeneste rundt tidspunktet for endret utbyttepolitikk.....	30
4.3 Vurdering av den amerikanske skattehypotesens gyldighet	32
5 UTBYTTE I DET NORSKE SKATTESYSTEMET	34
5.1 Generelt.....	34
5.2 Det norske skattesystemet før 1.1.2006	35
5.2.1 Godtgjørelsesmetoden.....	35
5.2.2 RISK-metoden.....	35
5.2.3 Personlig aksjonær under godtgjørelses- og RISK-metoden	36
5.3 Det norske skattesystemet etter 1.1.2006.....	38

5.3.1 Fritaksmetoden.....	38
5.3.2 Aksjonærmodellen	38
5.3.3 Skjermingsmetoden.....	39
5.3.4 Personlig aksjonær i aksjonærmodellen (med skjermingsmetoden).....	40
5.4 Den norske skattemhypotesen.....	41
6 EMPIRISK ANALYSE AV EFFEKTEN VED ANNONSERINGER OM UTBYTTEENDRINGER I NORGE	42
6.1 Forskning på effekter av endret utbyttepolitikk.....	42
6.2 Data	43
6.2.1 Utvalg av selskaper som initierer utbytte	43
6.2.2 Utvalg av selskaper som utelater utbytte.....	45
6.2.3 Utvalg til sammenligning.....	46
6.2.4 Beregning av unormal avkastning.....	46
6.3 Tester og resultater.....	48
6.3.1 Hypoteseformulering.....	48
6.3.2 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte, hele utvalget	49
6.3.3 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte før 2006	53
6.3.4 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte etter 2006.....	55
6.3.5 Markedsreaksjon på utelatelser av utbytte, hele utvalget.....	58
6.3.6 Markedsreaksjon på utelatelser av utbytte før 2006.....	59
6.3.7 Markedsreaksjon på utelatelser av utbytte etter 2006	61
6.4 Undersøkelse av kriterier for datautvalgelse.....	64
6.4.1 Definisjon I og II, hele utvalget	66
6.4.2 Definisjon I og II, før 2006	67
6.4.3 Definisjon I og II, etter 2006.....	69
6.4.4 Definisjon III og IV, hele utvalget	71
6.4.5 Definisjon III og IV, før 2006.....	73
6.5 Vurdering av den norske skattemhypotesens gyldighet.....	75
6.6 Oppsummering og avsluttende bemerkninger	76
7.0 SAMMENLIGNING AV FUNN PÅ AMERIKANSKE OG NORSKE DATA	80
8.0 KONKLUSJON.....	83
9.0 KILDEHENVISNING	86
APPENDIKS	89

SAMMENDRAG

I denne utredningen undersøkes det hvorvidt skatter og informasjonsasymmetri mellom selskapsledelse og investorer bidrar til at utbytteendringer har en effekt på selskapets aksjekurs. Vi har valgt å begrense vår undersøkelse til aksjemarkedene i USA og Norge.

Ved vurdering av reaksjoner på endret utbyttepolitikk i USA studeres resultater fra en rekke sentrale undersøkelser på amerikanske selskaper. Disse undersøkelsene gir samlet en sterk indikasjon på at valg av utbyttepolitikk har en permanent effekt på investorenes verdsettelse av selskapet. Dette synes utelukkende å skyldes signaleffekter knyttet til utbytteannonseringen. Vi finner imidlertid ikke tilstrekkelig grunnlag til å kunne forkaste hypotesen om at også skatteeffekter kan ha betydning for aksjekursen ved annonseringer om utbytteendringer.

I studien av markedets reaksjon på endret utbyttepolitikk i Norge foretar vi en empirisk analyse av selskaper som annonserte en initiering eller utelatelse av utbytte mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2007. Ettersom aksjonærmodellen ble innført 1. januar 2006 analyserer vi selskaper som annonserte utbytteendringer før og etter dette tidspunktet. På denne måten kan vi undersøke hvorvidt skatteeffektene knyttet til utbytteendringer har forandret seg etter 2006.

For utvalget av selskaper som annonserte initiering av utbytte før 2006 finner vi signifikante positive gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger før, og på annonseringstidspunktet. Endringen i aksjekurs synes imidlertid ikke å være permanent. Analysen av selskaper som utelot utbytte i det samme tidsrommet viser en negativ kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning i slutten av begivenhetsvinduet, men ingen av de observerte resultatene er signifikante på 10 % nivå for dette utvalget.

Utvalget som initierte utbytte etter 2006 viser en signifikant negativ gjennomsnittlig unormal daglig avkastning dagen før annonseringen om endret utbyttepolitikk. Også den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen er signifikant negativ på dette tidspunktet. Den kumulative avkastningen mister imidlertid sin signifikans og er positiv i slutten av begivenhetsvinduet. Det er dermed lite som tyder på at endringen i aksjekurs er permanent for

dette utvalget. For selskaper som utelater utbytte etter 2006 finner vi signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger i dagene før annonseringen om endret utbyttepolitikk. For dette utvalget er også den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen signifikant negativ i slutten av begivenhetsvinduet. Det kan dermed se ut til at annonseringer om utelatelse av utbytte har gitt permanente negative endringer i aksjekursen etter 2006.

Den empiriske analysen av norske selskaper gir til en viss grad resultater som er i tråd med resultatene vi observerte i USA. Vi vil likevel fremheve at aksjekursens reaksjon på endret utbyttepolitikk i Norge, med unntak av selskaper som har utelatt utbytte etter 2006, ikke ser ut til å være permanent, og gjennomgående synes å være langt svakere enn det vi observerte i USA. Resultatene fra analysen av selskaper som initierte eller utelot utbytte etter 2006 indikerer at vi har en informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer også i Norge, og at utbyttepolitikk dermed kan benyttes som et signal på selskapsverdi. Den signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på dag -1 for selskaper som initierer utbytte etter 2006 bryter med dette. Selv om denne endringen i aksjekurs ikke er permanent for vårt utvalg, kan den imidlertid tas til inntekt for hypotesen om at også skatter har en betydning for investorenes verdsettelse av selskapet ved utbytteendringer. Vi finner dermed støtte for at både skatter og informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer påvirker aksjekursen ved endret utbyttepolitikk i Norge.

I utredningen skisseres fire mulige forklaringer på hvorfor signaleffekten ved endret utbyttepolitikk synes å være svakere i Norge enn USA. For det første kan den lavere signaleffekten i Norge henge sammen med at mange norske selskaper er delvis eid av familier. Dette fører til en større grad av kontinuitet på aksjonærsiden, og kan bidra til å skape et tettere bånd mellom selskap og investorer. Disse investorene vil dermed være bedre informert om selskapets nåværende situasjon og fremtidige inntjeningsmuligheter, og således legge mindre vekt på mulige signaler knyttet til selskapets endringer i utbyttepolitikk. En annen mulig forklaring på den lavere observerte signaleffekten kan være at bedre informerte enkeltinvestorer driver innsidehandel. Dette vil i så fall innebære at aksjekursen endrer seg i forkant av annonseringen om endret utbyttepolitikk. Dersom vi hadde benyttet et større begivenhetsvindu ville det vært enklere å vurdere hvorvidt dette er tilfelle. De signifikante avkastningene vi observerte dagene før annonseringen om endret utbyttepolitikk underbygger til en viss grad en slik forklaring. En tredje forklaring kan være at det norske markedet er

mindre effisient enn det amerikanske. Dette innebærer at det tar lengre tid før effekten av endret utbyttepolitikk fanges opp i selskapets aksjekurs i Norge. Dersom dette er tilfellet burde begivenhetsvinduet vi har benyttet i analysen av norske selskaper vært større. En siste mulig forklaring som trekkes frem er at kriteriene for datautvelgelse i vår empiriske analyse er noe mildere enn de som er benyttet i de amerikanske undersøkelsene vi har studert. Dette kan bidra til å ”vanne ut” det analyserte datamaterialet, og således føre til mindre signifikante resultater i våre tester.

1 INNLEDNING

1.1 Utredningens motivasjon

I en teoretisk artikkel fra 1961 viser Miller og Modigliani at selskapets valg av utbyttepolitikk ikke påvirker selskapsverdien i en verden uten skatter, transaksjonskostnader og andre typer markedssvikt. I en slik verden vil investorer ifølge Miller og Modigliani (1961) være indifferente i forhold til om selskapet betaler ut midler til aksjonærene eller holder overskuddet tilbake i selskapet. Så lenge investorene er indifferente mellom disse to alternativene vil et selskap verdsettes likt uavhengig av hva slags utbyttepolitikk det velger å føre.

Miller og Modiglianis bevis må i dag sies å være allment akseptert, og diskusjonen har endret seg til om hvorvidt skatter, markedssvikt eller asymmetrisk informasjon endrer situasjonen beskrevet over.

Det eksisterer utvilsomt både transaksjonskostnader og skatter, og perfektjonen i mange av verdens kapitalmarkeder er diskutabel. I flere land beskattes utbytte og kapitalgevinster ulikt. I disse tilfellene er det tvilsomt om selskapets utbyttepolitikk er uten betydning. Dersom investorer eksempelvis beskattes med en høyere sats for utbytte enn for kapitalgevinster, vil man i en perfekt verden forvente at den rasjonelle skattebetalende investor vil verdsette selskaper høyere dersom de har en utbyttepolitikk der tilbakekjøp av aksjer eller tilbakeholdelse av overskudd favoriseres, alt annet likt. Tilsvarende vil man forvente å observere det motsatte dersom kapitalgevinster beskattes med en høyere sats enn utbytte. Dette fordrer at selskapet ikke har en optimalt tilpasset utbyttepolitikk i utgangspunktet.

Alternativt kan det tenkes at endret utbyttepolitikk har en signaleffekt dersom det eksisterer asymmetrisk informasjon mellom selskapets ledelse og investorer. Dette er et moment som ble trukket frem av Miller og Modigliani i 1961. Dersom dette er tilfellet er det forventet at en økning i utbyttebetalingene vil tolkes positivt av investorene, mens en reduksjon i utbyttebetalingene vil tolkes tilsvarende negativt.

På bakgrunn av momentene over kan det tenkes at forutsetningene i Miller og Modiglianis irrelevansteorem ikke holder i den virkelige verden, og at endret utbyttepolitikk kan påvirke investorers oppfatning av selskapsverdi. Dette vil i så fall innebære at investorene ikke lenger er indifferente til selskapets valg av utbyttepolitikk.

1.2 Oppgavens struktur

Vi vil i denne utredningen undersøke den praktiske betydningen av Miller og Modiglianis irrelevansteorem ved å studere effekten av annonseringer om endret utbyttepolitikk. Fokuset i undersøkelsen vil være på selskaper som initierer eller utelater utbytte, og ikke på selskaper som utsteder eller kjøper tilbake aksjer. Ved å studere selskaper som initierer eller utelater utbytte håper vi å se hvorvidt endret utbyttepolitikk har en betydning for investorenes verdsettelse av selskapet. Vi vil legge en særlig vekt på skatter og informasjonseffekter, og betydningen disse er antatt å ha for de observerte resultatene og Miller og Modiglianis teorem.

I det etterfølgende vil vi innledningsvis gi en summarisk introduksjon av det teoretiske rammeverket som danner utgangspunktet for utredningen. Dette innebærer at vi i kapittel 2 vil gi en kort innføring i hva som ligger i begrepet utbyttepolitikk. Deretter vil vi kort gå gjennom resultater fra en studie av Lintner (1956), senere formalisert av Marsh og Merton (1987).

Videre vil vi gi en innføring i Miller og Modiglianis (1961) argumentasjon for at utbyttepolitikk er uten betydning under gitte forutsetninger. Avslutningsvis vil vi ta for oss hver enkelt forutsetning i deres irrelevansteorem, og vurdere rimeligheten av denne.

I kapittel 3 vil vi gå grundig gjennom regler for beskatning av kapitalgevinster og utbytte i USA. Gjennomgangen vil basere seg på det amerikanske skattesystemet slik det var før og etter mai 2003. På bakgrunn av denne studien vil vi forsøke å gjøre en vurdering av hvorvidt det amerikanske skattesystemet kan forventes å føre til vridninger i selskapers utbyttepolitikk. Har det amerikanske skattesystemet eksempelvis favorisert kapitalgevinster fremfor utbyttebetalinger, slik at aksjer med høye utbyttebetalinger gjennomgående verdsettes lavere av investorene? Vurderingene gjort i dette kapitlet vil utelukkende basere seg på isolerte skattemessige effekter. Til slutt i kapitlet vil vi forsøke å stille en hypotese over hva slags resultater vi forventer å observere ved utbytteendringer. Denne hypotesen vil kun basere seg på gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet.

I kapittel 4 vil vi først ta for oss ulike forskningsrapporter der effekten av endret utbyttepolitikk analyseres. Underveis vil resultatene fra de ulike undersøkelsene kommenteres, og sammenholdes med hypotesen over hva vi forventet å observere etter gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet i kapittel 3. Vi vil også gjøre en vurdering av hvorvidt resultatene i de ulike undersøkelsene synes å samsvare med hva man skulle forvente å observere på bakgrunn av Miller og Modiglianis irrelevansteorem. I gjennomgangen av forskningsresultater på amerikanske data vil artikkelen "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions" av Healy og Palepu (1988) tillegges særlig stor vekt. Dette skyldes at metoden benyttet i deler av denne undersøkelsen ligger svært tett opp til metoden vi har benyttet i den empiriske analysen på norske data i kapittel 6.

I kapittel 5 vil vi ta for oss norske skatteregler på samme måte som vi behandlet amerikanske skatteregler i kapittel 3. Det norske skattesystemet vil gjennomgås slik det var før og etter innføringen av aksjonærmodellen i 2006. Vi vil da vurdere hvorvidt det norske skattesystemet i de to periodene kan ha bidratt til at investorer verdsatte norske selskaper forskjellig på bakgrunn av ulikheter i utbyttepolitikk. Også i dette kapitlet vil vi forsøke å stille en hypotese over forventede effekter av utbytteendringer basert på isolerte skattemessige effekter. Hypotesen som stilles vil være sentral i tolkningen av resultatene fra den empiriske analysen i kapittel 6. Avslutningsvis vil vi forsøke å gi en vurdering av hvorvidt gjennomgangen av skattesystemene i Norge og USA gir grunnlag for å forvente ulikheter i utbyttepolitikken som føres av de respektive lands selskaper.

I kapittel 6 vil vi foreta en empirisk analyse av hvorvidt annonseringer om endret utbyttepolitikk har en effekt på investorenes verdsettelse av norske selskaper. Innledningsvis vil vi se på forskningsresultater fra lignende undersøkelser foretatt på norske data. Resultatene fra disse undersøkelsene vil sammenholdes med hva vi forventet å observere etter gjennomgangen av det norske skattesystemet, samt hva vi forventet å observere på bakgrunn av Miller og Modiglianis irrelevansteorem. Etter dette vil vi gi en grundig innføring i kriteriene for datautvelgelse, og metoden som er benyttet i den empiriske analysen. Fokuset i analysen vil kun være på selskaper som initierer eller utelater utbytte under gitte forutsetninger. Videre vil vi gå gjennom selve testen som er benyttet på datamaterialet, samt forklare testresultatene. Deretter vil validiteten i kriteriene for datautvelgelse undersøkes. I en avsluttende diskusjon vil vi sammenholde funnene fra den empiriske analysen av norske

selskaper med hypotesen vi kom frem til etter gjennomgangen av det norske skattesystemet i kapittel 5. Kapitlet avsluttes med en oppsummering og avsluttende bemerkninger til de observerte resultatene. Her vil vi trekke inn Miller og Modiglianis argumentasjon, og vurdere hvorvidt denne er i tråd med det vi har funnet i vår studie.

Kapittel 7 vil være en sammenligning av de observerte resultatene i Norge og USA. Eventuelle likheter og ulikheter vil bli forsøkt forklart med utgangspunkt i relevant teori.

Kapittel 8 vil inneholde en kort oppsummering av de viktigste resultatene og slutningene vi har kommet frem til i denne utredningen.

2 TEORI

Vi vil i det etterfølgende gi en kort beskrivelse av hva som ligger i begrepet utbyttepolitikk. Etter dette vil vi ta for oss sentral teori og forskning som har motivert denne utredningen. Vi vil først gå gjennom resultatene fra Lintners studie "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" fra 1956. I kapittel 2.3 vil vi gi en kort innføring i intuisjonen bak Miller og Modiglianis artikkel, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", fra 1961, der det argumenteres for at utbyttepolitikk er uten betydning for selskapsverdi under gitte forutsetninger. Deretter vil hver enkelt av Miller og Modiglianis forutsetninger diskuteres separat.

2.1 Generelt om utbytte

Aksjeavkastning deles normalt opp i to ulike komponenter, direkte avkastning (utbytte dividert med markedskurs) og kursgevinst (kursendring dividert med markedskurs). Det siste refereres også gjerne til som kapitalgevinst.

Selskaper kan utbetale kapital til aksjonærene enten ved å utbetale utbytte eller ved å kjøpe tilbake utestående aksjer. Tilbakekjøp av aksjer vil skattemessig fremkomme som en kapitalgevinst. Selskapets valg om hvorvidt kapital skal distribueres til selskapets aksjonærer eller ikke, og om en slik utdeling eventuelt skal være i form av utbytte eller tilbakekjøp av aksjer, kalles gjerne selskapets utbyttepolitikk. Et selskaps utbyttepolitikk vil normalt først foreslås av styret, eller av styret og representantskapet/bedriftsforsamlingen i fellesskap. Den etterfølgende beslutningen om hvordan fjorårets overskudd skal disponeres vil siden fattes av aksjonærene på generalforsamlingen. Annonseringsdatoen for styrets utbytteforslag er dermed i forkant av generalforsamlingen. Selv om det hender at utbytteforslag nedstemmes av aksjonærene, anser vi det i det etterfølgende som mest sannsynlig at markedet påvirkes av annonseringen om et utbytteforslag fra styret, og ikke av det formelle vedtaket om hvordan fjorårets overskudd skal disponeres.

2.2 Hvordan bestemmes selskapers utbyttepolitikk?

Selskapers valg av utbyttepolitikk har blitt studert i en årrekke. I en studie på midten av 1950-tallet holdt John Lintner (1956) flere intervjuer med ledere angående selskapers valg av utbyttepolitikk. Marsh og Merton (1987) har siden formalisert disse intervjuene i fire stiliserte fakta som vedrører fastsettelsen av selskapers utbyttepolitikk. De fire faktaene er oppsummert nedenfor.

1. Selskaper har en langsiktig målrate for forholdet mellom utbytte og tilbakeholdt overskudd.
2. Ledere fokuserer mer på endringer i denne raten, enn på endringer i det absolutte nivået på utbyttebetalinger.
3. Endringer i selskapers utbyttepolitikk følger som en konsekvens av endringer i langsiktig opprettholdbar fortjeneste.
4. Ledere er motvillige til å gjøre endringer i selskapets utbyttepolitikk som kanskje må reverseres.

Da Lintner (1956) gjorde sine intervjuer var utbytte så å si den eneste måten selskaper delte ut kapital til aksjonærene på. I den senere tid har det imidlertid vært en dramatisk økning i utbredelsen av tilbakekjøp av aksjer. Ifølge Brealey, Myers og Allen (2006) utgjorde eksempelvis utbyttebetalinger i amerikanske selskaper gjennomsnittlig 48 % av fortjenesten, mens tilbakekjøp sto for ytterligere 34 %, i perioden mellom 1998 og 2002. Dette fremtvinger ifølge Jagannathan, Stephens og Weisbach (2000) en femte stilisert fakta.

5. Selskaper kjøper tilbake aksjer når de har akkumulert for mye uønsket kapital, eller når de ønsker å endre kapitalstruktur ved å erstatte egenkapital med gjeld.

Faktaene over, da særlig de fire første, dannet siden grunnlaget for en hypotese om at ledelsen vurderer både forhenværende, nåværende, og fremtidig inntjening i fastsettelsen av selskapets utbyttepolitikk. Dersom det eksisterer en informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer innebærer denne hypotesen at investorer kan tolke fastsettelse av utbyttepolitikk som ledelsens vurdering av selskapets nåværende situasjon, samt som deres prognoser for

fremtidig inntjening. Et slikt resonnement innebærer at markedet vil være svært følsomt for endringer i utbyttepolitikk.

Hypotesen over vil være sentral i forklaringen av resultatene vi observerer senere i utredningen.

2.3 Miller og Modiglianis irrelevansteorem (1961)

2.3.1 Forklaring av teori

Ettersom investorer ikke trenger utbyttebetalinger for å være likvide, er de ikke villige til å betale mer for selskaper med høye utbyttebetalinger. Aksjonærene kan selv omgjøre selskapets utbyttepolitikk ved å kjøpe og selge aksjer.

I sin klassiske artikkel fra 1961 argumenterer Miller og Modigliani som følger: Anta at et selskap har fastsatt alle sine fremtidige investeringer. De har også bestemt hvordan disse investeringene skal finansieres; ved hjelp av lån og tilbakeholdt overskudd. Anta videre at all kapital som blir til overs i forhold til denne finansieringsplanen skal utbetales som utbytte.

Hva skjer dersom selskapet ønsker å øke sine totale utbyttebetalinger uten å endre på den eksisterende investerings- og finansieringsplanen? Hvor skal de ekstra pengene komme fra? Dersom størrelsen på det som skal lånes alt er fastsatt kan de økte utbyttebetalingene kun finansieres ved hjelp av en aksjeemisjon. Nye aksjonærer vil imidlertid kun kjøpe selskapets aksjer dersom disse er priset korrekt. Dette innebærer at det må skje en *overføring av verdi* fra gamle til nye aksjonærer. Nye aksjonærer vil da motta aksjer til en lavere pris enn det som var verdien av aksjene før utbytteannonseringen, mens gamle aksjonærer vil ha et kapitaltap på sine aksjer. Kapitaltaptet til gamle aksjonærer vil nøyaktig veies opp av det økte utbyttet de mottar.

Med perfekte kapitalmarkeder, og ingen skatter eller transaksjonskostnader, innebærer et slikt resonnement at gamle aksjonærer vil være indifferente mellom en utbyttebetaling eller at overskuddskapital holdes tilbake i selskapet. Gamle aksjonærer kan skaffe kapital enten gjennom utbyttebetalinger, eller ved å selge aksjer. I begge tilfeller vil det skje en overføring

av verdi fra gamle til nye aksjonærer. Den eneste forskjellen er at i det første tilfellet, ved utbyttebetalingen, skjer verdioverføringen gjennom en reduksjon i aksjeprisen på selskapets aksjer. I det andre tilfellet, ved å selge aksjer, skjer verdioverføringen ved at aksjeholdningen til nye aksjonærer øker, mens aksjeholdningen til gamle aksjonærer reduseres.

Konklusjonen på bakgrunn av resonnetet over blir dermed, som vi alt så i innledningen av kapitlet, at investorer kan "omgjøre" selskapets utbyttepolitikk ved å kjøpe og selge aksjer.

2.3.2 Forutsetninger i Miller og Modiglianis resonnet

Miller og Modiglianis teorem om at utbyttepolitikk under gitte forutsetninger er uten betydning for selskapsverdi, må i dag sies å være allment akseptert. Diskusjonen dreier seg nå om hvorvidt de til dels strenge forutsetningene er rimelige. I det etterfølgende vil hver enkelt forutsetning diskuteres for seg. Forutsetningene i Miller og Modiglianis irrelevansteorem er som følger:

- Rasjonelle beslutningstakere.
- Perfekte kapitalmarkeder, ingen informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer, og ingen transaksjonskostnader.
- Beskatningen av utbytte og kapitalgevinster er nøytral (eller ingen skatter).
- Investerings- og finansieringsbeslutninger påvirkes ikke av utbyttebeslutninger.

2.3.2.1 Rasjonelle beslutningstakere

Miller og Modiglianis forutsetning om rasjonelle beslutningstagere tilsier at investorer er indifferente mellom utbytte og kapitalgevinster. Forutsetningen impliserer videre at ledelsen ikke opptrer opportunistisk, og dermed tar de beslutninger som til enhver tid er de beste for selskapet. Som vi snart skal se er ikke rasjonelle beslutningstakere en selvfølge i den virkelige verden.

Fra enkelte hold har det blitt argumentert for at det finnes et naturlig klientell for aksjer med høye utbyttebetalinger. Eksempelvis kan det tenkes at noen institusjoner har strenge restriksjoner i forhold til å eie aksjer uten etablert utbyttehistorikk. Dette kan for eksempel

dreie seg om legater eller universiteter. Videre kan enkelte institusjoner ha en preferanse for høye utbyttebetalinger fordi dette anses som midler til forbruk, mens kapitalgevinster anses som et tillegg til en prinsipal. Disse institusjonene vil ikke være indifferente til selskapers valg av utbyttepolitikk.

Andre har fremført at det eksisterer investorer som anser aksjeporteføljen som en fast inntektskilde til å leve av. Faste utbyttebetalinger kan bidra til å spare disse investorene for ekstra transaksjonskostnader og arbeid. Det kan også argumenteres for at disse investorene unngår risikoen med å måtte selge aksjer som er midlertidig underpriset så lenge selskapet betaler utbytte regelmessig. Selskapet må naturligvis gjennomføre en aksjeemisjon før eller siden for å finansiere utbyttebetalingene, men selskapet vil da ha muligheten til å velge *riktig* tidspunkt å selge på. Hvis selskapet prøver å gjennomføre dette, og i tillegg lykkes med det, kan aksjonærer i selskaper med høye utbyttebetalinger i beste fall få en meravkastning uten å foreta seg noe som helst.

Enkelte forskere har benyttet atferdspsykologi til å forklare hvorfor noen investorer foretrekker aksjer som betaler høye utbytter, fremfor å selge aksjer med jevne mellomrom. I følge Sherfin og Statman (1984) kan faste utbyttebetalinger ha en disiplinerende effekt på aksjonærenes forbruk. Ved å motta faste utbyttebetalinger fra selskapet slipper man den vanskelige avveiningen om hvor mange aksjer man skal selge. Vi ser dermed at heller ikke disse investorene er indifferente til selskapets valg av utbyttepolitikk.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer og Vishny (2000) påpeker at aksjonærene kan frykte at ledelsen ikke vil anvende et tilbakeholdt overskudd på en fornuftig måte. Dersom det er fare for at ledelsen kan hengi seg til imperiebygging fremfor å drive en lønnsom virksomhet, ønsker man ikke høye utbyttebetalinger eller tilbakekjøp av aksjer fordi dette er lønnsomt i seg selv, men fordi det oppmuntrer til en mer lønnsom, verdiorientert investeringspolitikk fra ledelsens side.

Som vi ser er rasjonelle beslutningstagere ingen selvfølge i den virkelige verden. Det er verken gitt at investorene vil være indifferente mellom utbytte og kapitalgevinster, eller at ledelsen vil opptre i selskapets beste interesse.

2.3.2.2 Perfekte kapitalmarkeder, ingen informasjonsasymmetri og ingen transaksjonskostnader

Transaksjonskostnadene knyttet til en utbyttebetaling deles gjerne opp i direkte og indirekte transaksjonskostnader, og kan samlet utgjøre betydelige beløp. Direkte transaksjonskostnader vil primært dreie seg om porto og bankgebyrer, og vil som regel være drevet av antallet aksjonærer og hvor spredt disse befinner seg. Dette vil normalt ikke dreie seg om vesentlige beløp.

De indirekte transaksjonskostnadene ved en utbyttebetaling vil på den annen side potensielt kunne bli svært store dersom det eksisterer informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og investorer. Dette henger sammen med den såkalte ”pecking order”-hypotesen, formalisert av Myers (1984). Av denne fremgår det at selskaper foretrekker internfinansiering fremfor gjeld og egenkapital. Dette skyldes at internfinansiering som regel er langt billigere fordi det sender mer positive signaler til investorene enn de to øvrige finansieringsalternativene. I følge Myers og Majluf (1984) er ledelsen motvillige til å foreta aksjeemisjoner når de mener selskapets aksjer er underpriset i markedet. Dette vet markedet, og antar følgelig at selskaper kun foretar aksjeemisjoner når ledelsen oppfatter aksjen som tilstrekkelig høyt priset. Dette påvirker markedsetterspørselen etter selskapets aksjer, og aksjeprisen faller. Markedets negative reaksjon på offentliggjøring av emisjonsplaner er godt empirisk fundert. Det er også knyttet vesentlige indirekte kostnader til utstedelse av gjeld grunnet andre informasjonseffekter, selv om disse som regel ikke er like store som ved aksjeemisjoner. Konsekvensen av en utbyttebetaling i dag kan dermed bli at selskapet må hente inn gjeld eller foreta en aksjeemisjon på et senere tidspunkt. På grunn av asymmetrisk informasjon mellom selskapets ledelse og investorer er begge disse alternativene langt mer kostbare for selskapet enn internfinansiering.

Lintners (1956) hypotese om at endringer i utbyttepolitikk kan tolkes som et signal på ledelsens prognoser over selskapets fremtidige inntjening bryter også delvis med forutsetningen om at det ikke skal være noen informasjonsasymmetri i markedet. En tilsvarende hypotese trekkes imidlertid også frem av Miller og Modigliani (1961) selv.

Perfekte kapitalmarkeder forutsetter at det eksisterer sterk effisiens i markedet. Dette innebærer at aksjekursene reflekterer all historisk, offentlig og privat tilgjengelig informasjon.

Dersom dette er tilfellet vil det ikke eksistere noen muligheter for arbitrasje. Det er lite som tyder på at dette er situasjonen i dagens kapitalmarker.

Oppsummert kan vi dermed si at heller ikke forutsetningen om perfekte kapitalmarkeder, ingen informasjonsasymmetri og ingen transaksjonskostnader synes å holde i den virkelige verden.

2.3.2.3 Beskatningen av utbytte og kapitalgevinster er nøytral

De fleste land i verden har egne regler for beskatning av utbytte og kapitalgevinster. På bakgrunn av dette er det vanskelig å komme med en generell uttalelse om hvorvidt forutsetningen om nøytralitet i skattesystemet brytes eller ikke. Forutsetningen vil i denne utredningen tillegges stor vekt i utledningen av skattesystemene i USA og Norge i kapittel 3 og 5, og vi avstår derfor fra å kommentere den ytterligere her.

2.3.2.4 Investerings- og finansieringsbeslutninger påvirkes ikke av utbyttebeslutninger

Denne forutsetningen kan i stor grad relateres til diskusjonen vi hadde i kapittel 2.3.2.2. På bakgrunn av ”pecking order”-hypotesen virker det rimelig at valg av utbyttepolitikk kan påvirke både investerings- og finansieringsbeslutninger.

”Pecking order”-hypotesen postulerer en preferanse for intern finansiering av investeringsprosjekter. Dersom de nødvendige midler ikke kan fremskaffes internt etter en utbyttebetaling er det godt mulig at investeringsprosjekter avlyses eller utsettes. Hvis investeringsprosjekter likevel gjennomføres etter en utbyttebetaling, er det rimelig å anta at utbyttebetalingen påvirker prosjektenes finansieringsbeslutninger. Selskaper som ikke har ledig kapital vil da måtte hente inn gjeld eller foreta en aksjeemisjon.

3 UTBYTTE I DET AMERIKANSKE SKATTESYSTEMET

Skattesystemet i USA omtales gjerne som det klassiske skattesystemet. I et slikt skattesystem vil man observere at selskapet først beskattes for sitt overskudd, før aksjonærer beskattes for den andelen de mottar av det samme overskuddet – det være seg i form av utbytte eller kapitalgevinst¹. Dette fører til en dobbel beskatning av det utdelte overskuddet.

I mai 2003 skjedde det vesentlige endringer i det amerikanske skattesystemet. På bakgrunn av dette vil vi først ta for oss de amerikanske skattereglene slik de var før mai 2003. Etter denne gjennomgangen vil vi ta for oss det amerikanske skattesystemet slik det er i dag, altså etter mai 2003.

3.1 Det amerikanske skattesystemet før mai 2003

Før mai 2003 ble selskaper i USA beskattet med en skattesats på 35 prosent på resultat før skatt. Videre ble utbytte til aksjonærer beskattet med 30 prosent, mens realisert kapitalgevinst ble beskattet med 20 prosent. Beskatningen av utbytte og kapitalgevinster før mai 2003 er illustrert numerisk i tabell 3.1 (hentet fra Östberg (forelesningsnotat)).

Tabell 3.1

Illustrasjon av det amerikanske skattesystemets effekter for aksjonær ved utbytte eller kapitalgevinst før mai 2003.

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultat før skatt	100	100
Selskapsskatt	35 %	35 %
Resultat etter skatt	65	65
Til utdeling	65	65
Personskatt	30 %	20 %
Utdelt etter personskatt	45,5	52

Med disse skattereglene ser vi at et resultat før skatt på 100 kroner blir beskattet med 35 prosent på selskapets hånd, slik at selskapet sitter igjen med 65 kroner etter skatt. Dette overskuddet kan enten deles ut til aksjonærene i form av utbytte eller tilbakekjøp av aksjer, eller holdes tilbake i selskapet. Dersom de 65 kronene utbetales til aksjonærene i form av

¹ Skattemessig vil tilbakekjøp av aksjer behandles på samme måte som kapitalgevinster. I det etterfølgende vil dermed tilbakekjøp av aksjer inngå i kapitalgevinstbegrepet der dette benyttes.

utbytte, blir dette beskattet med 30 prosent på aksjonærs hånd. Aksjonærene vil da sitte igjen med 45,50 kroner etter skatt.

Hvis overskuddet derimot holdes tilbake i selskapet vil dette relativt sett gi en høyere aksjekurs enn det man ville observert etter en utbyttebetaling. Den økte aksjekursen vil være en kapitalgevinst for aksjonærene. Kapitalgevinsten vil ikke være skattepliktig for aksjonærene før den realiseres. Realisering skjer i det øyeblikket aksjen selges. Dersom vi i det videre forutsetter at kapitalgevinster realiseres umiddelbart, slik tilfellet eksempelvis er når selskapet velger å kjøpe tilbake egne aksjer, vil kapitalgevinsten være skattepliktig med 20 prosent på aksjonærs hånd. Dette innebærer at aksjonærene sitter igjen med 52 kroner etter skatt dersom selskapet velger å la være å betale utbytte, og overskuddet i stedet tilkommer dem i form av en kapitalgevinst.

Som vi kan se av eksempelet over og tabell 3.1 favoriserte det amerikanske skattesystemet kapitalgevinster fremfor utbytte før mai 2003. Dette skyldtes at kapitalgevinster ble beskattet med en lavere skattesats enn utbytte, henholdsvis 20 prosent mot 30 prosent. Den observerte skjevheten i beskatning av utbytte og kapitalgevinster gir isolert sett grunnlag for å forvente en vridning i retning av tilbakekjøp av aksjer og tilbakeholdelse av overskudd i amerikanske selskapers utbyttepolitikk før mai 2003. Dersom man vurderer effekten av skattesystemet alene vil man dermed forvente å observere at investorer gjennomgående reagerte negativt på annonseringer om økt utbytte, og positivt på annonseringer om redusert utbytte, alt annet likt.

Resonnementet i forrige avsnitt innebærer at Miller og Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem er brutt. Dersom vi observerer effektene skissert over vil deres irrelevansteorem ha liten praktisk betydning i den virkelige verden.

3.2 Det amerikanske skattesystemet i dag

I mai 2003 kom det nye regler for beskatning av utbytte og kapitalgevinster i USA ("The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003"). Med disse reglene forsøkte man å fjerne favoriseringen av kapitalgevinster som vi observerte i kapittel 3.1. Reglene som her gjennomgår reflekterer den nåværende beskatningen av utbytte og kapitalgevinster i USA.

Inntektsbeskatningen på selskapets hånd er fortsatt 35 prosent. Forskjellen ligger i beskatningen av utbytte og kapitalgevinster. Der man tidligere beskattet utbytte og kapitalgevinster med ulike satser, henholdsvis 30 prosent og 20 prosent, beskattes nå begge med samme sats, 15 prosent. De nye reglene er illustrert numerisk i tabell 3.2 (hentet fra Östberg (forelesningsnotat)).

Tabell 3.2

Illustrasjon av det amerikanske skattesystemets effekter for aksjonær ved utbytte eller kapitalgevinst etter mai 2003.

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultat før skatt	100	100
Selskapsskatt	35 %	35 %
Resultat etter skatt	65	65
Til utdeling	65	65
Personskatt	15 %	15 %
Utdelt etter personskatt	55,25	55,25

Fra tabell 3.2 ser vi at beskatningen på selskapets hånd er uforandret i forhold til det man observerte før mai 2003. Et resultat før skatt på 100 kroner vil fortsatt beskattes med 35 prosent, og være verdt 65 kroner etter skatt i selskapet. Dersom selskapet velger å utbetale dette overskuddet som utbytte vil aksjonærene beskattes med 15 prosent, og dermed motta 55,25 kroner etter skatt.

Dersom overskuddet i stedet tilfaller aksjonærene i form av en kapitalgevinst, vil denne være skattepliktig med 15 prosent ved realisering. Vi antar som tidligere at aksjonærene realiserer alle kapitalgevinster umiddelbart. Dermed vil overskuddet på 100 kroner før skatt være verdt 55,25 kroner for aksjonærene etter at alle skatter er betalt. Som vi ser er dette det samme beløpet som det vi observerte da overskuddet tilfalt aksjonærene i form av utbytte i avsnittet over.

Eksempelet over og tabell 3.2 gir en indikasjon på at det amerikanske skattesystemet etter mai 2003 er nøytralt. Dette skyldes at utbytte og kapitalgevinster nå beskattes med samme sats på aksjonærs hånd. Det kan dermed se ut til at amerikanske skattemyndigheter har oppnådd det de ønsket med skattereformen i 2003. Vi noterer oss også at det amerikanske skattesystemet ser ut til å ha blitt noe mer aksjonærvennlig. Et overskudd på 100 kroner før skatt er i dag verdt 55,25 kroner etter skatt for aksjonærene, uavhengig av selskapets valg av

utbyttepolitikk. Tidligere ville et tilsvarende overskudd ha vært verdt 45,50 kroner etter skatt dersom det tilkom aksjonærene i form av en utbyttebetaling. Hvis overskuddet i stedet tilkom aksjonærene i form av en kapitalgevinst, ville denne være verdt 52 kroner etter skatt ved umiddelbar realisering. Som vi ser av tallene over sitter aksjonærene i alle tilfeller igjen med en større andel av selskapets overskudd etter mai 2003. Dette innebærer at aksjonærene i dag oppnår en høyere personlig avkastning per krone fortjeneste i selskapet enn det de gjorde før mai 2003. Resultatet er en direkte konsekvens av endringene i skattereglene som ble foretatt i 2003.

Dersom vi betrakter tabell 3.2 og eksempelet over kan det, som vi alt har vært inne på, virke som om skjevheten mellom utbytte og kapitalgevinster fra perioden før mai 2003 er eliminert. Dette er kun delvis korrekt, og amerikanske skattemyndigheter har dermed ikke lyktes fullt ut i sitt forsøk på å nøytralisere skjevheten mellom utbytte og kapitalgevinster. Den omtalte skjevheten er utvilsomt betydelig redusert etter 2003, men den eksisterer fortsatt. Det er hovedsaklig to momenter som taler for dette.

For det første må skatt på utbytte betales umiddelbart, mens skatt på en kapitalgevinst først blir skattepliktig i det øyeblikket kapitalgevinsten realiseres. Dette var en mulighet vi utelukket i eksemplene i både dette og foregående kapittel. Vi forutsatte der at alle kapitalgevinster ble realisert umiddelbart. Etersom dette ikke er realiteten, kan aksjonærene selv bestemme når skatt på kapitalgevinster skal betales i den virkelige verden. Denne muligheten har de ikke dersom selskapet velger å betale utbytte. Ifølge Brealey, Myers og Allen (2006) kan aksjonærer redusere nåverdien av skatten som skal betales på en kapitalgevinst ved å vente så lenge som mulig med å realisere denne. La oss illustrere dette poenget med et lite eksempel.

Hver gang en investor selger aksjer må det betales skatt av kapitalgevinsten på aksjene. Kapitalgevinsten fastsettes som forskjellen mellom salgsprisen og kjøpsprisen. Eksempelvis vil aksjer kjøpt i 2004 for 10 kroner og solgt i 2005 for 20 kroner ha en skattepliktig kapitalgevinst på 10 kroner per aksje. Dette innebærer en personskatt på 1,50 kroner per aksje i det amerikanske skattesystemet. Dersom investoren utsetter salget av aksjene i ett år vil nåverdien av skatten falle. Med en rente på 5 prosent vil dette innebære at nåverdien av den samme skatten om ett år har falt til 1,43 kroner per aksje. Den effektive skatten på kapitalgevinsten vil dermed reduseres desto lenger salget av aksjene blir utsatt. Ved en

utbyttebetaling på 10 kroner per aksje i 2005 vil en skattebetalende investor være forpliktet til å betale 1,50 kroner i skatt for utbyttet på hver enkelt aksje i inneværende år.

Det andre momentet som taler for at det fortsatt eksisterer en skjevhet i beskatningen av utbytte og kapitalgevinster i USA er ifølge Östberg (forelesningsnotat) muligheten for at investorer kan "skjerme" beskatning ved realisering av kapitalgevinster fra "vinnere" gjennom å realisere kapitaltap fra "tapere" samtidig. Dette er nok en mulighet har vi sett bort i fra i de tidligere beregningene. Også dette momentet taler for at den effektive skattesatsen for beskatning av kapitalgevinster sannsynligvis er lavere enn de satsene vi har benyttet i både tabell 3.1 og i tabell 3.2.

På bakgrunn av momentene over vil vi hevde at det eksisterer en differanse i de effektive skattesatsene for utbytte og kapitalgevinster i USA også etter mai 2003. Skjevheten er imidlertid vesentlig mindre enn det vi observerte før mai 2003.

Dersom man betrakter den isolerte skattemessige effekten av utbytteendringer etter mai 2003, gir disse grunnlag for å forvente at amerikanske selskaper fortsatt vil foretrekke å holde tilbake overskudd eller kjøpe tilbake egne aksjer, fremfor å betale utbytte. Årsaken til dette er at den rasjonelle skattebetalende investor vil verdsette selskaper som favoriserer kapitalgevinster høyere enn selskaper som betaler utbytte, alt annet likt. Vi forventer imidlertid at denne vridningen har avtatt noe sammenlignet med perioden før mai 2003.

Til tross for at den skattemessige skjevheten er betydelig redusert etter mai 2003, bryter hypotesen den medfører fortsatt delvis med Miller og Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem. I følge vår hypotese vil man som tidligere forvente at den isolerte skattemessige effekten av økte utbyttebetalinger er en redusert aksjepris. Tilsvarende vil man forvente at en reduksjon av utbyttebetalingene gir økt aksjepris, alt annet likt. Dette skyldes den fortsatt eksisterende skjevheten i det amerikanske skattesystemet. Effektene av skjevheten forventes likevel, som vi alt har vært inne på, å ha avtatt noe etter mai 2003. Vi kan dermed konkludere med at vår hypotese tilsier at valg av utbyttepolitikk skal ha en indirekte effekt på selskapsverdien gjennom det amerikanske skattesystemet også etter 2003. Hypotesen står dermed i konflikt med Miller og Modiglianis irrelevansteorem.

Avslutningsvis vil vi, som et apropos, trekke frem at en del finansielle institusjoner (eksempelvis pensjonsfond) er fritatt fra beskatning på utbytte og kapitalgevinster, og således er indifferente til forskjeller i skattesatsene på disse. Ved analyse av markedsdata kan dette bidra til å ”vanne ut” de skisserte effektene i hypotesen over.

3.3 Den amerikanske skattehypotesen

Vi vil her gjøre hypotesen etter gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet eksplisitt.

Hypotese:

På bakgrunn av gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet ovenfor vil vi forvente at den isolerte skattemessige effekten av endret utbyttepolitikk vil være en reduksjon i aksjeprisen ved økte utbyttebetalinger, og en økning i aksjeprisen ved reduserte utbyttebetalinger. Denne effekten forventes å ha avtatt noe etter mai 2003.

4.0 VURDERING AV FUNN GJORT PÅ AMERIKANSKE DATA

I denne delen av utredningen vil vi se nærmere på resultater fra artikler og forskningsrapporter på amerikanske data, der effekter av annonseringer om endret utbyttepolitikk analyseres. Underveis vil vi ta stilling til om resultatene fra den enkelte undersøkelse synes å sammenfalle med det man forventer å observere etter gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet i foregående kapittel. Ettersom det amerikanske skattesystemet presentert i kapittel 3 er fra perioden før og etter 2003, og resultatene vi her presenterer stort sett er fra før 1990, er det åpenbart at disse ikke kan kobles direkte opp mot hverandre.

Til tross for problemet med tidsinkonsistens påpekt ovenfor, er det en kjensgjerning at det amerikanske skattesystemet historisk sett har favorisert kapitalgevinster fremfor utbytte. Denne favoriseringen ble forsøkt fjernet i 1986 ("The Reform Act of 1986"), da man innførte like satser for beskatning av utbytte og kapitalgevinster. Til tross for dette ble kapitalgevinster på nytt favorisert etter 1992. Dette innebærer at det amerikanske skattesystemet, slik det ble presentert i kapittel 3, er representativt for skattesystemet slik det var da undersøkelsene rapportert i dette kapitlet ble foretatt. Den amerikanske skattehypotesen skissert i slutten av kapittel 3 er dermed uforandret.

Healy og Palepus (1988) artikkel om informasjonsinnholdet i utbytteannonseringer tillegges særlig stor vekt i gjennomgangen av amerikanske undersøkelser på området. Dette skyldes at denne artikkelen langt på vei er retningsgivende for den empiriske analysen foretatt på norske data i kapittel 6. Avslutningsvis vil vi forsøke å gi en helhetlig vurdering av alle studiene som er gjennomgått, og undersøke hvorvidt de observerte resultatene er sammenfallende med den amerikanske skattehypotesen fra kapittel 3.

4.1 Forskning på effekter av endret utbyttepolitikk

Etter at Miller og Modigliani i 1961 viste at utbyttepolitikk ikke påvirker selskapsverdien i en verden med perfekte kapitalmarkeder, uten skatter og transaksjonskostnader, har det blitt foretatt en rekke studier av aksjeprisens reaksjon på annonseringer om endret utbyttepolitikk.

Resultatene fra de forskjellige undersøkelsene synes å trekke i ulike retninger. Vi vil i det etterfølgende ta for oss de mest sentrale funnene som er gjort på amerikanske data.

I en tidlig empirisk studie av informasjonsinnholdet i utbytteendringer analyserer Watts (1973) unormal aksjeavkastning for selskaper som kommer med uventede annonseringer om endret utbyttepolitikk. Han analyserer også forholdet mellom uventede endringer i utbyttepolitikk og fremtidig inntjening. Resultatene fra undersøkelsen viser at det ikke finnes noen form for unormal aksjeavkastning i måneder som ligger rundt annonseringer om endret utbyttepolitikk. Videre finner Watts at uventede skift i utbyttepolitikk inneholder lite informasjon om fremtidig inntjening. Gonedes (1978) kommer i en lignende undersøkelse frem til tilsvarende resultater. I en undersøkelse av nyere dato finner heller ikke Grullon, Michaely og Swaminathan (2002) noen informasjon i annonseringer om endret utbyttepolitikk.

Med utgangspunkt i skjevheten vi fant i det amerikanske skattesystemet i foregående kapittel er resultatene fra disse undersøkelsene noe overraskende. På bakgrunn av den amerikanske skattehypotesen vil man forvente at den isolerte skattemessige effekten av en annonsering om økt utbytte er en reduksjon i aksjeprisen. Motsatt vil man forvente at redusert utbytte vil gi økt aksjepris. Dette viser seg imidlertid ikke å være tilfellet. På den annen side synes resultatene fra de tre studiene å stemme godt overens med Miller og Modiglianis argumentasjon om at utbyttepolitikk er uten betydning for selskapsverdi.

I relasjon til de rapporterte resultatene bør det forøvrig trekkes frem at Watts påpeker to vesentlige svakheter ved sin egen studie. For det første ble det benyttet månedlige aksjeprisnoteringer i stedet for daglige aksjeprisnoteringer. Dette fører til at det blir vanskelig å skille mellom effekten av utbytteannonseringer og effekten av annen informasjon som offentliggjøres i det samme tidsrommet. For det andre kan forventninger om fremtidige utbyttebetalinger skape støy i datamaterialet, og således redusere styrken på testene. Disse momentene bidrar til å svekke betydningen av resultatene fra Watts studie vesentlig.

I en studie av Asquith og Mullins (1983) av aksjeprisens reaksjon på utbytteannonseringer hensyntas de to momentene Watts (1973) trakk frem som svakheter ved sin studie. For å redusere betydningen av annen informasjon som offentliggjøres i tidsrommet rundt utbytteannonseringen benyttes daglige aksjeprisnoteringer i stedet for månedlige aksjeprisnoteringer. Videre analyseres kun initieringer av utbyttebetalinger. Det er antatt at

initieringer av utbytte er de endringene i utbyttepolitikk som minst sannsynlig forventes av markedet, og man antar dermed at dette vil avhjelpe problemene med støy skapt av markedets forventninger til endret utbyttepolitikk. Resultatene fra studien viser en signifikant positiv unormal avkastning ved initiering av utbyttebetalinger. Andre studier, deriblant Aharoney og Swary (1980), Brickley (1983), Kalay og Lowenstein (1985), og Dielman og Oppenheimer (1984), viser også unormal aksjeavkastning ved uventede annonseringer om endret utbyttepolitikk. Også Ofer og Siegel (1987) finner lignende resultater ved analyse av selskaper som foretar uventede utbytteendringer.

På bakgrunn av den amerikanske skattehypotesen synes disse resultatene enda mer overraskende enn resultatene fra studiene til Watts (1973), Gonedes (1978) og Grullon, Michaely og Swaminathan (2002). Der de tre sistnevnte studiene ikke viste noen reaksjon i aksjeprisen ved annonseringer om endret utbyttepolitikk, trekker resultatene rapportert i foregående avsnitt i motsatt retning av det den isolerte skattemessige effekten skulle tilsi. Dette bidrar til å svekke hypotesen vi kom frem til i slutten kapittel 3 ytterligere.

Til hypotesens forsvar må man likevel fremføre at ingen av undersøkelsene over måler retningen og styrken på den *isolerte* skattemessige effekten av en utbytteannonsering – fundamentet den amerikanske skattehypotesen hviler på. Resultatene fra studiene over kan dermed være et uttrykk for at annonseringer om endret utbyttepolitikk sender signaler som er sterkere, og trekker i en annen retning, enn det den isolerte skattemessige effekten av endret utbyttepolitikk skulle tilsi.

Resultatene fra Asquith og Mullins (1983), Aharoney og Swary (1980), Brickley (1983), Kalay og Lowenstein (1985), Dielman og Oppenheimer (1984), og Ofer og Siegel (1987) står, i motsetning til resultatene fra Watts (1973), Gonedes (1978) og Grullon, Michaely og Swaminathan (2002), i konflikt med Miller og Modiglianis irrelevansteorem. Ifølge Miller og Modigliani (1961) skal som sagt ikke aksjeprisen påvirkes av endringer i utbyttepolitikk. Miller og Modigliani åpner likevel for at utbytte og utbytteannonseringer kan ha et informasjonsinnhold dersom det eksisterer en informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og investorer. Dersom investorene er dårligere informert enn ledelsen om fremtidige inntjeningsmuligheter hevder Miller og Modigliani at endringer i utbyttepolitikk kan bli tolket som ledelsens prognoser på fremtidig inntjening. Et slikt resonnement er i tråd med Lintner (1956), der det fremkommer at ledere vurderer både tidligere, nåværende og fremtidig

fortjeneste ved fastsettelsen av utbytte. Hvis signaleffekten ved endret utbyttepolitikk har større effekt på aksjeprisen enn den isolerte skattemessige effekten vi fant i kapittel 3, kan dette bidra til å forklare hvorfor de ulike studiene ikke er i tråd med vår hypotese, og viser ingen, eller motsatt reaksjon i aksjeprisen sammenlignet med det vi forventet å observere etter gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet.

4.2 Gjennomgang av Healy og Palepu (1988)

I artikkelen "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions" fra 1988 analyserer Healy og Palepu hvorvidt endringer i utbyttepolitikk inneholder informasjon om fremtidig inntjening. I relasjon til denne undersøkelsen tar de for seg aksjeprisens reaksjon på annonseringer om endret utbyttepolitikk. For å vurdere effekten av utbytteinitieringer analyserer de 131 selskaper som enten utbetaler utbytte for første gang, eller gjør det for første gang etter en kontinuerlig pause i utbyttebetalingene på minst 10 år. Effekten av en utelatelse av utbytte vurderes ved å analysere 172 selskaper som enten utelater utbytte for første gang, eller utelater utbytte etter å ha betalt utbytte kontinuerlig i minimum de siste 10 årene. På denne måten mener Healy og Palepu at de reduserer støy fra markedets forventninger til endret utbyttepolitikk. Videre benyttes daglige aksjeprisnoteringer for å minimere effekten av annen informasjon som offentliggjøres rundt annonseringstidspunktet.

Det analyserte datamaterialet består utelukkende av selskaper som var notert ved New York Stock Exchange (NYSE) eller ved American Stock Exchange (AMEX) i perioden fra 1963 til 1980 for selskaper som initierer utbytte, og 1969 til 1980 for selskaper som utelater utbytte. Annonseringsdatoen for en utbytteinitiering defineres som det tidspunktet initieringen først offentliggjøres i Wall Street Journal. For utelatelser av utbytte defineres annonseringsdatoen som det tidspunktet utelatelsen først blir kjent i Wall Street Journal Index.

4.2.1 Markedsreaksjon på annonseringer om utbytteendringer

Healy og Palepu definerer unormal avkastning som differansen mellom selskapets avkastning og avkastningen på en likevektet CRSP-markedsportefølje. Begrepet må ikke forveksles med den unormale avkastningen man finner ved å ta differansen mellom selskapsavkastning og risikojustert avkastning i kapitalverdimodellen.

Resultatene fra studien viser at man dagen før annonsering (dag -1) og på annonseringstidspunktet (dag 0) observerer en gjennomsnittlig unormal avkastning på 3,9 % ved utbytteinitieringer. Denne avkastningen er signifikant på 1 % nivå. Videre finner man en gjennomsnittlig unormal avkastning på 4,0 % fra dag -10 til dag -2, og en gjennomsnittlig unormal avkastning på 1,4 % fra dag 1 til dag 10. Også disse resultatene er statistisk signifikante på 1 % nivå. Resultatene fra Healy og Palepus studie er sammenfallende med resultatene fra Asquith og Mullins (1983), som rapporterer en gjennomsnittlig unormal avkastning på 3,7 % i de to dagene før annonseringen om initiering av utbytte. Også Dielman og Oppenheimer (1984) rapporterer et lignende resultat, med en gjennomsnittlig unormal avkastning på 3,5 % i det samme tidsrommet.

For selskaper som annonserer en utelatelse av utbyttebetalingene finner Healy og Palepu en gjennomsnittlig unormal avkastning på -9,5 % på dag -1 og dag 0. Avkastningen er signifikant på 1 % nivå. Videre finner Healy og Palepu en gjennomsnittlig unormal avkastning på -7,0 % fra dag -10 til dag -2. Også denne avkastningen er signifikant på 1 % nivå. I perioden etter annonsering om utelatelse av utbytte finner Healy og Palepu ingen signifikante resultater. Resultatene over er sammenfallende med Dielman og Oppenheimers (1984) studie som rapporterer en signifikant gjennomsnittlig unormal avkastning på -8,1 % i de to dagene før annonsering om utelatelse av utbytte.

Som vi ser av de rapporterte resultatene ovenfor indikerer Healy og Palepus studie, på lik linje med Asquith og Mullins (1983), og Dielman og Oppenheimer (1984), at endringen i utbyttepolitikk er delvis forventet av investorene. Dette kan skyldes annen informasjon som er tilgjengelig før annonseringen om endret utbyttepolitikk. Likevel virker det ikke som om disse forventningene reflekteres fullt ut i aksjeprisen, og at den faktiske annonseringen om endret utbyttepolitikk inneholder ny informasjon til markedet.

Resultatene over bidrar til å forsterke mistanken om at det eksisterer en informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer. Endringer i utbyttepolitikk blir da tolket som ledelsens prognoser for selskapets fremtidige inntjening slik Lintner (1956) antydte.

4.2.2 Endring i fortjeneste rundt tidspunktet for endret utbyttepolitikk

På bakgrunn av funnene over analyserer Healy og Palepu hvorvidt man kan observere en endring i fortjeneste i årene rundt annonsering om endret utbyttepolitikk for selskapene i undersøkelsen. Tilsvarende undersøkelse vil ikke foretas på norske selskaper i den empiriske analysen i kapittel 6, dermed vil disse resultatene gjennomgås mindre grundig enn de foregående. Dersom man observerer signifikante endringer i fortjeneste i årene rundt annonseringen om endret utbyttepolitikk, kan dette tas til inntekt for hypotesen om at utbytteendringer inneholder informasjon til markedet.

I analysen finner Healy og Palepu at selskapene som annonserer en initiering av utbytte ikke opplever signifikante endringer i fortjeneste fra år -5 til år -2. Året før annonseringen (år -1) observeres imidlertid en gjennomsnittlig positiv endring i fortjeneste på 4,3 %. Denne endringen er signifikant på 1 % nivå. I år 0, samme år som annonseringen om initiering av utbytte finner sted, observerer man en ytterligere økning i fortjeneste på 5,5 %.

Ifølge Healy og Palepu kan økningen i fortjeneste i år -1 attribueres til industrifaktorer. Dette er imidlertid ikke tilfellet for endringen i fortjeneste i år 0. Disse funnene indikerer at selskapene som initierer utbytte er i vekstindustrier, men at de har en svært god fortjeneste i det året de velger å utbetale utbytte.

Etter annonseringen om initiering av utbytte observerer man en signifikant gjennomsnittlig positiv vekst i fortjeneste i år 1 og år 2 på henholdsvis 2,2 % og 3,5 %. I år 2 viser økningen seg å være vesentlig større enn for tilsvarende selskaper innenfor samme industri. Endringene i fortjeneste i år 3 og år 4 er ikke signifikante.

Disse resultatene underbygger hypotesen om at utbytteendringer inneholder informasjon til markedet. Funnene synes dermed også å være i tråd med den signifikante positive markedsreaksjonen vi observerte på annonseringstidspunktet for utbytteinitieringer i denne og lignende undersøkelser.

For selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte finner Healy og Palepu at de gjennomsnittlige endringene i fortjeneste fra år -5 til år -3 ikke er signifikante.

Gjennomsnittlige endringer i fortjeneste i år -2 og år -1 er signifikante, og er på henholdsvis

-1,2 % og -7,7 %. Den største nedgangen i gjennomsnittlig fortjeneste skjer likevel samme år som annonseringen om utelatelse av utbytte finner sted (år 0). Nedgangen i fortjeneste er da på -13,5 %.

Nedgangen i fortjeneste i år -2 kan ifølge Healy og Palepu attribueres til industrifaktorer. Dette er ikke tilfellet for år -1 og år 0. På bakgrunn av disse funnene kan man dermed si at annonseringer om utelatelse av utbytte etterfølger signifikante endringer i fortjeneste, akkurat slik tilfellet var ved annonseringer om initiering av utbytte.

Etter annonseringen om utelatelse av utbytte finner Healy og Palepu at de aktuelle selskapene har to år med signifikant positiv økning i fortjeneste. Denne økningen i fortjeneste kan ikke attribueres til industrifaktorer. Resultatet er avvikende fra mønsteret i fortjeneste vi observerte ved initieringer av utbytte. Da økte fortjenesten i forkant av annonseringen om initiering av utbytte, og varte i flere år etterpå. Ved utelatelse av utbytte ser imidlertid den negative utviklingen i fortjeneste fra årene før annonseringen om endret utbyttepolitikk ut til å reverseres etter annonseringen. På bakgrunn av dette resultatet kan man ikke anta at nedgangen i fortjeneste fortsetter etter annonseringen om utelatelse av utbytte. Healy og Palepu påpeker imidlertid at dette noe overraskende resultatet kan skyldes skjevheter i det analyserte datamaterialet.

På bakgrunn av funnene over kan det virke som om hypotesen om at annonseringer om utbytteendringer inneholder informasjon til markedet ikke gjelder i like stor grad for selskaper som utelater utbytte. Dette skyldes at funnene over ikke er i tråd med den negative markedsreaksjonen vi observerte for selskaper som utelater utbytte. Den informerte investor vil være klar over reduksjonen i tidligere års resultater, og dette skal dermed reflekteres fullt ut i dagens aksjepris. Dersom utelatelse av utbytte har et informasjonsinnhold, vil man forvente å observere en ytterligere reduksjon i fremtidige års resultater etter en utelatelse. Dette er imidlertid, som vi nettopp har observert, ikke tilfellet. Man observerer tvert i mot en reversering av den negative utviklingen i fortjeneste etter at utbytte er utelatt. Dette tilsier isolert sett en økning i aksjekursen ved annonseringer om utelatelse av utbytte.

Den negative markedsreaksjonen vi observerte tidligere kan, som vi alt har vært inne på, heller ikke forklares med den skattemessige effekten av utelatelsen av utbytte, da denne var forventet å trekke i motsatt retning (jfr. den amerikanske skattehypotesen). Som Healy og

Palepu imidlertid påpeker, kan det noe overraskende resultatet skyldes skjevheter i det analyserte datamaterialet. Resultatet bør derfor tolkes med varsomhet.

4.3 Vurdering av den amerikanske skattehypotesens gyldighet

Momentene trukket frem i dette kapitlet forsterker totalt sett mistanken om at informasjonsinnholdet i en annonsering om endret utbyttepolitikk overskygger eventuelle skattemessige effekter av selve endringen. Dette fører til at den amerikanske skattehypotesen vanskelig kan forkastes selv om den ikke underbygges av studiene vi har gjennomgått. Spørsmålet om hvorvidt amerikanske investorer tar hensyn til skattemessige effekter av utbyttepolitikk ved verdsettelsen av selskaper blir dermed stående ubesvart. Det kan imidlertid virke som om signaleffekten ved endret utbyttepolitikk er så sterk at den får investorer til å endre oppfatning av selskapsverdi. Dette gjør det fristende å hevde at det kan dreie seg om to effekter som trekker i ulik retning, selv om en slik påstand ikke er sterkt empirisk fundert. Eksempelvis kan det tenkes at den skattemessige effekten av en endring i utbyttepolitikk kan påvirke aksjeprisen i en retning, mens informasjonseffekten av den samme endringen kan påvirke aksjeprisen i en annen retning. Dersom dette er tilfellet vil den amerikanske skattehypotesen fortsatt gjelde.

En rekke forskere har forsøkt å undersøke hvorvidt investorer krever en høyere avkastning for aksjer med høye utbyttebetalinger, når utbytte beskattes med en høyere sats enn kapitalgevinster. Fremgangsmåten har vært å estimere en skattedifferanse på bakgrunn av observerte prisforskjeller mellom aksjer med høye utbyttebetalinger og aksjer med lave eller ingen utbyttebetalinger. Funnene fra undersøkelsene er tvetydige, og skattedifferansene man har beregnet er sprikende. Eksempelvis finner Litzenberger og Ramaswamy (1982) at investorer priser aksjer med høye utbyttebetalinger som om utbytte gir mellom 14 og 23 prosent ekstra skatt i forhold til kapitalgevinster. Miller og Scholes (1982) finner i en tilsvarende undersøkelse en skattedifferanse på 4 prosent ved bruk av en annen metode, altså en nesten ubetydelig differanse. Begge undersøkelsene analyserer data fra perioden før 1986, da det var en stor forskjell i beskatningen av utbytte og kapitalgevinster i USA.

Med unntak av studiene til Watts (1973), Gonedes (1978), og Grullon, Michaely og Swaminathan (2002), er det lite belegg for å hevde at Miller og Modiglianis (1961) irrelevansteorem gjelder i USA. Resultatene fra undersøkelsene over taler i stor grad for at

utbyttepolitikk faktisk *er* av betydning når investorer verdsetter selskaper. Dette funnet synes først og fremst å henge sammen med en informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og investorer, som gjør at selskapets valg av utbyttepolitikk tolkes som et signal på fremtidig inntjening. Det kan imidlertid heller ikke utelukkes at man i en verden med perfekt informasjon mellom ledelse og investorer fortsatt ville observert at utbyttepolitikk påvirker selskapsverdien. Dette skyldes at vi ikke har tilstrekkelig grunnlag til å kunne forkaste den amerikanske skatthypotesen fra kapittel 3.

5 UTBYTTE I DET NORSKE SKATTESYSTEMET

Norske skattemyndigheter har historisk sett arbeidet for at norske skatteregler skal være mest mulig nøytrale. Dette gjelder med hensyn til beskatning av ulike selskapsformer, så vel som i fastsettelsen av satser for beskatning av utbytte og kapitalgevinster. Som en konsekvens av dette har man forsøkt å se selskaper og deres eiere i sammenheng ved fastsettelsen av nye skatteregler. Utdeling fra selskap til eiere, og gevinst ved salg av aksjer eller andeler i selskapet, beskattes derfor ulikt avhengig av om eierne er aksjeselskaper eller fysiske personer.

Selv om nøytrale skatteregler fortsatt er en målsetting, har det norske skattesystemet gjennomgått en vesentlig revisjon som trådte i kraft fra og med 1.1.2006, da aksjonærmodellen ble innført. På bakgrunn av dette vil vi først ta for oss det norske skattesystemet slik det var før 1.1.2006. Etter dette vil vi ta for oss det norske skattesystemet slik det fremstår i dag. Begge systemer vil gjennomgås grundig, da de tillegges en stor vekt i tolkningen av de observerte resultatene fra den empiriske analysen i kapittel 6.

5.1 Generelt

I den norske Skatteloven defineres et utbytte som ”...*enhver utdeling som innebærer en vederlagsfri overføring av verdier fra selskap til aksjonær.*” (Skatteloven § 10-11.2). Etter loven er det aksjonæren som skal beskattes for utbytte. Aksjonæren vil være den som er oppført som eier i selskapets aksjonæroppgave, med mindre han kan påvise hvem som er den virkelige eier (Skatteloven § 10-11.7 jfr. § 4-51). Denne definisjonen av utbytte og skattesubjekt gjelder både før og etter 2006.

I Norge er aksjeselskaper og likestilte selskaper egne skattesubjekter. Ansvarlige selskap, kommandittselskap, partrederi og indre selskap er ikke egne skattesubjekter, og beskatningen skjer her på deltakernes hender. Dette skillet er uforandret etter revisjonen av skattereglene i 2006. I den videre diskusjon vil vi sikte til et selskap som er et skattesubjekt når betegnelsen selskap benyttes.

5.2 Det norske skattesystemet før 1.1.2006²

5.2.1 Godtgjørelsesmetoden

Frem til 1.1.2006 gjaldt godtgjørelsesmetoden for utbyttebeskatning i Norge. I denne metoden ble selskapet beskattet med 28 prosent på resultat før skatt. Dersom dette overskuddet tilfalt aksjonærene i form av utbytte ble det beskattet med 28 prosent på aksjonærs hånd. Samtidig som aksjonærene ble beskattet med 28 prosent for mottatt utbytte, mottok de imidlertid 28 prosent godtgjørelse for det samme utbyttet. På denne måten unngikk man den dobbeltbeskatningen (beskatning på både selskapets og aksjonærs hånd) vi observerte i gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet. En forutsetning for utdeling av godtgjørelse var at mottakeren av utbyttet var norsk skattesubjekt, og at utbyttet var lovlig i henhold til aksjelovens bestemmelser. Dersom ikke dette var tilfellet måtte aksjonær betale 28 prosent skatt på hele utbyttet, uten rett til godtgjørelse (med andre ord dobbeltbeskatning). Skattefrie innretninger hadde heller ikke rett på godtgjørelse under dette systemet.

5.2.2 RISK-metoden

Dersom selskapet valgte å holde tilbake overskuddet eller kjøpe tilbake aksjer, fremfor å betale utbytte, eksisterte det i utgangspunktet generell skatteplikt for aksjegevinster og generell fradragsrett for tap i perioden før 1.1.2006. Dette innebar at aksjegevinster inngikk i alminnelig inntekt, og at tap var fradragsberettiget i alminnelig inntekt. Gevinst og tap ble beregnet som forskjellen mellom aksjens inngangsverdi og utgangsverdi. I denne beregningen kunne det også gjøres fradrag for omkostninger ved ervervet og realisasjonen av aksjene.

For å unngå dobbeltbeskatning av aksjegevinster benyttet man RISK-metoden (Regulering av Inngangsverdi med (endring i) Skattlagt Kapital). Denne metoden gikk ut på at man ved realisasjon av aksjer regulerte inngangsverdien opp eller ned med et beløp som var basert på selskapets skattlagte kapital i aksjonærens eiertid. I praksis innebærer dette at inngangsverdien av en aksje ble justert for selskapets tilbakeholdte, skattlagte overskudd siste år hver 1. januar. Beløpet ble fordelt per aksje i henhold til pålydende, og ble kalt for RISK-beløpet. Uten denne formen for regulering ville det blitt dobbeltbeskatning av kapitalgevinster

² Utleddningen av det norske skattesystemet før 2006 er basert på Brudvik (2004).

ved at selskapets overskudd først ble beskattet som inntekt på selskapets hånd, og deretter som gevinst på aksjonærs hånd.

Dersom selskapet hadde skattemessig underskudd et inntektssår ble ikke RISK-beløpet for dette året redusert. Dette fikk først betydning for senere år da underskuddet ble avregnet mot positiv inntekt etter fremføringsreglen. Effekten av RISK-regulering og godtgjørelsesmetoden er vist i tabell 5.1 nedenfor.

Tabell 5.1

Illustrasjon av det norske skattesystemets effekter for aksjonær ved utbytte eller kapitalgevinst før 1.januar 2006.

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultat før skatt	100	100
Selskapsskatt	28 %	28 %
Resultat etter skatt	72	72
Til utdeling	72	72
Personskatt	28 %	28 %
Godtgjørelse	28 %	
RISK-justering		28 %
Utdelt etter personskatt	72	72

5.2.3 Personlig aksjonær under godtgjørelses- og RISK-metoden

Som vi kan se av tabell 5.1 beskattes et resultat før skatt på 100 kroner med 28 prosent på selskapets hånd. Dette fører til at man sitter igjen med 72 kroner før personlig beskatning av den enkelte aksjonær. Dersom dette overskuddet utbetales til aksjonærene som utbytte, beskattes det med 28 prosent på aksjonærs hånd. Aksjonærene vil imidlertid motta 28 prosent godtgjørelse på det samme utbyttet, forutsatt at utbyttet er lovlig og mottakeren er et norsk skattesubjekt. Dette innebærer at aksjonærene sitter igjen med 72 kroner etter skatt ved en utbyttebetaling. Resultatet av godtgjørelsesmetoden er dermed at utbytte i realiteten var skattefritt på aksjonærs hånd før 1.1.2006.

Dersom overskuddet på 72 kroner etter skatt derimot beholdes i selskapet vil dette relativt sett gi en høyere aksjekurs enn det man ville observert etter en utbyttebetaling. Denne kapitalgevinsten er ikke skattepliktig for aksjonærene før den realiseres. Som under gjennomgangen av det amerikanske skattesystemet vil vi av illustrative hensyn i det

etterfølgende forutsette at aksjonærene velger å realisere kapitalgevinster umiddelbart. I det øyeblikket kapitalgevinsten realiseres vil den være skattepliktig med 28 prosent på aksjonærs hånd. Inngangsverdien for beregningen av kapitalgevinst vil imidlertid oppjusteres med selskapets tilbakeholdte, skattlagte overskudd (RISK-regulering) slik at kapitalgevinsten reduseres. Dersom alt annet holdes likt vil aksjonærene dermed også her sitte igjen med 72 kroner etter skatt. Som vi ser var i praksis kapitalgevinster skattefrie på aksjonærs hånd også i RISK-metoden. Resonnementet vil være analogt ved tilbakekjøp av aksjer.

Konklusjonen fra eksempelet over og tabell 5.1 er at beskatning av kapitalgevinster før 1.1.2006 i realiteten skjedde på lik linje med beskatning av utbytte. I begge tilfeller ble overskudd beskattet med 28 prosent på selskapets hånd, mens de i realiteten var skattefrie på aksjonærs hånd. Dersom selskapet hadde et resultat før skatt på 100 kroner var dette verdt 72 kroner for aksjonærene uansett hvordan aksjegevinsten tilkom dem, alt annet likt. Unntaket fra dette vil være dersom man er aksjonær i et underskuddsforetak der det utbetales utbytte med godtgjørelse. Ved realisasjon av en kapitalgevinst etter utbyttebetalingen vil kapitalgevinsten da være skattepliktig på aksjonærs hånd grunnet negativ RISK-regulering. Tilsvarende vil gjelde for delingspliktige selskaper ved utbetaling av refusjonsskatt til skatteyder. Også da vil man ha en negativ RISK-regulering. Som vi ser gjelder unntakene kun i svært spesielle tilfeller.

Av argumentasjonen over ser vi at godtgjørelses- og RISK-metoden for alle praktiske formål førte til full samordning i beskatningen av selskap og aksjonær før 1.1.2006. Dette bygde på en forutsetning om at alle skattesubjekter ble beskattet med samme flate skattesats, 28 prosent, på alminnelig inntekt. Skattereglene før 1.1.2006 var dermed så godt som nøytrale i spørsmålet om aksjonærene foretrakk kapitalgevinster eller utbetaling av utbytte. Det norske skattesystemet før 1.1.2006 lot dermed ikke til å bryte med Miller og Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem. Skattene eksisterte, men systemet var utformet slik at reglene gav nøytralitet i valget mellom utbytte og kapitalgevinster. Investorene forventes dermed å være indifferente til selskapers valg av utbyttepolitikk under det norske skattesystemet før 1.1.2006. Denne hypotesen bygger utelukkende på en vurdering av de isolerte skattemessige effektene av endret utbyttepolitikk.

5.3 Det norske skattesystemet etter 1.1.2006³

Fra 1.1.2006 ble godtgjørelses- og RISK-reglene fjernet og aksjonærmodellen (med skjermingsmetoden) ble innført. I den nye norske skattemodellen er det full kapitalbeskatning av utbytter og kapitalgevinster som overstiger et skjermingsfradrag. Dette innebærer at man i dag beskatter utbytte og kapitalgevinster både på selskapets og aksjonærs hånd. Dermed har man på lik linje med USA nå dobbeltbeskatning av både utbytte og kapitalgevinster.

5.3.1 Fritaksmetoden

Dersom eierne av selskapet er aksjeselskaper gjelder fritaksmetoden. Fritaksmetoden har sin bakgrunn i skatteloven § 2-38 der det fremkommer at selskapsaksjonærer som hovedregel fritas fra beskatning på utbytte og kapitalgevinster på aksjer, samtidig som de ikke innrømmes fradragsrett for tilsvarende tap. Hensikten med denne regelen er å forhindre kjedebeskatning, der aksjeinntekter blir beskattet flere ganger i en eierkjede av norske selskaper.

Man oppnådde det samme under godtgjørelsesmetoden og RISK-metoden, men det er antatt at fritaksmetoden vil bedre kapitalmobiliteten sammenlignet med de gamle skattereglene. Fritaksmetoden innebærer en ytterligere tilnærming til de amerikanske skattereglene. For den empiriske analysen i kapittel 6 er fritaksmetoden uten betydning, utover det faktum at den kan bidra til å redusere den isolerte skattemessige effekten på de observerte resultatene. Dette skyldes at investorer som omfattes av fritaksmetoden vil være indifferente til skattemessige effekter av utbytteendringer, ettersom de ikke vedrøres av disse.

5.3.2 Aksjonærmodellen

Dersom eierne av selskapet er fysiske personer gjelder aksjonærmodellen. Ifølge aksjonærmodellen skal det skje en ekstrabeskatning ved utdeling av utbytte fra selskapet, samt gevinstbeskatning ved realisering av aksjeposter. Bakgrunnen for innføring av aksjonærmodellen var et ønske om å redusere forskjellen i marginalsatt mellom arbeidsinntekt og aksjeinntekt. Denne forskjellen har gitt en reduksjon i delingspliktige selskaper med 23 %, fra 55 % i 1992 til 32 % i 2000.

³ Utleddningen av det norske skattesystemet etter 2006 er basert på Brudvik (2006).

Aksjonærmodellen går ut på at aksjeinntekter (utbytte og kapitalgevinster) som overstiger avkastningen på en risikofri kapitalplassering, skal beskattes som alminnelig inntekt på aksjonærs hånd med 28 prosent. Aksjeinntekter som ligger innenfor avkastningen på den risikofrie plasseringen vil skjermes for skatt gjennom et såkalt skjermingsgrunnlag. For den delen av aksjeinntektene som overstiger skjermingsgrunnlaget vil skattesatsen totalt være 48,16 prosent. Dette fremkommer av tabell 5.2, der vi ser at samlet skatt blir $100 - 51,84 = 48,16$.

Tabell 5.2

Illustrasjon av hvordan aksjegevinst utover skjermingsfradraget beskattes i aksjonærmodellen

Inntekt i aksjeselskapet	100
Skatt betalt av selskapet	28 %
Til utdeling	72
Skatt betalt av aksjonær	28 %
Netto til aksjonæren	51,84

5.3.3 Skjermingsmetoden

Departementet fastsetter en skjermingsrente i forskrift for det enkelte år (Skatteloven § 10-12.2.3). Skjermingsrenten er basert på et aritmetisk gjennomsnitt av observert rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid publisert av Norges Bank (FINF § 10-12-1.1). Skjermingsrenten benyttes til å beregne et skjermingsfradrag på den enkelte aksje ved hjelp av et skjermingsgrunnlag. Skjermingsgrunnlaget vil være aksjens kostpris og ubenyttet skjerming fra tidligere år. Omkostninger fra ervervet av aksjen vil også inngå i aksjens kostpris (Skatteloven § 10-32.2). I tillegg til dette vil andre aktiveringspliktige kostnader aksjonæren har hatt i forbindelse med aksjene inngå i skjermingsgrunnlaget. Også RISK-regulering fra tidsrommet aksjonæren har eid aksjen frem til og med 2005 skal inngå i skjermingsgrunnlaget i henhold til en overgangsregel. Det skal ikke beregnes negativt skjermingsgrunnlag for aksjer med negativ inngangsverdi.

For at et aksjeutbytte skal kunne behandles etter fritaksmetoden eller skjermingsmetoden er det som under godtgjørelsesmetoden en forutsetning at det er lovlig. Dersom et utbytte er

ulovlig etter aksjelovgivningen er det skattepliktig fullt ut på aksjonærs hånd uavhengig av om det tilfaller en selskapsaksjonær eller en personlig aksjonær.

5.3.4 Personlig aksjonær i aksjonærmodellen (med skjermingsmetoden)

Som tidligere vil vi i den videre analyse konsentrere oss om utbytte og kapitalgevinster som tilfaller fysiske personer (personlige aksjonærer). La oss se nærmere på hva en personlig aksjonær sitter igjen med etter at aksjonærmodellen trådte i kraft 1.1.2006.

Et overskudd vil, som vi alt har vært inne på, fortsatt beskattes med 28 prosent på selskapets hånd. Forskjellen fra tidligere er nå at både utbyttebetalinger og kapitalgevinster beskattes med 28 prosent, uten noen form for godtgjørelse eller RISK-regulering, på aksjonærs hånd. Det skjer med andre ord en dobbeltbeskatning. Med bakgrunn i dette kan det se ut til at det norske skattesystemet har blitt mindre aksjonærvennlig etter at aksjonærmodellen ble innført. La oss ta for oss et eksempel (illustrert i tabell 5.3.)

Tabell 5.3

Illustrasjon av det norske skattesystemets effekter for aksjonær ved utbytte eller kapitalgevinst etter 1.januar 2006.

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultat før skatt	100	100
Selskapsskatt	28 %	28 %
Resultat etter skatt	72	72
Til utdeling	72	72
Personskatt	28 %	28 %
Skjermingsfradrag	Skjermingsgrunnlag*rente	Skjermingsgrunnlag*rente
Utdelt etter personskatt	51,84+skjermingsfradrag	51,84+skjermingsfradrag

Et selskap som har 100 kroner i resultat før skatt vil som tidligere ha 72 kroner i resultat etter skatt. Ettersom det ikke skjer noen form for godtgjørelse eller RISK-regulering, vil imidlertid aksjonærene beskattes langt hardere enn tidligere. Alle typer aksjegevinster vil beskattes med 28 prosent på aksjonærs hånd, og det innrømmes kun et skjermingsfradrag basert på en skjermingsrente av skjermingsgrunnlaget. Dette innebærer at aksjonærene i dag sitter igjen med 51,84 kroner pluss skjermingsfradraget både ved utbyttebetalinger og kapitalgevinster. I tilsvarende tilfelle før 2006 satt aksjonærene igjen med 72 kroner etter skatt.

Tilsynelatende er det norske skattesystemet fortsatt nøytralt, men momentene som gjaldt for det amerikanske skattesystemet vil nå også gjelde for det norske. Kapitalgevinster vil til en viss grad favoriseres fordi den effektive skattesatsen kan reduseres ved å skjerme beskatning fra ”vinnere” ved samtidig å realisere ”tapere”. I tillegg kommer momentet om at skatt på kapitalgevinster kan utsettes, mens skatt på utbytte må betales umiddelbart. Dette medfører at skatt på kapitalgevinster potensielt har en lavere nåverdi enn skatt på utbytte så lenge realiseringen av kapitalgevinstene utsettes.

Oppsummert kan vi dermed si at det eksisterer en svak favorisering av kapitalgevinster i det norske skattesystemet etter 1.1.2006. Vurdert opp mot det amerikanske skattesystemet gjennomgått i kapittel 3 er dette identisk med hva man observerte i USA etter mai 2003. For perioden før mai 2003 må det imidlertid påpekes at det amerikanske skattesystemet favoriserte kapitalgevinster kraftig, mens det norske skattesystemet før 2006 var nøytralt. Dette skulle tilsi at aksjeprisen historisk sett gjennomgående har vært langt mer følsom for utbytteendringer i USA enn i Norge, de isolerte skattemessige effektene tatt i betraktning.

Der det norske skattesystemet tidligere så ut til å være i tråd med Miller og Modiglianis (1961) irrelevansteorem, har vi etter 2006 fått et skattesystem som er noe skjevt i beskatningen av utbytte og kapitalgevinster. Dette fører til at den norske skattehypotesen etter 2006, gjengitt nedenfor, til en viss grad står i konflikt med Miller og Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem.

5.4 Den norske skattehypotesen

Vi vil her gjøre hypotesen etter gjennomgangen av det norske skattesystemet eksplisitt.

Hypotese:

På bakgrunn av gjennomgangen av det norske skattesystemet vil vi forvente at den isolerte skattemessige effekten av endret utbyttepolitikk er en reduksjon i aksjeprisen ved økte utbyttebetalinger, og en økning i aksjeprisen ved reduserte utbyttebetalinger etter 2006. Før 2006 forventer vi at det norske skattesystemet var uten betydning for aksjeprisens reaksjon på utbytteendringer.

6 EMPIRISK ANALYSE AV EFFEKTEN VED ANNONSERINGER OM UTBYTTEENDRINGER I NORGE

I motsetning til hva tilfellet var i sammenligningen av det amerikanske skattesystemet og funn gjort på amerikanske data i kapittel 3 og 4, er det norske skattesystemet gjennomgått i foregående kapittel og datautvalget analysert i den etterfølgende empiriske analysen fra samme tidsperiode. Dette innebærer at datamaterialet analysert nedenfor reflekterer de skattemessige effektene vi forventer å finne, gitt at slike eksisterer og lar seg observere.

I det følgende vil vi gi en kort presentasjon av funn gjort i lignende undersøkelser på norske data. Videre vil vi forklare kriteriene for datautvelgelse benyttet i vår empiriske analyse, samt gi en innføring i metodikken vi har benyttet og hypotesene som testes. Når dette er gjort vil vi presentere resultatene fra de ulike testene foretatt i vår analyse. Deretter vil validiteten i kriteriene for datautvelgelse gjennomgås grundig. Etter at vi sammenholdt våre funn med hva vi forventet å observere etter gjennomgangen av det norske skattesystemet, vil vi avslutningsvis oppsummere de viktigste funnene fra den empiriske analysen og kommentere disse.

6.1 Forskning på effekter av endret utbyttepolitikk

Utvalget av undersøkelser som omhandler effekten av annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge er langt mer begrenset enn det tilfellet var for USA. Noen resultater har vi imidlertid klart å oppdrive.

Hjerkinn og Svensgaard gjør i en utredning fra 1996 flere undersøkelser av aksjeprisens reaksjon på utbytteannonseringer offentliggjort mellom 1994 og 1995. I stedet for kriteriene for datautvelgelse vi har benyttet (omtalt nedenfor), benytter Hjerkinn og Svensgaard (1996) megleranslag for utvelgelse av selskaper til analyse. Unormal avkastning måles her som selskapsavkastning utover kapitalverdimodellen. Først analyseres en portefølje bestående av aksjer som utbetaler et høyere utbytte enn det meglerne estimerer. For denne porteføljen finner Hjerkinn og Svensgaard en unormal gjennomsnittlig avkastning på 2,01 % på annonseringstidspunktet. Avkastningen er signifikant på 1 % nivå. Hjerkinn og Svensgaard finner også signifikante gjennomsnittlige unormale avkastninger i dagene før og etter utbytteannonseringen. Etter dette analyseres en portefølje bestående av aksjer som utbetaler et

utbytte som er tilnærmet likt det meglernes estimerer. Her finner man en unormal gjennomsnittlig avkastning på -0,9 % på annonseringstidspunktet, også denne signifikant på 1 % nivå. Til tross for dette funnet antyder den kumulative avkastningen for aksjene en svak positiv gjennomsnittlig unormal avkastning for porteføljen. Den siste porteføljen som analyseres inneholder aksjer som utbetaler et lavere utbytte enn det som er estimert av meglernes. For denne porteføljen finner man en unormal avkastning på -1,81 % på annonseringstidspunktet, signifikant på 1 % nivå.

Ettersom det analyserte datamaterialet i Hjerkin og Svengsgaards undersøkelse er fra 1994 til 1995, er det kun hypotesen vi stilte for det norske skattesystemet før 2006 som er relevant. I denne hypotesen antydte vi, basert på isolerte skattemessige effekter, at endringer i utbyttepolitikk skulle være uten betydning for selskapsverdien. Av resultatene over ser vi imidlertid at dette ikke er tilfellet. Resultatene er således i tråd med det vi observerte i tilsvarende undersøkelser foretatt på amerikanske data, og underbygger at Lintners (1956) hypotese om at utbytteendringer har et informasjonsinnhold også kan gjelde i Norge.

Også Eilertsen og Sundstrøm (1995) finner resultater som til en viss grad er i tråd med en slik påstand. De analyserer selskaper som utbetaler utbytte for første gang på minimum 2 år. I denne undersøkelsen finner man en signifikant gjennomsnittlig unormal avkastning på 2,6 % på annonseringstidspunktet. Eilertsen og Sundstrøm analyserer også selskaper som reduserer utbyttebetalingene etter å ha betalt stabile utbytter i minimum 2 år. For dette utvalget finner man noe overraskende en signifikant *positiv* gjennomsnittlig unormal avkastning på 1,6 % på annonseringstidspunktet. Dette resultatet er ikke i tråd med hypotesen om at utbytteannonseringer har et informasjonsinnhold. Eilertsen og Sundstrøm påpeker at det overraskende resultatet kan skyldes egenskaper ved prediksjonsmodellen de har benyttet.

6.2 Data

6.2.1 Utvalg av selskaper som initierer utbytte

Utvelgelsen av selskaper som initierer utbytte er basert på et tverrsnitt av de selskapene som var notert ved Oslo Børs (OSE) i 2000 og 2006. En initiering av utbytte defineres som første utbyttebetaling etter børsnotering, eller første utbyttebetaling etter å ha utelatt utbytte kontinuerlig i minimum de fem siste årene. Denne definisjonen ligger tett opp til den

definisjonen Healy og Palepu (1988) og Asquith og Mullins (1983) benytter i sine undersøkelser. Alle selskaper som betaler utbytte for første gang etter at de ble børsnotert må ha vært notert ved OSE i minimum et halvt år. De analyserte selskapene er selskaper som etter kriteriene over initierte utbytte mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2007. Dette innebærer at utvalget av selskaper som initierer utbytte etter å ha utelatt dette kontinuerlig i minimum de fem siste årene er undersøkt tilbake til 1. januar 1993.

Datamaterialet benyttet i undersøkelsen er hentet fra Børsprosjektet ved Norges Handelshøyskole og www.newsweb.no, tilknyttet OSE. Etter en gjennomgang av selskapene som var notert ved OSE i 2000 og 2006, satt vi igjen med 77 selskaper som passet de ovennevnte kriteriene for initiering av utbytte.

Annonseringsdatoen for en utbytteinitiering defineres som datoen da nyheten om det fremtidige utbyttet først blir kjent på www.newsweb.no. Også denne definisjonen ligger tett opp til tilsvarende definisjon benyttet av Healy og Palepu (1988) og Asquith og Mullins (1983). Etter å ha funnet annonseringsdatoen for samtlige selskaper som initierte utbytte mellom 1998 og 2007, ble prisdata fra seks dager før og fem dager etter annonseringen hentet fra Børsprosjektets database for hver enkelt aksje. Aksjeprisene som er lagt til grunn i den videre analysen er prisen ved stenging av OSE på hver enkelt dato.

Dersom vi manglet en prisnotering for en aksje ble denne beregnet som et gjennomsnitt av prisnoteringen fra dagen før og prisnoteringen fra dagen etter det aktuelle tidspunktet. Dersom flere prisnoteringer enn én manglet, ble samme metode benyttet for å finne en rimelig prisutvikling mellom to prisnoteringer som ikke lå på etterfølgende handelsdager. Årsaken til at vi valgte å benytte en slik metode fremfor å fjerne disse observasjonene fra utvalget var at vi ikke ønsket å redusere det begrensede datamaterialet ytterligere.

Da vi hadde samlet inn fullstendige prisdata for samtlige selskaper i utvalget ble den daglige avkastningen for aksjen beregnet. Dette innebærer at vi beregnet daglige avkastningstall for hver enkelt aksje fra fem dager før og fem dager etter annonseringen om initiering av utbytte, totalt elleve dager.

I tabell 6.1 presenteres antallet selskaper i utvalget som initierer utbytte år for år. Årene med flest utbytteinitieringer er 2006 (15 selskaper), 2005 (13 selskaper) og 1999 (13 selskaper). De resterende 26 selskapene initierte utbytte i perioden fra 1998 til 2004.

6.2.2 Utvalg av selskaper som utelater utbytte

Utvelgelsen av selskaper som utelater utbytte er også basert på et tverrsnitt av selskapene som var notert ved OSE i 2000 og 2006. Selskaper fra dette tverrsnittet inkluderes i utvalget dersom de utelater utbytte for første gang etter at de ble børsnotert, eller utelater utbytte for første gang etter å ha betalt utbytte kontinuerlig i minimum de tre siste årene. De analyserte selskapene er selskaper som etter kriteriene over utelot utbytte mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2007. Dette betyr at selskapene i utvalget som utelater utbytte for første gang etter kontinuerlige utbyttebetalinger i minimum de tre siste årene er analysert fra 1. januar 1995 frem til 1. januar 2007. Selskaper som utelater utbytte for første gang etter at de ble børsnotert, må ha vært notert ved OSE i minimum et halvt år før utelatelsen offentliggjøres for å inngå i utvalget.

Etter en gjennomgang av utbyttebetalinger for de aktuelle selskapene i Børsprosjektets database og på www.newsweb.no satt vi igjen med 48 selskaper som passet de ovennevnte kriteriene.

For de 48 selskapene som utelater utbytte ble annonseringsdatoen, den datoen utelatelsen først ble kjent på www.newsweb.no, funnet. Videre ble prisdata fra seks dager før og fem dager etter annonseringen hentet fra Børsprosjektets database for hvert enkelt selskap. Disse prisdataene ble behandlet på samme måte som prisdataene for utvalget av selskaper som initierte utbytte, slik at man satt igjen med avkastningstall for hvert enkelt selskap fra fem dager før og fem dager etter at annonseringen om utelatelse av utbytte ble kjent.

I tabell 6.1 presenteres antallet selskaper i utvalget som utelater utbytte år for år. 2001 er året da flest selskaper utelot utbytte (14 selskaper). De øvrige 34 selskapene utelot utbytte i perioden fra 1998 til 2006.

Tabell 6.1

Antallet selskaper i utvalget som initierer og utelater utbytte, år for år, i perioden fra 1998 til og med 2006.^{a, b}

År	Selskaper som initierer utbytte		Selskaper som utelater utbytte	
	Antall	Prosent	Antall	Prosent
1998	9	11,69 %	2	4,17 %
1999	13	16,88 %	6	12,50 %
2000	5	6,49 %	7	14,58 %
2001	8	10,39 %	14	29,17 %
2002	4	5,19 %	7	14,58 %
2003	10	12,99 %	5	10,42 %
2004	0	0,00 %	1	2,08 %
2005	13	16,88 %	1	2,08 %
2006	15	19,48 %	5	10,42 %
Totalt	77	100,00 %	48	100,00 %

^a Utbytteinitieringer er første utbyttebetaling etter at selskapet ble børsnotert, eller første utbyttebetaling etter en kontinuerlig stans i utbyttebetalingene på minimum fem år. Utelatelse av utbytte er første stopp i utbyttebetalingene etter at selskapet ble børsnotert, eller første utelatelse av utbytte etter kontinuerlige utbyttebetalinger i minimum de tre siste årene.

^b For å inkluderes i utvalget må selskapet (1) være notert på Oslo Børs i 2000 eller 2006, og (2) ha annonseringsdatoen for initiering/utelatelse av utbytte tilgjengelig på www.newsweb.no.

6.2.3 Utvalg til sammenligning

Healy og Palepu benytter i sin undersøkelse en likevektet CRSP-markedsportefølje som sammenligningsgrunnlag for selskapenes avkastningsdata. I denne undersøkelsen benytter vi daglige noteringer fra Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) hentet fra Børsprosjektets database som sammenligningsgrunnlag. OSEBX er en investerbar indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på OSE. OSEBX er friflytjustert og justert for utbytte (www.oslobors.no). De daglige noteringene på OSEBX ble omgjort til avkastningsdata.

6.2.4 Beregning av unormal avkastning

Unormal avkastning beregnes som differansen mellom selskapets avkastning og avkastningen på OSEBX på tidspunkt t . Vi har dermed

$$AR_{t,j} = R_{t,j} - O_t \quad t = [-5,5] \text{ og } j = 1, 2, 3, \dots$$

der,

$AR_{t,j}$ = Unormal avkastning for selskap j på tidspunkt t fra utbytteannonseringen.

$R_{t,j}$ = Avkastning for selskap j på tidspunkt t fra utbytteannonseringen.

O_t = Avkastning for OSEBX på tidspunkt t fra utbytteannonseringen.

For hvert enkelt selskap beregnes unormal avkastning fra fem dager før til fem dager etter annonseringen om endret utbyttepolitikk. Begrepet unormal avkastning må i denne sammenheng ikke forveksles med den unormale avkastningen man finner ved å ta differansen mellom faktisk selskapsavkastning og teoretisk avkastning fra kapitalverdimodellen på tidspunkt t.

For å unngå problemene Watts (1973) påpekte i sin undersøkelse benytter vi i våre analyser daglige aksjeprisnoteringer. På denne måten reduserer vi virkningen av informasjon som ikke har sammenheng med utbytteannonseringen. Det er også antatt at kriteriene nevnt innledningsvis i kapittelet vil redusere betydningen av støy fra markedets forventninger til endret utbyttepolitikk.

Gjennomsnittlig unormal avkastning, AAR_t (Average Abnormal Return), på tidspunkt t beregnes dermed som:

$$AAR_t \equiv (1/N) \sum_j (AR_{t,j}) \quad t = [-5,5] \text{ og } j = 1, 2, 3, \dots$$

der,

AAR_t = Gjennomsnittlig unormal avkastning på tidspunkt t.

N = Antall selskaper som inngår i utvalget.

Ettersom det er usikkert hvorvidt en eventuell unormal avkastning på tidspunkt t korrigeres ved en senere anledning, ønsker vi også å måle den gjennomsnittlige unormale avkastningen over tid. Dette gjør vi ved å beregne kumulativ avkastning på hvert enkelt tidspunkt T for alle

selskapene, CAAR_T (Cumulative Average Abnormal Return). Den kumulative avkastningen defineres som

$$CAAR_T \equiv \sum_t (AAR_t) \quad t = [-5,5] \text{ og } T = t \text{ fra siste } AAR_t \text{ benyttet i beregning}$$

6.3 Tester og resultater

Resultatene fra seks ulike tester rapporteres i dette kapitlet. Først gjennomgås hypotesene som testes. Etter dette tar vi for oss resultatene fra analysen av samtlige selskaper som annonserer en initiering utbytte. Selskapene i dette utvalget vil deretter deles i to avhengig av når annonseringen om initiering av utbytte ble kjent. Skillet for delingen av utvalget vil være 1. januar 2006. Formålet med en slik deling er å analysere effekten av aksjonærmodellen som ble innført på dette tidspunktet. Tilsvarende fremgangsmåte vil benyttes ved analyse av selskaper som annonserer en utelatelse utbytte. Gjennomsnittlig unormal daglig avkastning og kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning ved hvert enkelt tidspunkt, t , vil i det etterfølgende rapporteres i samme kapittel.

6.3.1 Hypoteseformulering

Vi vil i dette kapitlet formulere hypoteser for hva vi forventer å observere på tidspunkt t ved en annonsering om endret utbyttepolitikk. Formålet med hypotesene er å teste datamaterialet vi har funnet ved hjelp av kriteriene og beregningsmetodene beskrevet i foregående kapittel.

Hypotese 1:

$$H_0: AAR_t = 0$$

Nullhypotesen postulerer at gjennomsnittlig unormal avkastning på tidspunkt t , AAR_t , ved annonseringen om endret utbyttepolitikk skal være lik null.

$$H_A: AAR_t \neq 0$$

Alternativhypotesen tilsier at gjennomsnittlig unormal avkastning på tidspunkt t ved annonseringen om utbytteendring er ulik null.

Hypotese 2:

$$H_0: CAAR_T = 0$$

Ifølge nullhypotesen skal kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning på tidspunkt T, $CAAR_T$, ved annonseringen om endret utbyttepolitikk være lik null.

$$H_A: CAAR_T \neq 0$$

Alternativhypotesen sier at kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning på tidspunkt T ved annonseringen om utbytteendring er ulik null.

Samtlige av utvalgene nedenfor er testet ved hjelp av en tosidig t-test i Minitab.

6.3.2 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte, hele utvalget

Utvalget av selskaper som initierer utbytte for første gang etter børsnotering, eller for første gang etter en sammenhengende stans i utbyttebetalingene på minimum fem år består av 77 selskaper. Gjennomsnittlig unormal daglig avkastning og kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for selskapene på tidspunkt t ved annonseringen om endret utbyttepolitikk er vist i tabell 6.2 nedenfor.

Tabell 6.2

Unormal daglig avkastning og kumulativ unormal avkastning for 77 selskaper som initierer utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-0,39% (-1,29)	-0,39% (-1,29)
-4	0,70 (2,17)^b	0,31 (0,66)
-3	-0,19 (-0,69)	0,12 (0,25)
-2	-0,27 (-1,16)	-0,14 (-0,25)
-1	-0,46 (-1,98)^c	-0,60 (-1,02)
0	1,27 (2,61)^b	0,67 (0,88)
1	-0,05 (-0,19)	0,62 (0,82)
2	0,06 (0,13)	0,68 (0,75)
3	-0,24 (-0,96)	0,44 (0,48)
4	-0,12 (-0,48)	0,31 (0,35)
5	-0,31 (-1,07)	0,01 (0,00)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1998 til 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på annonseringstidspunktet for selskaper som initierer utbytte er 1,27 %. Denne avkastningen har en p-verdi på 1,1 %, og er dermed signifikant på 5 % nivå. Av tabell 6.2 kan vi også se at selskaper som initierer utbytte har en signifikant gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på 0,7 % fire dager før beslutningen om initiering av utbytte offentliggjøres (dag -4). Også denne avkastningen er signifikant på 5 % nivå. Vi merker oss også den gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på -0,46 % dagen før annonseringstidspunktet (dag-1), signifikant på 10 % nivå. Ingen av de kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningene er signifikante i begivenhetsvinduet.

Funnene over kan tyde på at investorer delvis forventer utbytteinitieringer fra annen informasjon som er tilgjengelig før annonseringstidspunktet for initieringen (jfr. signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -4 og dag -1). Denne forventningen synes likevel ikke å reflekteres fullt ut i aksjeprisen, da man observerer en signifikant positiv

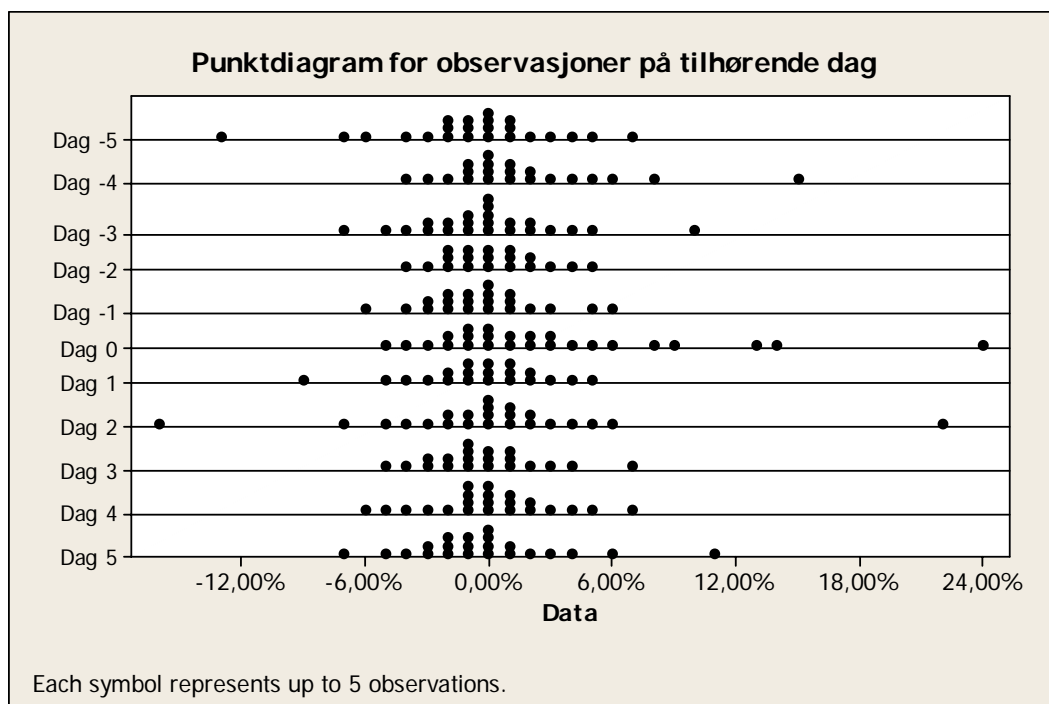
reaksjon i denne på annonseringstidspunktet. På bakgrunn av dette kan det virke som om annonseringen i seg selv inneholder informasjon til markedet.

Noe overraskende er det at den gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på dag -1 er negativ. En mulig forklaring på dette kan være at markedet overreagerer på annen informasjon som indikerer en mulig endring av utbyttepolitikk på dag -4. Avkastningen på dag -1 kan da simpelthen være en korreksjon på denne overreaksjonen. Dette er likevel lite trolig, da man observerer en signifikant positiv gjennomsnittlig unormal daglig avkastning alt på dag 0 – altså dagen etter den eventuelle korreksjonen.

En annen mulig forklaring, som kan synes mer plausibel, er at den negative gjennomsnittlige unormale avkastningen dagen før annonseringen om initiering av utbytte henger sammen med skjevheter i datamaterialet. Dette underbygges til en viss grad av at avkastningen på dag -1 kun er signifikant på 10 % nivå. I figur 6.1 vises observasjonenes fordeling på den enkelte dag ved initieringer av utbytte.

Figur 6.1

Tabellen viser hvordan observasjonene i utvalget av selskaper som initierer utbytte er fordelt.



Enkelte av observasjonene over er ekstreme og kan ha stor betydning for resultatene vi rapporterte over.

Av figuren over ser vi at både dag -4 og dag 0 har ekstreme observasjoner som kan forstyrre våre tester, mens dag -1 på den annen side synes å ha observasjoner som er jevnere fordelt omkring et gjennomsnitt. Eksempelvis har Nutri Pharma en positiv unormal daglig avkastning på hele 23,64 % på dag 0. Tilsvarende observerer vi at Hydralift har en positiv unormal daglig avkastning fire dager før utbytteannonseringen (dag -4) på 15,18 %. Vi observerer også sterkt negative unormale daglige avkastninger. På dag 2 etter annonseringen om initiering av utbytte ser vi for eksempel at SuperOffice har en negativ avkastning på -16,22 %. I motsatt ende av skalaen ligger Otrum med en positiv unormal daglig avkastning på 22,05 % på samme dag. I dette tilfellet ser vi dermed at de to ekstreme observasjonene til en viss grad motsvarer hverandre, selv om de naturligvis bidrar til å øke variansen for utvalget på dette tidspunktet.

De ekstreme observasjonene kan bidra til å øke standardavviket så mye at ellers signifikante resultater fremkommer som ikke signifikante. Dersom de ekstreme endringene i aksjekurs skyldes andre forhold enn annonseringen om initiering av utbytte bør de fjernes fra utvalget. Etter en gjennomgang av de aktuelle observasjonene på www.newsweb.no er det imidlertid lite som tyder på at dette er tilfellet. Samtlige observasjoner bør dermed beholdes i utvalget. Tilsvarende undersøkelser er foretatt på datamaterialet benyttet i testene av selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte, men heller ikke her er det grunnlag for å tro at aksjekurssvingningene skyldes andre forhold enn annonseringen om utelatelse av utbytte. Vi beholder dermed datamaterialet i sin helhet også for dette utvalget.

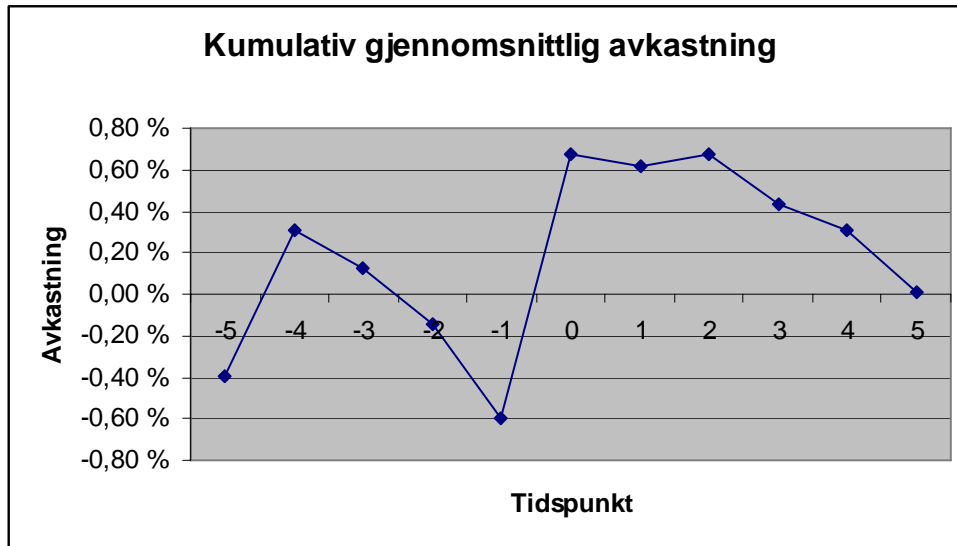
En tredje mulig forklaring på at den gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på dag -1 trekker i en annen retning enn avkastningene på dag -4 og dag 0 er at implementeringen av aksjonærmodellen i 2006 gir andre markedsreaksjoner ved utbytteinitieringer enn det man har observert tidligere. Eksempelvis kan man tenke seg at man før 2006 hadde en positiv reaksjon i markedet ved utbytteinitieringer, mens man etter 2006 har hatt en negativ markedsreaksjon på utbytteinitieringer. Dersom dette er tilfellet kan de ulike signifikante avkastningene være et uttrykk for når hvert av de to skattesystemene dominerer.

Ved testing av de kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningene for selskaper som initierer utbytte finner vi som sagt ingen signifikante resultater. Dette betyr at de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene vi fant tidligere sannsynligvis ikke gir

permanente endringer i aksjeprisen. Den kumulative avkastningen for utvalget av selskaper som initierer utbytte er skissert i figur 6.2.

Figur 6.2

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 77 selskaper som annonserer en initiering av utbytte.



Av figuren over ser vi at annonseringen om initiering av utbytte gir en positiv kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning på dag 0. Denne avkastningen er imidlertid borte på dag 5, i slutten av begivenhetsvinduet. Dette forsterker mistanken om at den positive markedsreaksjonen på annonseringstidspunktet ikke er permanent for selskaper som initierer utbytte.

6.3.3 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte før 2006

I dette kapittelet testes datamaterialet på samme måte som i foregående kapittel, men alle observasjoner fra perioden etter at det nye skattesystemet trådte i kraft er fjernet fra utvalget. Dette innebærer at vi her tester 62 selskaper som initierte utbytte i perioden før 2006. Resultatene fra analysen er vist i tabell 6.3 nedenfor.

Tabell 6.3

Unormal avkastning for 62 selskaper som initierer utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-0,46% (-1,27)	-0,46% (-1,27)
-4	0,76 (1,98)^c	0,30 (0,53)
-3	-0,13 (-0,40)	0,17 (0,29)
-2	-0,16 (-0,61)	0,01 (0,02)
-1	-0,39 (-1,41)	-0,38 (-0,53)
0	1,44 (2,53)^b	1,07 (1,20)
1	-0,28 (-0,90)	0,78 (0,90)
2	0,13 (0,25)	0,91 (0,87)
3	-0,29 (-1,03)	0,62 (0,58)
4	-0,21 (-0,71)	0,42 (0,40)
5	-0,54 (-1,64)	-0,12 (-0,11)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1. januar 1998 til 1. januar 2006.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

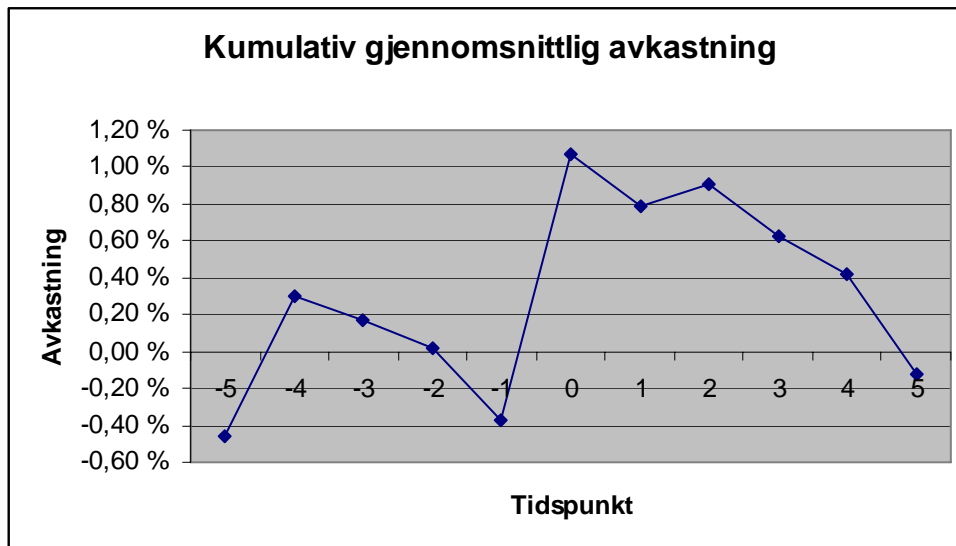
Av tabell 6.3 ser vi at selskapene som initierte utbytte før aksjonærmodellen trådte i kraft 1. januar 2006 gjennomsnittlig hadde en unormal daglig avkastning på 1,44 % på annonseringstidspunktet. Dette er noe høyere enn avkastningen vi fant i analysen av samtlige selskaper (1,27 %) i foregående kapittel. Avkastningen er signifikant på 5 % nivå, med en p-verdi på 1,4 %. Dersom vi betrakter avkastningen på dag -4 ser vi at denne fortsatt er signifikant, men nå kun på 10 % nivå. Gjennomsnittlig unormal daglig avkastning er da på 0,76 %. Den negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen vi observerte på dag -1 er ikke lenger signifikant. Dette indikerer at hypotesen om at avkastningen på dag -1 er en korreksjon på den positive avkastningen på dag -4 neppe er korrekt.

Ved testing av de kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningene for selskapene finner vi fortsatt ingen signifikante resultater. Dette innebærer at de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene neppe er permanente for selskaper som initierte utbytte før

2006. Den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for selskapene er gjengitt i figur 6.3.

Figur 6.3

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 62 selskaper som annonserer en initiering av utbytte før 1. januar 2006.



Utover momentene vi har påpekt over synes ikke reduksjonen av utvalget å ha ført til vesentlige endringer av resultatene vi fant ved analyse av samtlige bedrifter i kapittel 6.3.2. Dette virker rimelig, da vi i denne analysen kun har fjernet 15 selskaper fra det totale utvalget på 77.

6.3.4 Markedsreaksjon på initieringer av utbytte etter 2006

Resultatene rapportert i dette kapitlet er fra tester av selskaper som initierte utbytte etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006. Utvalget består totalt av 15 selskaper. Resultatene fra testene er gjengitt i tabell 6.4 nedenfor.

Tabell 6.4

Unormal avkastning for 15 selskaper som initierer utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-0,11% (-0,23)	-0,11% (-0,23)
-4	0,45 (0,91)	0,34 (0,68)
-3	-0,43 (-1,04)	-0,09 (-0,14)
-2	-0,70 (-1,64)	-0,79 (-0,97)
-1	-0,73 (-2,21)^b	-1,52 (-1,84)^c
0	0,57 (0,66)	-0,95 (-0,73)
1	0,89 (1,47)	-0,05 (-0,04)
2	-0,26 (-0,39)	-0,31 (-0,20)
3	-0,02 (-0,04)	-0,33 (-0,23)
4	0,21 (0,38)	-0,12 (-0,08)
5	0,65 (1,18)	0,53 (0,33)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1. januar 2006 til 1. januar 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

I tabellen over observerer vi en gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på -0,73 % på dag -1. Avkastningen er signifikant på 5 % nivå, med en p-verdi på 4,4 %. Avkastningene på dag -4 og dag 0 er på henholdsvis 0,45 % og 0,57 %, men er ikke statistisk signifikante. Dette tyder på at investorene etter 2006 har hatt tilgang på informasjon som skaper forventninger om en utbytteinitiering dagen før initieringen faktisk offentliggjøres. I motsetning til det vi observerte i de to foregående kapitlene gir funnene over grunnlag for å tro at disse forventningene reflekteres fullt ut i aksjeprisen på annonseringstidspunktet. Annonseringen om initiering av utbytte gir dermed ikke noen signifikant unormal avkastning på dag 0.

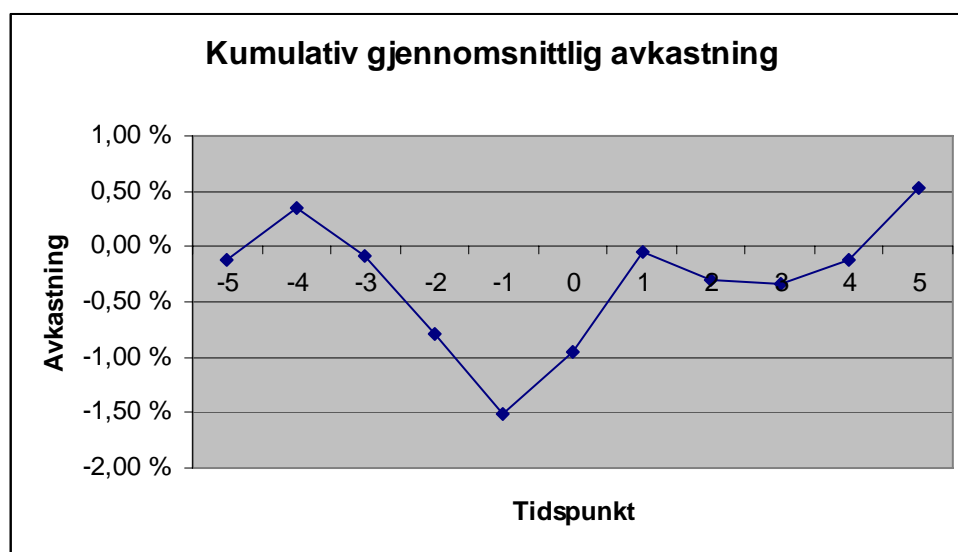
Funnene over kan bidra til å forklare hvorfor vi fant avkastninger som virket lite konsistente ved analyse av hele utvalget av selskaper som initierte utbytte i kapittel 6.3.2., og de gir støtte til hypotesen om at markedsreaksjonen på utbytteinitieringer har endret seg etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006. Selv om funnene over underbygger en slik hypotese har

vi ikke tilstrekkelig grunnlag til å kunne forkaste hypotesen om at resultatene kan skyldes skjevheter i datamaterialet. Dette henger sammen med at det analyserte utvalget er lite, kun 15 selskaper. Enkeltobservasjoner kan da ha stor betydning for utfallet av testene vi har utført.

Nedenfor har vi skissert den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for selskapene som initierte utbytte etter 2006.

Figur 6.4

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 15 selskaper som annonserer en initiering av utbytte etter 1. januar 2006.



Dersom vi betrakter figur 6.4 ovenfor, ser vi at den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen er negativ på dag -1. Av tabell 6.4 ser vi videre at den kumulative avkastningen er signifikant på 10 % nivå på dette tidspunktet. Dette henger høyst sannsynlig sammen med den signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen vi observerte på dag -1 tidligere i dette kapitlet. I dagene etter den negative markedsreaksjonen før annonseringen om initiering av utbytte synes imidlertid den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen å stige. Dette leder oss til å tro at de negative avkastningene vi observerer i dagene før annonseringen om initiering av utbytte ikke er permanente etter 2006.

6.3.5 Markedsreaksjon på utelatelser av utbytte, hele utvalget

Utvalget av selskaper som utelater utbytte fra 1. januar 1998 til 1. januar 2007 består av 48 selskaper. Daglig og kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for selskapene på de ulike tidspunktene ved annonsering om utelatelse av utbytte er gjengitt i tabell 6.5 nedenfor.

Tabell 6.5

Unormal avkastning for 48 selskaper som utelater utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-0,56% (-1,57)	-0,56% (-1,57)
-4	-0,09 (-0,16)	-0,65 (-0,89)
-3	-0,29 (-0,65)	-0,93 (-0,97)
-2	-1,10 (-1,16)	-2,03 (-1,54)
-1	-0,12 (-0,22)	-2,15 (-1,56)
0	-0,83 (-1,81)^c	-2,98 (-2,03)^b
1	0,05 (0,13)	-2,93 (-1,95)^c
2	0,28 (0,77)	-2,65 (-1,61)
3	0,32 (0,60)	-2,33 (-1,28)
4	-0,50 (-1,04)	-2,84 (-1,45)
5	-0,08 (-0,14)	-2,91 (-1,58)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget utelater utbytte i perioden fra 1998 til 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

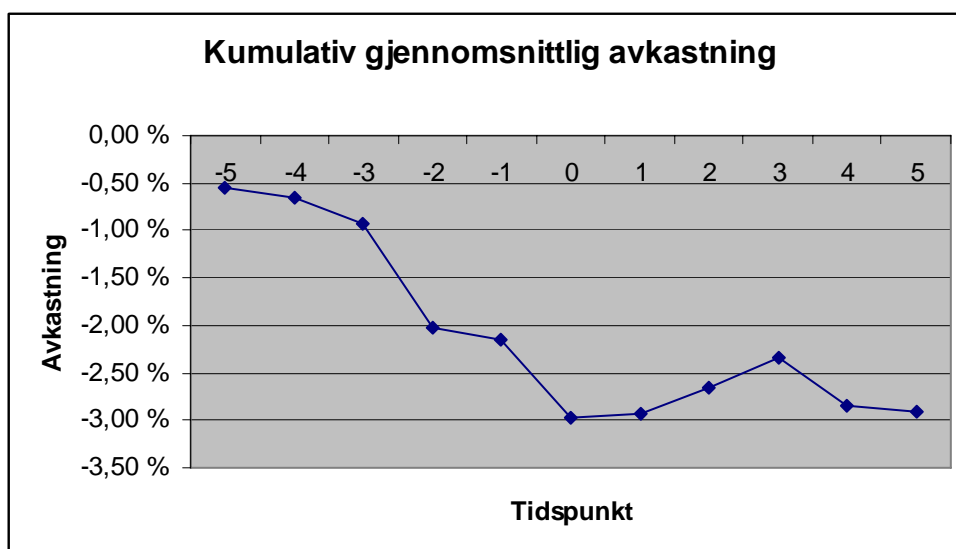
Selskapene som utelater utbytte har en gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på annonseringstidspunktet på -0,83 %. Denne avkastningen er statistisk signifikant på 10 % nivå, med en p-verdi på 7,6 %. Øvrige daglige avkastninger er ikke signifikante for utvalget.

Dersom vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for hele utvalget av selskaper som utelater utbytte, observerer vi signifikante resultater på dag 0 og dag 1. Den akkumulerte avkastningen er da på henholdsvis -2,98 % og -2,93 %. Avkastningene er

signifikante på henholdsvis 5 % og 10 % nivå. Ingen av de øvrige kumulative avkastningene i begivenhetsvinduet er statistisk signifikante. Vi vil imidlertid påpeke at dag 5 har en kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning på -2,91 %, med p-verdi såpass lav som 12,0 %. På bakgrunn av dette er det vanskelig å forkaste muligheten for at den negative markedsreaksjonen ved en utelatelse av utbytte kan være permanent i den analyserte tidsperioden. Dersom vi hadde valgt et større begivenhetsvindu ville det vært enklere å vurdere hvorvidt endringen i aksjepris er permanent ved annonseringer om utelatelse av utbytte. Det ville også vært en fordel med et større datamateriale til analyse. Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for utvalget er illustrert i figur 6.5 nedenfor.

Figur 6.5

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 48 selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte i perioden mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2007.



Resultatene over gir ikke grunnlag for å vurdere hvorvidt markedsreaksjonen ved utelatelser av utbytte har endret seg etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006. Dette vil vi undersøke i de to neste kapitlene.

6.3.6 Markedsreaksjon på utelatelser av utbytte før 2006

I dette kapitlet testes datamaterialet på samme måte som i foregående kapittel, men alle observasjoner fra perioden etter at aksjonærmodellen ble innført er fjernet fra utvalget. Dette innebærer at vi her analyserer 43 selskaper som utelater utbytte før 2006.

Tabell 6.6

Unormal avkastning for 43 selskaper som utelater utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-0,44% (-1,16)	-0,44% (-1,16)
-4	0,08 (0,12)	-0,37 (-0,46)
-3	-0,32 (-0,65)	-0,68 (-0,64)
-2	-1,06 (-1,01)	-1,75 (-1,20)
-1	-0,08 (-0,13)	-1,82 (-1,21)
0	-0,82 (-1,64)	-2,65 (-1,66)
1	0,06 (0,20)	-2,59 (-1,56)
2	0,40 (1,02)	-2,18 (-1,20)
3	0,34 (0,58)	-1,84 (-0,91)
4	-0,47 (-0,86)	-2,31 (-1,06)
5	0,09 (0,15)	-2,22 (-1,10)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget utelater utbytte i perioden fra 1. januar 1998 til 1. januar 2006.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

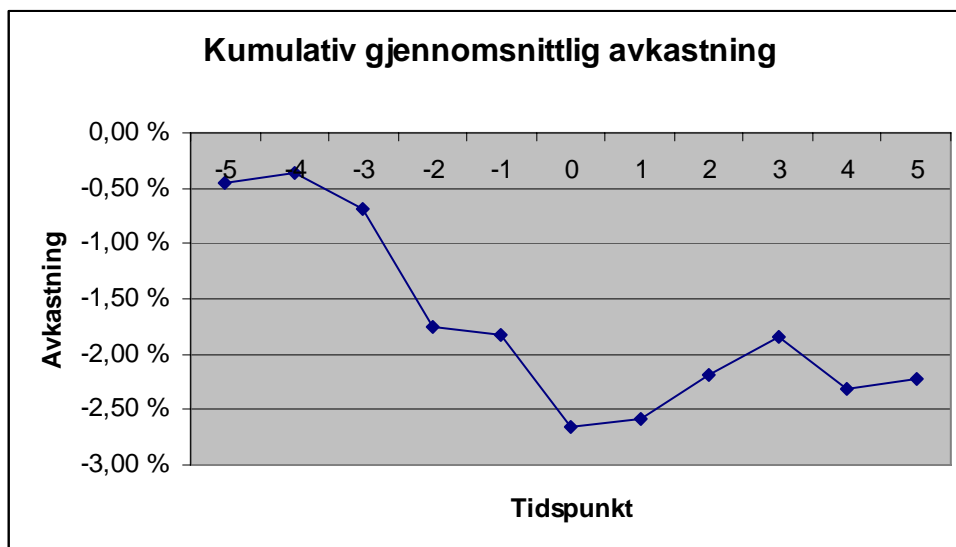
^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Av tabell 6.6 ser vi at ingen av de rapporterte resultatene fra foregående kapittel er signifikante i perioden før 2006. Vi observerer en gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på annonseringstidspunktet på -0,82 %, altså svært nær avkastningen vi observerte i foregående kapittel (-0,83 %). Avkastningen er som sagt ikke signifikant, men har en p-verdi så lav som 10,8 %.

Når det gjelder den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen, er heller ikke denne signifikant på noe tidspunkt for utvalget av selskaper som annonserte utelatelse av utbytte før 2006. Denne avkastningen er illustrert i figur 6.6.

Figur 6.6

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 43 selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte i perioden mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2006.



Av figuren over ser vi at kurven for kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning har svært mange likhetstrekk med tilsvarende kurve for det totale utvalget av selskaper som annonserte en utelatelse av utbytte i foregående kapittel. Dette virker rimelig, da vi her kun har fjernet fem selskaper fra det totale utvalget. Ettersom ingen av de kumulative avkastningstallene er signifikante for utvalget før 2006, og p-verdien på dag 5 er så høy som 27,8 %, kan det virke som om de signifikante resultatene vi fant ved analyse av hele utvalget skyldtes selskaper som annonserte utelatelse av utbytte etter 2006. Det er dermed lite som tyder på at utlatelser av utbytte før 2006 ga permanente endringer i aksjeprisen, selv om den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for dette utvalget er på -2,22 % på dag 5.

6.3.7 Markedsreaksjon på utlatelser av utbytte etter 2006

Resultatene som rapporteres i dette kapittelet er fra tester av 5 selskaper som utelot utbytte etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006. Daglig og kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning med tilhørende t-verdier er gjengitt i tabell 6.7 nedenfor.

Tabell 6.7

Unormal avkastning for 5 selskaper som utelater utbytte på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Daglig avkastning	Kumulativ avkastning
-5	-1,52% (-2,13)c	-1,52% (-2,13)c
-4	-1,55 (-4,91)b	-3,07 (-3,05)b
-3	0,00 (0,00)	-3,06 (-2,14)c
-2	-1,38 (-0,96)	-4,45 (-2,12)
-1	-0,48 (-0,55)	-4,93 (-2,01)
0	-0,91 (-0,89)	-5,84 (-1,74)
1	-0,1 (-0,05)	-5,93 (-2,87)b
2	-0,77 (-1,06)	-6,70 (-4,01)b
3	0,16 (0,13)	-6,55 (-5,33)b
4	-0,84 (-1,66)	-7,39 (-7,59)b
5	-1,45 (-1,65)	-8,84 (-5,13)b

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget utelater utbytte i perioden fra 1. januar 2006 til 1. januar 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

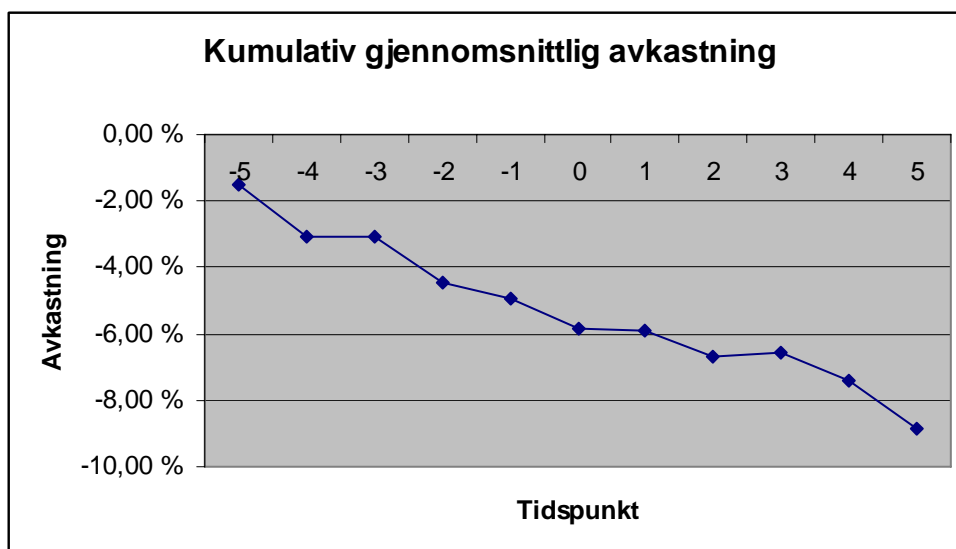
Ved analyse av selskaper som utelater utbytte etter 2006 finner vi signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -5 og dag -4 før annonseringstidspunktet. Avkastningene er da på henholdsvis -1,52 % (p-verdi på 10 %) og -1,55 % (p-verdi på 0,8 %). Ingen andre daglige avkastninger i begivenhetsvinduet er signifikante. Resultatene gir, i likhet med resultatene for selskaper som initierte utbytte etter 2006, grunnlag for å tro at investorene har tilgang på annen informasjon som skaper forventninger om utelatelse av utbytte før dette faktisk offentliggjøres. Disse forventningene ser ut til å reflekteres fullt ut i aksjeprisen på annonseringstidspunktet. Dette underbygges av at den negative avkastningen på dag 0 (-0,91 %) har en p-verdi på 42,5 %. Resultatene over må tolkes med varsomhet, da det analyserte utvalget kun består av 5 selskaper.

Dersom vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen etter 2006 er denne signifikant gjennom store deler av begivenhetsvinduet for selskaper som utelater

utbytte. På dag 5, i slutten av begivenhetsvinduet, observerer vi en akkumulert avkastning på hele -8,84 %. Avkastningen har en p-verdi på 0,7 %. Dette underbygger antydningen fra foregående kapittel om at endringen i aksjepris kan være permanent for selskaper som utelater utbytte etter 2006. For å kunne uttale oss med større sikkerhet er det ønskelig at begivenhetsvinduet og det analyserte utvalget hadde vært noe større. Utviklingen i kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for selskaper som utelater utbytte etter 2006 er skissert i figur 6.7 nedenfor.

Figur 6.7

Kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 5 selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte i perioden mellom 1. januar 2006 og 1. januar 2007.



Vi merker oss at både utbytteinitieringer og utelatelser har gitt signifikant negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger i dagene før annonseringstidspunktet etter 2006. Kun ved utelatelser av utbytte har vi belegg for å hevde at endringen i aksjeprisen kan være permanent i denne perioden. Ved analyse av perioden før 2006 fant vi signifikante positive gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger for utbytteinitieringer. Vi fant ingen signifikante resultater ved analyse av selskaper som utelot utbytte i samme periode. Det var lite som tydet på at de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene ved utbytteinitieringer var permanente før 2006. Funnene over kan ha sammenheng med innføringen av aksjonærmodellen i 2006. Dette vil bli diskutert i kapittel 6.5. Før denne diskusjonen vil vi imidlertid undersøke robustheten i kriteriene vi benyttet i datautvelgelsen.

6.4 Undersøkelse av kriterier for datautvelgelse

I dette kapittelet vil vi dele utvalgene av selskaper som initierer og utelater utbytte opp i fire underutvalg basert på kriteriene for datautvelgelse. Hensikten med dette er å undersøke robustheten i kriteriene vi ha benyttet. Dette innebærer at selskaper som initierer utbytte for første gang etter at de ble notert ved Oslo Børs og selskaper som initierer utbytte etter en sammenhengende stans i utbyttebetalingene på minimum fem år, vil analyseres hver for seg. Tilsvarende skille vil bli trukket mellom selskaper som utelater utbytte.

De fire underutvalgene vil analyseres separat på samme måte som vi analyserte datautvalgene i kapittel 6.3. Med dette menes at metodikken og hypotesene vi benyttet der, vil være identiske i denne analysen. Hvert enkelt underutvalg vil analyseres alene før det splittes opp og analyseres før og etter 2006. Hensikten med en slik oppsplitting er å undersøke hvorvidt det er vesentlige avvik i resultatene mellom to ”delkriterier” i de ulike tidsperiodene. Analysen vil dermed ikke fange opp tilfeller der begge ”delkriteriene” er for milde. I analysen av kriterienes robusthet vil vi se bort fra kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning. Fokus vil utelukkende være på daglig gjennomsnittlig unormal avkastning på hvert enkelt tidspunkt, t. Motivasjonen bak en slik undersøkelse er at Healy og Palepu (1988) og Asquith og Mullins (1983) stiller langt strengere krav til utvelgelsen av data i sine undersøkelser.

Der de to amerikanske undersøkelsene definerer en initiering av utbytte som første utbyttebetaling i selskapets historie, benytter vi første utbyttebetaling etter at selskapet ble notert ved OSE som kriterium. Videre stiller de to amerikanske undersøkelsene krav om at første utbyttebetaling må skje minimum ett år etter at selskapet ble notert ved enten NYSE eller AMEX. I vår undersøkelse stilles det krav om at selskapet må ha vært notert ved OSE i minimum et halvt år. I tillegg har Healy og Palepu, og Asquith og Mullins som krav at de av selskapene som ikke utbetaler utbytte for første gang etter børsnotering, må ha hatt en sammenhengende pause i utbyttebetalingene på minimum 10 år for å inngå i datautvalget. Vi setter en grense på minimum fem år for samme type selskaper.

For utvalget av selskaper som utelater utbytte stiller Healy og Palepu (1988) krav om at selskapet må ha vært notert ved NYSE eller AMEX i minst ett år, og at det må være første utelatelse av utbytte i selskapets historie. Vi setter et tilsvarende krav om at selskapet

minimum må ha vært notert ved OSE i et halvt år, og at utelatelsen må være den første etter at selskapet ble børsnotert. For selskaper som ikke utelater utbytte for første gang har Healy og Palepu et krav om at selskapet må ha utbetalt utbytte kontinuerlig i minimum de ti siste årene før utbyttestans, for at selskapet skal inngå i utvalget. Vi benytter et tilsvarende krav på tre år.

Den konsekvente anvendelsen av mildere kriterier for datautvelgelse i vår undersøkelse kan bidra til å gi mindre signifikante resultater i våre tester. Årsaken til at vi valgte å benytte mindre strenge kriterier henger sammen med et begrenset datamateriale. Børsprosjektet ved NHH har daglige prisnoteringer tilbake til åttitallet, men frem til midten av nittitallet er disse dataseriene preget av å være ufullstendige. Videre er det også et problem at www.newsweb.no ikke har en lett tilgjengelig database for børsmeldinger fra før 1. januar 1998. Det ville dermed vært vanskelig å finne annonseringsdatoen for utbytteendringer før dette tidspunktet.

Med dette som utgangspunkt ønsker vi å teste hvert enkelt ”delkriterium” alene, for på denne måten å vurdere hvorvidt det er rimelig, eller om det bidrar til å svekke styrken på våre tester fordi det ikke er tilstrekkelig strengt. Eksempelvis kan man tenke seg muligheten for at kriteriet om første utelatelse av utbytte etter børsnotering er tilstrekkelig strengt, mens kriteriet om første utelatelse etter kontinuerlige utbyttebetalinger i minimum de tre siste årene ikke er strengt nok. Dersom dette er tilfellet vil datautvalget fra ”delkriteriet” om sammenhengende utbyttebetalinger i minimum de tre siste årene bidra til å svekke resultatene fra tester utført på hele datamaterialet. Vi vil dermed undersøke hvorvidt de ulike ”delkriteriene” viser resultater som er konsistente for hver enkelt tidsperiode.

Vi analyserer i det etterfølgende fire ulike definisjoner av ”delkriterier”:

Definisjon I: Selskaper som initierer utbytte for første gang etter at de ble børsnotert. Selskapene har minimum vært notert ved OSE i et halvt år.

Definisjon II: Selskaper som initierer utbytte for første gang etter en kontinuerlig stans i utbyttebetalingene på minimum fem år.

Definisjon III: Selskaper som utelater utbytte for første gang etter at de ble børsnotert. Selskapene har minimum vært notert ved OSE i et halvt år.

Definisjon IV: Selskaper som utelater utbytte for første gang etter å ha betalt utbytte kontinuerlig i minimum de tre siste årene.

6.4.1 Definisjon I og II, hele utvalget

Vi starter analysen av de ulike ”delkriterienes” robusthet med å sammenligne hele utvalget av selskaper som initierer utbytte for første gang etter børsnotering (definisjon I), med hele utvalget av selskaper som initierer utbytte for første gang etter kontinuerlig stans i utbyttebetalingene på minimum fem år (definisjon II). Utvalgene består av henholdsvis 51 og 26 selskaper. Resultatene fra analysen av selskapene ved tidspunkt t er rapportert i tabell 6.8 nedenfor.

Tabell 6.8

Unormal avkastning for selskaper som initierer utbytte for første gang etter at de ble børsnotert og selskaper som utbetaler utbytte for første gang på fem år på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. Utvalgene består henholdsvis av 51 og 26 selskaper. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Første gang	Første på 5 år
-5	-0,37% (-0,99)	-0,44% (-0,81)
-4	0,82 (1,92)^c	0,47 (1,01)
-3	-0,02 (-0,06)	-0,52 (-0,98)
-2	-0,15 (-0,53)	-0,50 (-1,23)
-1	-0,43 (-1,64)	-0,50 (-1,11)
0	1,23 (1,92)^c	1,35 (1,87)^c
1	-0,16 (-0,41)	0,15 (0,37)
2	0,38 (0,73)	-0,58 (-0,69)
3	-0,53 (-1,95)^c	0,32 (0,65)
4	-0,24 (-0,68)	0,11 (0,34)
5	-0,45 (-1,19)	-0,03 (-0,07)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1998 til 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Av tabell 6.8 ser vi at selskaper som initierer utbytte for første gang etter børsnotering (definisjon I) har flere signifikante resultater enn selskaper som utbetaler utbytte etter en kontinuerlig stans i utbyttebetalingene på minimum fem år (definisjon II). Begge utvalgene har imidlertid signifikante avkastninger som trekker i samme retning på annonseringstidspunktet (dag 0). Denne avkastningen er nesten lik for de to utvalgene.

Den signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på dag 3 for utvalget fra definisjon I kan være et uttrykk for en korreksjon av aksjeprisen etter de signifikante positive daglige avkastningene på dag -4 og dag 0. Avkastningene på dag -4 og dag 3 fanges ikke opp som signifikante i utvalget fra definisjon II. Dette kan tyde på at kriteriet i definisjon II om minimum fem års sammenhengende utelatelse av utbytte før initiering er noe mildt, og at definisjon I dermed i større grad fanger opp det vi ønsker å undersøke i våre analyser. Dersom dette er tilfellet kan utvalget fra definisjon II bidra til å ”vanne ut” resultatene fra testene utført i kapittel 6.3.

6.4.2 Definisjon I og II, før 2006

Vi vil her gjøre tilsvarende oppdeling som i foregående kapittel, men nå kun konsentrere oss om selskaper som initierte utbytte før aksjonærmodellen ble innført i 2006. De analyserte utvalgene består av 40 selskaper fra definisjon I og 22 selskaper fra definisjon II. Resultatene er gjengitt i tabell 6.9 nedenfor.

Tabell 6.9

Unormal avkastning for selskaper som initierer utbytte for første gang etter at de ble børsnotert og selskaper som utbetaler utbytte for første gang på fem år på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. Utvalgene består henholdsvis av 40 og 22 selskaper. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Første gang	Første på 5 år
-5	-0,28% (-0,60)	-0,79% (-1,38)
-4	0,91 (1,73)^c	0,48 (0,96)
-3	0,10 (0,26)	(-0,54) (-0,90)
-2	-0,03 (-0,08)	0,40 (-0,88)
-1	-0,38 (-1,18)	-0,42 (-0,79)
0	1,47 (1,91)^c	1,39 (1,72)^c
1	-0,49 (-1,15)	0,09 (0,20)
2	0,65 (1,02)	-0,81 (-0,87)
3	-0,71 (-2,31)^b	0,47 (0,84)
4	-0,30 (-0,74)	-0,03 (-0,08)
5	-0,69 (-1,57)	-0,27 (-0,57)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1. januar 1998 til 1. januar 2006.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Når vi betrakter tabell 6.9 observerer vi i stor grad de samme resultatene som i foregående kapittel. Utvalget fra definisjon I gir tilsynelatende flere signifikante resultater enn utvalget fra definisjon II. Vi ser videre at de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene er på de samme tidspunktene som ved analysen av hele utvalget, og at heller ikke disse har forandret seg nevneverdig. Dette er ingen overraskelse, da det analyserte utvalget i stor grad består av datamaterialet vi analyserte i foregående kapittel.

Avkastningen på dag 3 for utvalget fra definisjon I er nå signifikant på 5 % nivå, med en p-verdi på 2,6 %. Dette resultatet underbygger antydningen fra foregående kapittel om at det skjer en korreksjon av aksjeprisen på dag 3 etter de positive markedsreaksjonene på dag -4 og dag 0. Resultatet indikerer også at korreksjonen kun skjer ved utbytteinitieringer før 2006.

Resultatene over er i det hele tatt som forventet (ettersom de analyserte utvalgene har mye til felles med utvalgene testet i foregående kapittel) og deres betydning må derfor ikke overdrives i vurderingen av hvorvidt utvalget fra definisjon II ”vanner ut” resultatene fra testene i kapittel 6.3.

6.4.3 Definisjon I og II, etter 2006

I dette kapitlet vil vi ta for oss utvalgene av selskaper fra definisjon I og II som initierte utbytte etter at aksjonærmodellen ble innført i 2006. De analyserte utvalgene består av 11 selskaper fra definisjon I og 4 selskaper fra definisjon II. Utvalget fra definisjon II er svært lite, og vi må dermed tolke resultatene fra denne analysen med varsomhet. Resultatene er rapportert i tabell 6.10 nedenfor.

Tabell 6.10

Unormal avkastning for selskaper som initierer utbytte for første gang etter at de ble børsnotert og selskaper som utbetaler utbytte for første gang på fem år på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. Utvalgene består henholdsvis av 11 og 4 selskaper. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Første gang	Første på 5 år
-5	-0,68% (-2,32)^b	1,46% (1,00)
-4	0,48 (0,94)	0,39 (0,28)
-3	-0,44 (-1,01)	-0,39 (-0,36)
-2	-0,58 (-1,16)	-1,04 (-1,12)
-1	-0,65 (-1,52)	-0,96 (-1,95)
0	0,37 (0,36)	1,13 (0,64)
1	1,05 (1,37)	0,48 (0,47)
2	-0,60 (-0,98)	0,69 (0,35)
3	0,14 (0,25)	-0,45 (-0,36)
4	-0,01 (-0,02)	0,84 (1,23)
5	0,42 (0,61)	1,28 (1,56)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget initierer utbytte i perioden fra 1. januar 2006 til 1. januar 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Resultatene i denne analysen avviker sterkt fra resultatene vi observerte i de to foregående kapitlene. Avviket er delvis i tråd med resultatene fra analysen av utbytteinitieringer i kapittel 6.3.

Vi finner kun en signifikant avkastning på dag -5 for utvalget av selskaper fra definisjon I. Denne avkastningen er negativ, og signifikant på 5 % nivå. For utvalget fra definisjon II finner vi ingen signifikante resultater. Nok en gang ser det dermed ut til at utvalget fra definisjon I gir flere signifikante resultater enn utvalget fra definisjon II. Noe overraskende viser ingen av utvalgene i tabellen signifikante resultater på dag -1. I analysen av hele utvalget som initierte utbytte etter 2006, fant vi en signifikant negativ gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på dette tidspunktet.

Oppsummert finner vi i denne og de to foregående analysene støtte for at definisjon I er noe strengere enn definisjon II. Til tross for dette later det likevel til at definisjon II fanger opp en del av de samme effektene som definisjon I. Vi vil dermed hevde at definisjon II er tilstrekkelig streng selv om den tilsynelatende er mildere enn definisjon I. Definisjon II er dermed ikke antatt å ”vanne ut” styrken på våre tester i særlig stor grad. Ved en senere analyse av lignende effekter vil vi likevel anbefale at kriteriet i definisjon II settes strengere enn fem år. Det vil da være nærmere kriteriet Healy og Palepu (1988), og Asquith og Mullins (1983) benytter i sine undersøkelser.

6.4.4 Definisjon III og IV, hele utvalget

I dette kapitlet vil vi teste robustheten i kriteriene for selskaper som utelater utbytte. Dette innebærer at vi nå vil analysere selskaper som inngår i definisjon III og IV. Samtlige selskaper som utelot utbytte for første gang etter at de ble notert ved Oslo Børs gjorde dette før aksjonærmodellen ble innført i 2006. Dette innebærer at vi ikke har mulighet til å sammenligne definisjon III og IV etter 2006.

Vi vil først analysere definisjon III og IV for hele utvalget av selskaper som utelot utbytte mellom 1998 og 2007. Vi har da 15 selskaper i utvalget fra definisjon III og 33 selskaper i utvalget fra definisjon IV. Resultatene fra analysen av selskapene er gjengitt i tabell 6.11 nedenfor.

Tabell 6.11

Unormal avkastning for selskaper som utelater utbytte for første gang etter at de ble børsnotert og selskaper som utelater utbytte for første gang på tre år på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. Utvalgene består henholdsvis av 15 og 33 selskaper. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Første gang	Første på 3 år
-5	-0,20% (-0,32)	-0,72% (-1,67)
-4	-1,25 (-1,78)^c	0,44 (0,58)
-3	-0,89 (-1,04)	-0,01 (-0,02)
-2	-2,60 (-0,88)	-0,41 (-1,11)
-1	-0,13 (-0,15)	-0,12 (-0,17)
0	-0,27 (-0,44)	-1,09 (-1,80)^c
1	-0,85% (-1,86)^c	0,45 (1,04)
2	-0,01 (-0,02)	0,41 (0,88)
3	-0,61 (-0,79)	0,74 (1,07)
4	-0,54 (-0,90)	-0,49 (-0,74)
5	0,42 (0,33)	-0,30 (-0,58)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget utelater utbytte i perioden fra 1. januar 1998 til 1. januar 2007.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Av tabell 6.11 ser vi at definisjon III har to signifikante resultater, mens definisjon IV har ett signifikant resultat. De tre resultatene er signifikante på 10 % nivå, og har samme fortegn. Tidspunktene når de signifikante resultatene inntreffer er imidlertid ulike. Utvalget fra definisjon III viser signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -4 og dag 1, mens definisjon IV viser en signifikant gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på dag 0. Ingen av de øvrige tidspunktene ved annonsering om utelatelse av utbytte ser ut til å være signifikante for de to utvalgene.

På bakgrunn av det vi observerer i avsnittet over kan det virke som om det kan være problemer knyttet til kriteriet benyttet ved utvelgelse av selskaper i kapittel 6.3.5. Dette skyldes at de signifikante resultatene for utvalget fra definisjon III verken viser seg signifikante i analysen av hele utvalget i kapittel 6.3.5, eller i analysen av utvalget fra

definisjon IV. En mulig årsak til dette kan være at man ”vanner ut” resultatene fra utvalget i definisjon III med utvalget fra definisjon IV i kapittel 6.3.5. På den annen side bør det påpekes at vi ved bruk av begge kriteriene i kapittel 6.3.5 finner signifikante resultater på annonseringstidspunktet (dag 0). Dette finner vi også ved analyse av utvalget fra definisjon IV, men ikke for utvalget fra definisjon III. Dette kan skyldes at utvalget fra definisjon IV er over dobbelt så stort som utvalget fra definisjon III, men momentet gjør det uansett vanskeligere å avgjøre hvilken av definisjonene som eventuelt er for mild. Det faktum at alle de rapporterte resultatene kun er signifikante på 10 % nivå vanskeliggjør denne avgjørelsen ytterligere.

6.4.5 Definisjon III og IV, før 2006

Vi vil nå analysere utvalgene fra definisjon III og IV i perioden før 2006. De to utvalgene består av henholdsvis 15 og 28 selskaper. Dette innebærer at vi kun har fjernet 5 selskaper fra utvalget i definisjon IV sammenlignet med analysen i foregående kapittel. Resultatene fra denne analysen er dermed ikke særlig godt egnet til å underbygge antydningene vi der kom med. Tabell 6.12 viser resultatene fra analysen av de to utvalgene før aksjonærmodellen ble innført.

Tabell 6.12

Unormal avkastning for selskaper som utelater utbytte for første gang etter at de ble børsnotert og selskaper som utelater utbytte for første gang på tre år på utvalgte tidspunkter ved annonsering om endret utbyttepolitikk fra www.newsweb.no. Utvalgene består henholdsvis av 15 og 28 selskaper. T-verdien står i parentes.^a

Dag	Første	3 år
-5	-0,20% (-0,32)	-0,58% (-1,17)
-4	-1,25 (-1,78)c	0,79 (0,90)
-3	-0,89 (-1,04)	-0,01 (-0,02)
-2	-2,60 (-0,88)	-0,24 (-0,66)
-1	-0,13 (-0,15)	-0,05 (-0,07)
0	-0,27 (-0,44)	-1,12 (-1,61)
1	-0,85% (-1,86)c	0,55 (1,41)
2	-0,01 (-0,02)	0,63 (1,18)
3	-0,61 (-0,79)	0,84 (1,07)
4	-0,54 (-0,90)	-0,42 (-0,55)
5	0,42 (0,33)	-0,09 (-0,16)

^a Unormal avkastning er differansen mellom selskapets aksjeavkastning og OSEBX. Selskapene i utvalget utelater utbytte i perioden fra 1. januar 1998 til 1. januar 2006.

^b Disse resultatene er signifikante på 5 % nivå.

^c Disse resultatene er signifikante på 10 % nivå.

Resultatene over minner naturlig nok svært mye om resultatene vi observerte i analysen av hele tidsperioden i foregående kapittel. Vi ser imidlertid at det signifikante resultatet på dag 0 for utvalget fra definisjon IV ikke lenger er signifikant. Dette kan være en indikasjon på at det er kriteriet i definisjon IV som er for mildt.

Oppsummert tyder analysene i dette og foregående kapittel på at enten definisjon III eller definisjon IV er for mild. Basert på resultatet ovenfor kan det være nærliggende å tro at det er definisjon IV som er problemet. De observerte resultatene kan imidlertid også skyldes andre egenskaper ved datamaterialet fra denne definisjonen. For senere analyser vil vi uansett anbefale at kriteriet i definisjon IV settes strengere enn tre år.

6.5 Vurdering av den norske skattehypotesens gyldighet

Vi vil i dette kapitlet gjøre en vurdering av den norske skattehypotesen skissert i kapittel 5.4. Vurderingen vil basere seg på resultatene vi fant i den empiriske analysen av effekter av annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge i kapittel 6.3.

På bakgrunn av gjennomgangen av det norske skattesystemet slik det var før aksjonærmodellen ble innført, virker resultatene ved annonseringer om utbytteinitieringer i perioden før 2006 ved første øyekast noe overraskende. I den norske skattehypotesen antydet vi at endringer i utbyttepolitikk skulle være uten betydning i denne perioden. Dette skyldtes at det norske skattesystemet da var nøytralt. Til tross for dette finner vi signifikante positive gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -4 og dag 0 for utvalget av selskaper som annonserer initiering av utbytte før 2006. Dersom vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for utvalget, ser vi imidlertid at ingen av endringene i aksjepris er permanente for selskapene. Dette skyldes at de positive gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene på dag -4 og dag 0 korrigeres på senere tidspunkter. Korreksjonen av de signifikante positive avkastningene kan være en indikasjon på manglende effisiens i det norske markedet.

Vi finner ingen signifikante resultater for selskaper som utelot utbytte før 2006.

Samlet sett vil vi på bakgrunn av observasjonene over hevde at resultatene fra perioden før 2006 underbygger den norske skattehypotesen. Dette henger sammen med at vi ikke finner noen permanente endringer i aksjekursen ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i denne perioden.

I perioden etter 2006 finner vi en signifikant negativ gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på dag -1 for selskaper som annonserer initiering av utbytte. Dette synes å være i tråd med det den norske skattehypotesen postulerer. Der fremkommer det at dagens norske skattesystem til en viss grad favoriserer kapitalgevinster fremfor utbytte. Resultatet ser imidlertid ikke ut til å vedvare når vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for utvalget. I slutten av begivenhetsvinduet er den negative markedsreaksjonen på dag -1 korrigert, og den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen er svakt

positiv. Ettersom endringen i aksjepris ikke er permanent, kan resultatet ikke sies å være i tråd med den norske skattehypotesen.

Ved analyse av utvalget som utelot utbytte etter 2006 finner vi signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -5 og dag -4. Når vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for dette utvalget ser vi også at den negative endringen i aksjepris ser ut til å være permanent. Dette resultatet er ikke i tråd med det den norske skattehypotesen skisserer. I henhold til denne skulle annonseringen om utelatelse av utbytte gi en positiv reaksjon i aksjekursen. Selv om resultatet bryter med den norske skattehypotesen, er det i tråd med hypotesen om at utbytteannonseringer har et informasjonsinnhold.

På bakgrunn av resultatene over kan det se ut til at den norske skattehypotesen kun er delvis korrekt. Resultatene fra perioden før 2006 synes å være i overensstemmelse med hva hypotesen postulerer. Etter 2006 finner vi imidlertid resultater som avviker fra hypotesen. Utbytteinitieringer skulle i denne perioden ha gitt en negativ reaksjon i aksjekursen, men vi finner ingen permanente endringer i denne. Utelatelser av utbytte skulle på den annen side ha gitt en positiv reaksjon i aksjekursen. Denne viser seg imidlertid å reagere negativt på annonseringen om utelatelse av utbytte. For disse selskapene ser også endringen i aksjekurs ut til å være permanent. Dersom de observerte resultatene etter 2006 skyldes informasjonseffekter knyttet til annonseringer om endret utbyttepolitikk, og disse effektene trekker i en annen retning enn de isolerte skattemessige effektene av utbytteannonseringene, kan vi ikke utelukke at den norske skattehypotesen likevel kan være korrekt for perioden etter 2006. Gitt at informasjonseffekter eksisterer, tyder observasjonene over på at disse har blitt sterkere etter 2006. Dette kan skyldes økt effisiens i det norske markedet i de senere år.

Det bør påpekes at de analyserte utvalgene fra perioden etter 2006 er små både for selskaper som initierer og utelater utbytte. Dette innebærer at resultatene fra analysen av dette datamaterialet bør tolkes med varsomhet.

6.6 Oppsummering og avsluttende bemerkninger

Testene rapportert i kapittel 6 undersøker hvorvidt det eksisterer en signifikant gjennomsnittlig unormal aksjeavkastning rundt annonseringstidspunktet for selskaper som

endrer utbyttepolitikk. Vi har undersøkt 77 selskaper som initierer utbytte og 48 selskaper som utelater utbytte. Utvalgene er siden delt opp i perioden før og etter 2006. Dette er gjort for å undersøke hvorvidt aksjonærmodellen, implementert 1. januar 2006, har hatt betydning for markedets reaksjon ved annonseringer om utbytteendringer. Etter oppdelingen har vi 62 selskaper som initierte utbytte før 2006 og 15 selskaper som initierte utbytte etter 2006. Tilsvarende utvalg for selskaper som utelater utbytte er på 43 selskaper og 5 selskaper. Alle de analyserte selskapene annonserte endringer i utbyttepolitikk mellom 1. januar 1998 og 1. januar 2007.

I analysen av hele utvalget av utbytteinitieringer finner vi flere signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger. På dag -4 og dag 0 er avkastningene positive, mens vi finner en negativ daglig avkastning på dag -1. Når vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for utvalget, viser det seg imidlertid at ingen av endringene i aksjekurs er permanente.

De signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene fra analysen av hele utvalget av selskaper som annonserer utbytteinitieringer kan i utgangspunktet synes noe tvetydige. Ved oppsplitting av datamaterialet i perioden før og etter 2006 finner vi imidlertid støtte for at den negative avkastningen på dag -1 kan tilskrives innføringen av aksjonærmodellen i 2006. Dette skyldes at avkastningen på dag -1 er den eneste signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen vi finner ved analyse av utvalget etter 2006. Den negative markedsreaksjonen på dag -1 ser ikke ut til å være permanent ved annonseringer om initiering av utbytte i perioden etter 2006.

Analysen av utvalget fra perioden før 2006 forsterker mistanken om at de inkonsistente resultatene fra analysen av hele utvalget henger sammen med innføringen av aksjonærmodellen. For dette utvalget finner vi igjen de signifikante positive gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene på dag -4 og dag 0. Heller ikke for utvalget av selskaper som annonserte initiering av utbytte før 2006 ser markedsreaksjonene ut til å være permanente.

I analysen av hele utvalget av selskaper som utelater utbytte finner vi en signifikant negativ gjennomsnittlig unormal daglig avkastning på dag 0. Når vi studerer den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for utvalget, gir denne en svært svak indikasjon på at endringen i aksjepris kan være permanent.

Vi finner ingen signifikante resultater for selskaper som annonserte utelatelse av utbytte før 2006. Dette tyder på at den svake indikasjonen på en permanent endring i aksjekurs ved analyse av hele utvalget, skyldtes utvalget av selskaper som annonserte utelatelse av utbytte etter 2006.

Analysen av utvalget som annonserte utelatelse av utbytte etter 2006 viser signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger på dag -5 og dag -4. Reaksjonene i aksjepris ser ut til å være permanente når vi betrakter den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen for utvalget.

Utvalgene som ikke viser tegn til permanente endringer i aksjekurs ved annonseringer om endret utbyttepolitikk er med på å underbygge Miller og Modiglianis (1961) irrelevansteorem. Særlig resultatene fra perioden før 2006 ser ut til å være forenelige med deres hypotese om at utbyttepolitikk er uten betydning for selskapsverdi. Mangelen på permanente markedsreaksjoner ved annonseringer om utbytteendringer før 2006 kan ha sammenheng med det norske skattesystemets nøytralitet i denne perioden. Vi finner imidlertid flere signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger for selskaper som annonserer initiering av utbytte både før og etter 2006. Årsaken til at vi finner få permanente endringer i aksjepris for disse utvalgene, er at de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene korrigeres på senere tidspunkter. De korrigerte avkastningene kan være et uttrykk for manglende effisiens i det norske markedet. Dette kan representere et brudd på Miller og Modiglianis forutsetning om perfekte kapitalmarkeder. Det eventuelle bruddet på forutsetningen om perfekte kapitalmarkeder, ser imidlertid ut til å ha liten praktisk innvirkning på deres irrelevansteorem.

Vi noterer oss at annonseringer om utelatelse av utbytte etter 2006 ser ut til å ha en permanent negativ effekt på aksjekursen. Utvalget fra denne testen er imidlertid svært lite, og resultatet må dermed tolkes med varsomhet. Resultatet som sådan bryter med Miller og Modiglianis irrelevansteorem, og kan tas til inntekt for hypotesen om at utbytteannonseringer har et informasjonsinnhold. Resultatene fra analysen av selskaper som annonserer initiering av utbytte etter 2006 bryter ikke med Miller og Modiglianis teorem, men kan også tas til inntekt for hypotesen om at utbytteannonseringer har et informasjonsinnhold. Dette skyldes at den kumulative gjennomsnittlige unormale avkastningen fra analysen av dette utvalget ikke viser

den permanente negative endringen i aksjekurs som den isolerte skattemessige effekten av utbytteinitieringer etter 2006 tilsier.

Testing av kriteriene for datautvelgelse avslører at en mulig årsak til få permanente resultater ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i våre undersøkelser, kan skyldes at kriteriene for datautvelgelse ikke er tilstrekkelig strenge.

Avslutningsvis konkluderes det med at den norske skattemessige hypotesen fra kapittel 5.4 stemmer forholdsvis godt for selskapene som annonserte en endring i utbyttepolitikk før 2006. Selskapene som annonserte endret utbyttepolitikk etter 2006 viser mer motstridende resultater. Vi finner imidlertid ikke tilstrekkelig belegg til å kunne forkaste den norske skattemessige hypotesen for denne perioden, da vi finner støtte for at de observerte resultatene etter 2006 kan skyldes informasjonseffekter knyttet til annonseringen om endret utbyttepolitikk.

Når vi betrakter de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene før 2006, finner vi noe støtte for at annonseringer om initiering av utbytte er forventet av investorene. Forventningen reflekteres som regel likevel ikke fullt ut i selskapets aksjekurs, og vi observerer også en signifikant avkastning på annonseringstidspunktet for utbytteinitieringer. Denne effekten ser ikke ut til å gjelde for verken annonseringer om initiering eller utelatelse av utbytte etter 2006. I denne perioden ser effekten av utbytteannonseringer snarere ut til å gjøre seg gjeldende i dagene før annonseringen faktisk finner sted, og vi finner ingen signifikante resultater på annonseringstidspunktet for endret utbyttepolitikk.

Årsaken til at vi etter 2006 kun observerer signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastninger i dagene før annonseringstidspunktet for endret utbyttepolitikk, kan ha sammenheng med at norske investorer har ulik tilgang på informasjon. De unormale daglige avkastningene i forkant av annonseringstidspunktet kan dermed være et uttrykk for innsidehandel. Dette kan naturligvis også være tilfellet for de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene vi observerte i forkant av annonseringer om utbytteinitieringer før 2006, men den eventuelle effekten på selskapets aksjekurs ser ut til å ha tiltatt etter 2006. Innsidehandel, og mulige effekter av dette, vil berøres i neste kapittel.

7.0 SAMMENLIGNING AV FUNN PÅ AMERIKANSKE OG NORSKE DATA

I den empiriske analysen av effektene ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i norske selskaper finner vi, til tross for enkelte ulikheter i skattesystemene i USA og Norge (særlig før mai 2003), resultater som til en viss grad er i tråd med resultatene vi fant i tilsvarende undersøkelser foretatt på amerikanske data. Den mest sentrale forskjellen på markedets reaksjon ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i USA og Norge synes å være at endringen i aksjekurs ikke er permanent for norske selskaper, og at signaleffekten ved annonseringer om utbytteendringer i Norge er langt svakere enn den vi observerte i USA. Resultatene fra analysen på norske data er heller ikke like entydige som det vi finner i amerikanske undersøkelser.

Det kan være flere årsaker til at vi observerer en svakere signaleffekt ved endret utbyttepolitikk i Norge sammenlignet med USA. På bakgrunn av analysene av kriterienes robusthet i kapittel 6.4 kan det se ut til at kriteriene for datautvelgelse i vår empiriske analyse er noe milde. Dersom dette er tilfellet vil vi ha bedrifter som ”forurenses” det analyserte datamaterialet. Dette skyldes at de ikke er relevante i forhold til det vi ønsker å analysere, og således bidrar til å ”vanne ut” resultatene fra våre tester.

En annen forklaring på svakere observerte signaleffekter ved endret utbyttepolitikk i Norge kan være at det amerikanske aksjemarkedet har en høyere effisiens enn det norske aksjemarkedet. Dette innebærer at amerikanske investorer absorberer ny informasjon hurtigere enn norske investorer. Vi får dermed en raskere endring i aksjeprisene ved ny informasjon i USA relativt til Norge. En slik forklaring innebærer at det valgte begivenhetsvinduet vil være for lite til å observere permanente endringer i aksjekursen i norske selskaper, og at signaleffekten ved utbytteannonseringer kun gradvis vil reflekteres i aksjekurser i Norge. Dette skyldes den forsinkede markedsreaksjonen ved annonseringer om utbytteendringer relativt til USA. Dersom dette er tilfellet, kunne vi fanget opp eventuelle permanente endringer i aksjekurser i Norge ved å utvide begivenhetsvinduet til å inkludere flere dager etter annonseringstidspunktet for endret utbyttepolitikk.

En tredje mulig forklaring på den svakere observerte signaleffekten i Norge kan være at det eksisterer et tettere forhold mellom norske selskaper og større investorer sammenlignet med USA. Tradisjonelt vet vi at mange norske selskaper er eid av familier, og at samme eier kan sitte med betydelige eierandeler i flere selskaper. Dette kan føre til at investorer i det norske markedet sitter med ulik informasjon. Eksempelvis kan vi tenke oss at en stor investor er bedre informert enn en liten. Hvis dette er tilfellet vil en stor investor ha bedre kunnskap om selskapets nåværende situasjon og fremtidige inntjeningsmuligheter, sammenlignet med en liten investor. Dette kan ha to virkninger, som begge kan slå ut i en lavere signaleffekt ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i norske selskaper. Virkningene skisseres nedenfor.

Den store investoren kan utnytte sin tilgang på unik informasjon, og handle ulovlig på denne i forkant av annonseringer om endret utbyttepolitikk. Alle potensielle kursgevinster knyttet til signaleffekten ved utbytteannonseringer vil da være så godt som borte på annonseringstidspunktet. En slik form for innsidehandel kan bidra til å forklare de signifikante gjennomsnittlige unormale daglige avkastningene vi observerte i forkant av annonseringer om utbytteendringer i Norge. Med et begivenhetsvindu som strekker seg lenger bak i tid ville permanente endringer i aksjekurs sannsynligvis vist seg tydeligere, gitt at de eksisterer. Her må det imidlertid påpekes at vi observerte lignende signifikante gjennomsnittlige unormale avkastninger før annonseringer om utbytteendringer også i USA. Argumentet er dermed ikke egnet til å forklare observerte forskjeller i funn mellom de to landene.

Den alternative virkningen av informasjonsasymmetri mellom investorer kan observeres dersom store, godt informerte investorer har et fokus på langsiktig vekst og stabile aksjekurser. Det er da antatt at de vil se bort fra de kortsiktige gevinstene unik tilgang på ny informasjon representerer. Hvis vi i tillegg forutsetter at disse investorene følges tett av mindre aksjonærer, kan dette virke ytterligere modererende på deres atferd. I en slik situasjon er markedet klar over at store investorer har unik tilgang på informasjon, og slike vil dermed få en slags lederrolle i forhold til øvrige aksjonærer. Store investorer vil være klar over at de har en slik rolle. Hvis de store investorene handler ulovlig på ny informasjon som er ukjent for øvrige, mindre aksjonærer, vil disse umiddelbart følge etter. Dette innebærer at store investorer kan bidra til å "flytte markedet" for enkeltaksjer dersom de handler aktivt for å oppnå kortsiktige kursgevinster. Konsekvensen av dette er at selskapet vil få en langt mer volatil aksjekurs. Store investorer med en langsiktig investeringsfilosofi vil dermed ikke foreta seg noe ved ny informasjon om utbytteannonseringer. Små investorer vil da heller ikke

legge like stor vekt på denne typen informasjon. Den totale effekten blir at markedet er mindre følsomt for signaleffekter, fordi små investorer i hovedsak følger de større. Store investorer forholder seg på sin side nøytrale til annonseringer om utbytteendringer. Ifølge Dewenter og Warther (1998) har man funnet støtte for at japanske selskaper lettere reduserer sine utbyttebetalinger ved fall i fortjenesten, uten at man får de kraftige fallene i aksjekursen som man observerer i USA. Det er antatt at dette skyldes det tette båndet mellom selskap og aksjonær i de såkalte "keiretsuene" i Japan. Et tett bånd mellom selskap og enkeltaksjonærer kan, sett sammen med virkningen skissert over, bidra til å forklare hvorfor vi observerer en svakere signaleffekt ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i norske selskaper.

8.0 KONKLUSJON

I denne utredningen har vi undersøkt hvorvidt skatter og informasjonsasymmetri mellom selskapsledelse og investorer bidrar til at annonseringer om utbytteendringer har effekt på selskapets aksjekurs. For å kartlegge mulige markedsreaksjoner ved endret utbyttepolitikk i norske selskaper har vi foretatt en empirisk analyse av effekter ved annonseringer om utbytteendringer i Norge. Resultatene fra denne analysen har blitt sammenholdt med resultater fra lignende undersøkelser foretatt i USA. Videre har resultatene fra de ulike undersøkelsene blitt sammenholdt med det vi forventet å observere på bakgrunn av isolerte skattemessige effekter i de to landene i ulike tidsperioder. Resultatene fra de ulike undersøkelsene har også blitt holdt opp mot Miller og Modiglianis (1961) irrelevansteorem.

De rapporterte resultatene fra amerikanske undersøkelser på området gir liten eller ingen støtte til Miller og Modiglianis hypotese om at utbyttepolitikk er uten betydning for selskapsverdi. Dette ser primært ut til å skyldes at annonseringer om endret utbyttepolitikk inneholder informasjon til markedet. Selv om signaleffekten ved annonseringer om utbytteendringer ser ut til å ha den dominerende effekten på aksjekurser i USA, har vi ikke tilstrekkelig belegg til å kunne forkaste hypotesen om at også skattemessige effekter kan gjøre seg gjeldende ved annonseringer om endret utbyttepolitikk.

Ved rapportering av resultater fra amerikanske undersøkelser legger vi særlig vekt på en artikkel av Healy og Palepu (1988). Dette skyldes at metoden for datautvelgelse benyttet i denne undersøkelsen ligger svært tett opp til metoden vi benytter i vår analyse av norske data i kapittel 6. I undersøkelsene benyttes kun utvalg av selskaper som initierer og utelater utbytte. Dette skyldes at dette representerer relativt sjeldne endringer i utbyttepolitikk.

Den empiriske analysen av norske selskaper viser resultater som til en viss grad er i tråd med det vi observerer i tilsvarende amerikanske undersøkelser. Den mest sentrale forskjellen på effekter ved annonseringer om utbytteendringer i USA og Norge synes å være at endringen i aksjekurs ikke er permanent i Norge, og at signaleffekten ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i norske selskaper er svakere enn den vi observerte i USA. Resultatene fra analysen av norske data er heller ikke like entydige som de vi finner i amerikanske undersøkelser.

Både resultatene fra analysen av annonseringer om initiering og utelatelse av utbytte etter 2006 indikerer at vi har en informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og investorer også i Norge. Vi finner da tilsynelatende permanente resultater som trekker i en annen retning enn det den norske skattehypotesen postulerer. Dette innebærer at endringer i norske selskapers utbyttepolitikk tolkes som et signal på selskapsverdi.

Den signifikante negative gjennomsnittlige unormale daglige avkastningen på dag -1 for selskaper som initierer utbytte etter 2006 bryter med resultatene i avsnittet over, da den trekker i motsatt retning av hva en eventuell signaleffekt skulle tilsi. Selv om den negative effekten ikke er permanent, kan resultatet tas til inntekt for hypotesen om at også skatter har en betydning for investorenes verdsettelse av selskapet ved annonseringer om utbytteendringer i Norge. Vi finner dermed svak støtte for at både skatter og informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer påvirker aksjekursen ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i norske selskaper. Signaleffekten ved annonseringer om endret utbyttepolitikk synes imidlertid å være noe svakere i Norge sammenlignet med USA.

Det skisseres fire mulige årsaker til at vi observerer en svakere signaleffekt ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge sammenlignet med USA. For det første vises det til at kriteriene for datautvelgelse i vår empiriske analyse kan være for milde. Alternativt kan svakere signaleffekt i Norge skyldes en svakere effisiens i det norske aksjemarkedet. En tredje forklaring kan være at det norske markedet er mindre følsomt for signaleffekter grunnet et tettere forhold mellom selskap og enkeltinvestorer. Den fjerde forklaringen som trekkes frem er at innsidhandel kan bidra til å redusere effekten av annonseringer om endret utbyttepolitikk fordi aksjekursene da alt har endret seg på de analyserte tidspunktene. Det valgte begivenhetsvinduet vil være for lite dersom dette er tilfellet. Dette argumentet forkastes imidlertid som forklaring på de observerte forskjellene i signaleffekter mellom Norge og USA.

Til tross for at vi observerer en svakere signaleffekt ved annonseringer om utbytteendringer i Norge sammenlignet med USA, vil vi oppsummert hevde at det virker som om både skatter og informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer har en effekt på aksjeprisen ved annonseringer om utbytteendringer i norske selskaper. Av disse later signaleffekter ved informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og investorer til å være den dominerende

effekten. Årsaken til dette synes forholdsvis klar. Så lenge det eksisterer en informasjonsasymmetri mellom ledelse og investorer kan utbyttepolitikk benyttes til å støtte opp under finansregnskapet. Selv om selskaper kan fuske på kort sikt, blåse opp fortjenesten og utbetale store utbytter, vil ikke dette være mulig på lang sikt. Dersom selskapet ikke tjener tilstrekkelig med penger vil det ikke ha mulighet til å utbetale utbytte uten enten å redusere investeringsaktiviteten, øke gjeldsgraden eller foreta en aksjeemisjon. Ettersom alle disse alternativene er kostbare for selskapet vil de fleste ledere være skeptiske til å øke utbyttebetalingene før de er sikre på at økningen kan forsvares med en økt kontantstrøm. Selskapers endringer i utbyttepolitikk blir dermed tolket som ledelsens vurdering av dagens situasjon, og deres prognoser på fremtidig inntjening.

9.0 KILDEHENVISNING

Aharoney, J. og Swary, I., 1980, "Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis", *Journal of Finance* 31, side 1-12.

Asquith, P. og Mullins, D.W., 1983, "The impact of initiating dividend payments on shareholder's wealth", *Journal of Business* 56, side 77-96.

Brealey, R.A., Myers, S.C. og Allen, F., 2006, "Corporate Finance – Eight Edition", side 415-432.

Brickley, J., 1983, "Shareholder wealth, information signalling and the specially designated dividend", *Journal of Financial Economics* 12, side 187-209.

Brudvik, A.J., 2006, "Skatterett for næringsdrivende 2006".

Brudvik, A.J., 2004, "Skatterett for økonomer 2004".

Dewenter, K.L. og Warther, V.A., 1998, "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms", *Journal of Finance* 53, side 879-904.

Dielman, T.E. og Oppenheimer, H.R., 1984, "An examination of investor behavior during periods of large dividend changes", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, side 197-216.

Eilertsen, L. og Sundstrøm, E., 1995, "Dividendepolitikk og asymmetrisk informasjon i et signalteoretisk perspektiv – en empirisk analyse", Siviløkonomoppgave, Høgskolen i Bodø.

Gonedes, N.J., 1978, "Corporate signalling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income and extraordinary items", *Journal of Accounting Research* 16, side 26-79.

Grullon, G., Michaely, R., og Swaminathan, B., 2002, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business* 75, side 387-424.

Healy, P.M. og Palepu, K.G., 1988, "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions", *Journal of Financial Economics* 21, side 149-175.

Hjerkinn, J. og Svensgaard, T., 1996, "Aksjeutbytte og kursreaksjoner. Hvordan påvirkes aksjekursen når utbytte annonseres. Er det gevinster å hente rundt utbyttedagen.", *Utredning i særområdet Finansiering og finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole.*

Jagannathan, M., Stephens, C.P., og Weisbach, M.S., 2000, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics* 57, side 355-384.

Kalay, A. og Lowenstein, U., 1985, "Predictable events and excess returns: The case of dividend announcements", *Journal of Financial Economics* 14, side 423-450.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. og Vishny, R.W., 2000, "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance* 55, side 1-34.

Lintner, J., 1956, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review* 46, side 97-113.

Litzenberger, R.H. og Ramaswamy, K., 1982, "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects", *Journal of Finance* 37, side 429-443.

Marsh, T.A. og Merton, R.C., 1987, "Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market", *Journal of Business* 60, side 1-40.

Miller, M.H. og Modigliani, F., 1961, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34, side 411-433.

Miller, M.H. og Scholes, M., 1982, "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence", *Journal of Political Economy* 90, side 1118-1141.

Myers, S.C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", The Journal of Finance Vol. XXXIX, No. 3, side 575-592.

Myers, S.C. og Majluf, N.S., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", Journal of Financial Economics 13, side 187-221.

Ofer, A. og Siegel, D., 1987, "Tests of rational signalling models using expectations data: An application to dividend signalling", Journal of Finance 42, side 889-911.

Sherfin, H. og Statman, M., 1984, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", Journal of Financial Economics 13, side 253-282.

Watts, R., 1973, "The information content of dividends", Journal of Business 46, side 191-211.

Östberg, P., "Payout Policy: Dividends and Share Repurchases. Topic 3", slide 19-20 (forelesningsnotat).

http://www.oslobors.no/ob/aksjeindeks_kursutvikling?menu2show=1.6.2.1.&p_instrid=ticker.ose.OSEBX&p_period=1D

APPENDIKS

Utvalg av selskaper som annonserer en initiering av utbytte.

Selskap	Ticker		Annonseringsdato
ABG Sundal Collier	ASC		13.02.2002
AF Gruppen	AFG	x	28.04.1998
Aker	AKER	x	15.09.2005
Aker Kværner	AKVER	x	01.03.2006
Aker Seafoods	AKS	x	15.03.2006
Aker Yards	AKY	x	14.03.2005
Belships	BEL		06.04.2005
Bergesen Worldwide Gas	GAS	x	20.04.2006
Stolt-Nielsen	SNI		07.03.2001
Byggma	BMA	x	28.03.2000
Camillo Eitzen & Co	CECO	x	27.05.2005
Cermaq	CEQ	x	12.04.2006
Norsk Vekst	NOV		06.06.2006
Nutri Pharma	NUT	x	18.07.2003
Fjord Seafood	FJO	x	23.04.2001
Komplett	KOM	x	13.03.2003
Office Line	OFL		05.04.2005
Telenor	TEL	x	18.04.2001
Domstein	DOM	x	15.05.2002
Acta Holding	ACTA	x	10.03.2005
Lerøy Seafood Group	LSG	x	06.05.2003
Yara International	YAR	x	21.02.2005
Medi-Stim	MEDI	x	13.04.2005
Teco Coating Services	TECO	x	04.05.2005
Norman	NORMAN	x	14.02.2003
Wilson	WILS	x	09.03.2006
Havila Shipping	HAVI	x	25.04.2006
Norway Energy & Marine Insurance	NEMI	x	09.03.2006
Kongsberg Automotive	KOA	x	11.05.2006
Simrad Optronics	SIT	x	22.03.2006
Grenland Group	GGG	x	05.05.2006
Rygge-Vaaler Sparebank	RVSBG	x	21.02.2006
Storebrand	STB		04.05.2000
Tandberg Data	TAD		06.07.2001
Tandberg	TAA		22.03.2002
Gjensidige NOR	GNO	x	10.04.2003
Green Reefers	GRR		04.05.2006
Moelven Industrier	MOE		26.03.1998
Fosen Trafikklag	FOS		05.05.2000
DNO	DNO		01.04.1998
Andvord Tybring-Gjedde	ATG		23.05.2006
Winder	WIN		12.02.2001
Benor Tankers	BET		30.03.1998
Inmeta	INM	x	24.04.2003
EDB Business Partner	EDBASA		14.04.2005
Industrifinans Forvaltning	IND	x	13.04.2000

Itera Consulting Group	ITE		12.07.2005
Industrifinans Boligeiendom	IFB	x	24.03.1999
Frontline	FRO	x	09.05.2001
Nes Prestegjelds Sparebank	NESG	x	11.02.1999
Eltek	ELT	x	12.04.1999
Otrum	OTR	x	27.04.1999
Hol Sparebank	HOLG	x	26.02.1999
Aurskog Sparebank	AURG	x	18.02.1999
Sparebanken Pluss	PLUG	x	05.03.1999
Luxo	LUX	x	19.04.1999
Natural	NTL		05.03.2003
Kitron	KIT	x	16.04.1999
District Offshore	DOF	x	30.04.2002
VMetro	VME	x	28.04.1998
Solstad Offshore	SOFF	x	13.04.1999
Hjellegjerde	HJE	x	24.03.1998
Norsk Lotteridrift	NLD	x	03.06.1999
Technor	TEC		15.04.2003
RC Gruppen	RCG	x	30.03.1998
Choice Hotels Scandinavia	CHS	x	27.04.1998
Prosafe	PRS		20.03.2003
Indre Sogn Sparebank	ISSG	x	29.01.1999
Hydralift	HYD	x	22.10.1998
SuperOffice	SUO		01.04.2003
Mosvold Shipping Ltd.	MSL		03.02.2000
Scana Industrier	SCI		11.04.2006
Sparebanken Rana	RANG	x	01.02.1999
Visma	VIS		16.02.2001
Fesil	FSL		27.04.2005
A-pressen	APR	x	09.04.2001
Jinhui Shipping and Transport	JIN		10.03.2005

x – annonserer initiering av utbytte for første gang etter børsnotering.

Utvalg av selskaper som annonserer en utelatelse av utbytte.

Selskap	Ticker		Annonseringsdato
Aktiv Kapital	AIK	x	08.05.2000
Blom	BLO		13.04.1999
Norsk Vekst	NOV		25.03.2002
Stolt-Nielsen	SNI		01.04.2004
Unitor	UTO		24.05.2000
Tandberg	TAA	x	26.03.2003
Domstein	DOM	x	12.05.2003
Olav Thon Eiendomsselskap	OLT		27.03.2001
Kongsberg Gruppen	KOG		26.04.2001
Ugland Nordic Shipping	UNS	x	15.03.2001
Ementor	EME		08.03.2000
Leif Høegh & Co	LHO		04.04.2000
Kværner	KVI		20.04.1999
Kverneland	KVE		06.04.2001
Hafslund	HNA		14.04.2003
HG	HAG	x	19.02.2002
Hardanger Sunnhordlandske	TIDE		12.05.2000
Fosen Trafikklag	FOS		18.04.2005
DNO	DNO		22.05.2006
Braathens	BRA		12.05.1999
Borgestad	BOR		23.05.2003
Benor Tankers	BET	x	02.07.1999
EDB Business Partner	EDBASA	x	07.03.2001
Eltek	ELT		22.03.2002
Otrum	OTR	x	26.04.2001
Profdoc	PRO		10.04.2006
Luxo	LUX		25.04.2002
Natural	NTL		10.03.2006
Kitron	KIT	x	06.04.2001
VMetro	VME		26.04.2001
Hjellegjerde	HJE	x	16.04.1999
RC Gruppen	RCG	x	11.05.2000
Choice Hotels Scandinavia	CHS		03.05.2001
I.M. Skaugen	IMSK		16.02.2006
Aker Maritime	AMA		11.04.2000
P4 Radio Hele Norge	PFI		10.04.2003
Hydralift	HYD		02.05.2001
SPCS-Gruppen	SPC	x	18.04.2001
Mosvold Shipping Ltd.	MSL	x	09.04.2001
Scana Industrier	SCI		27.04.2001
Totens Sparebank	TOTG		06.02.2002
Fesil	FSL	x	28.04.1998
A-pressen	APR	x	12.04.2002
Nera	NER		27.04.1999
Avantor	AVA		03.04.1998
Klippen Invest	KLI		24.04.2001
Steen & Strøm	SST		24.05.2002
Gresvig	GRE		27.04.2006

x – annonserer utelatelse av utbytte for første gang etter børsnotering.