

Ekstraordinære Utbytter og Kortsiktig Meravkastning

-En empirisk studie av signaliserings- og skatteeffekter

Ali Gåsdal Jeng og Asbjørn Valderhaug

Veileder: Per Østberg

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Finansiell økonomi

Veileder: Assistant Professor Per Østberg

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Studien tar for seg kortsiktig meravkastning i forbindelse med annonseringer av ekstraordinære utbytter i det norske aksjemarkedet. Vi har benyttet oss av eventstudie- og annen analysemetodikk, og har tatt for oss datamateriale for perioden 1999-2007. I tillegg til å studere effektene av ekstraordinære utbytter generelt, har vi tatt for oss konsekvenser av skattereformen av 2006 spesielt.

Vi finner at annonseringene historisk har forårsaket en positiv kortsiktig meravkastning på rundt 6%. Resultatene er statistisk signifikante, både for visse enkelt dager i utfallsrommet, og kumulativt. Dette knyttes i første rekke til signaliserings-, og agent-prinsipalteori. Etter innføringen av den nye skattereformen i 2006, finner vi derimot at markedets reaksjon på annonseringene har blitt langt mindre positiv. En av våre analyser tyder sågar på at meravkastningen i forbindelse med ekstraordinære utbytter nå er negativ. Forskjellen i meravkastning under de to skatteregimene er statistisk signifikant, både på selve annonseringsdagen og kumulativt i perioden etter denne. Resultatet er interessant, da tidligere amerikanske studier konkluderer med at skatteeffekten er av mindre viktighet. Vi forklarer hovedsakelig resultatet med at det overføres verdier til skattemyndighetene når det utbetales ekstraordinære utbytter.

Vi finner også en markant reduksjon i bruken av ekstraordinære utbytter i forbindelse med den nye skatteloven. Selv om vi må regne med at dette delvis skyldes midlertidige tilpasninger, er det også plausibelt at selskapene i større grad velger alternative metoder for utbetalinger til aksjonærene. Videre observerer vi at de ekstraordinære utbyttene i gjennomsnitt har blitt markant større etter 2006. Dette forklarer vi først og fremst med at det ikke eksisterer gode alternativer når selskapene ønsker å utbetale store mengder kapital til aksjonærene over en kort periode. I tillegg har de utbetalende selskapene gjennomsnittlig blitt større, og kan dermed utbetale større utbytter innenfor skjermingsfradraget.

Resultatene impliserer at selskaper bør vurdere andre metoder for å gjennomføre utbetalinger til sine aksjonærer, etter innføringen av skattereformen. For investorer betyr resultatene at en kortsiktig strategi med kjøp av aksjer i det et ekstraordinært utbytte blir annonsert, som før 2006 ville gitt en gjennomsnittlig meravkastning på nærmere 5%, ikke lenger vil være lønnsom. Også myndighetene bør være klar over at endringer i skattepolitikken får

konsekvenser både for hvordan selskaper benytter seg av utbytter, og hvordan de mottas av markedet.

FORORD

Denne utredningen er skrevet som avsluttende del av våre mastergrader med fordypning i finansiell økonomi. Arbeidet med masterutredningen har vært både utfordrende og faglig interessant. Det har vært svært lærerikt å anvende finansiell teori fra studiene i praksis. Samtidig har det vært spennende å gjennomføre et eventstudium, noe vi ikke har erfaring med fra tidligere.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Per Østberg, som har vært behjelpelig under hele arbeidsprosessen. Vi vil også takke Børsprosjektet ved NHH, som har hjulpet oss med å skaffe til veie datagrunnlaget til analysene våre.

Bergen, 18. juni 2009

Ali Gåsdal Jeng og Asbjørn Valderhaug

OVERSIKT OVER TABELLER OG FIGURER

Figurer

Figur 5.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1 i perioden $t=[-30,30]$

Figur 5.2 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

Figur 6.1 – Antall årlige annonseringer av ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007

Figur 6.2– Totale utbetalinger av ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007 (M NOK)

Figur 6.3 – Årlige gjennomsnitts- og medianstørrelse for ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007 (M NOK)

Figur 6.4- Antall ekstraordinære utbytter mindre enn 1 milliard NOK, før og etter 1. januar 2006, sortert etter størrelse (M NOK)

Figur 6.5 - Gjennomsnitt- og medianmarkedsverdier for selskaper som utbetalte ekstraordinære utbytter i perioden 2000 til 2007 (M NOK).

Figur 6.6 – Gjennomsnittsstørrelse på selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999 – 2007, mot utviklingen på OSEBX.

Figur 6.7 – Gjennomsnittsstørrelse på selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999 – 2007, og gjennomsnittlig selskapsstørrelse OSEBX.

Figur 6.8 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1.

Figur 6.9 - Gjennomsnittlig kumulativ meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007, metode 1.

Figur 6.10 - Gjennomsnittlig abnormal avkastning før og etter 1. Januar 2006

Figur 6.11 - Kumulativ gjennomsnittlig avkastning i fire perioder før og etter 1. Januar 2006.

Tabeller

Tabell 3.1 - Det norske skattesystemet før 2006

Tabell 3.2 - Det norske skattesystemet etter 1. januar 2006

Tabell 5.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1 i perioden $t=[-30,-2]$

Tabell 5.2 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1 i perioden $t=[-1,1]$

Tabell 5.3 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1 i perioden $[2,30]$

Tabell 5.4 - Kumulativ meravkastning i utvalgte tidsrom rundt annonseringen, metode 1.

Tabell 5.5 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

Tabell 6.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1.

Tabell 6.2 - Daglig og kumulativ gjennomsnittlig abnormal avkastning før og etter 1. Januar 2006, fra fem dager før til fem dager etter annonseringen.

INNHALDSFORTEGNELSE

1.	INNLEDNING	9
1.1	MOTIVASJON OG PROBLEMSTILLING	9
1.2	FREMGANGSMÅTE OG OPPBYGGING	10
2	BAKGRUNNSTEORI.....	12
2.1	IRRELEVANSTEOREMET.....	12
2.1.1	<i>Perfekte og komplette kapitalmarkeder.....</i>	<i>12</i>
3	MER OM SKATT	15
3.1	DE NORSKE SKATTEREFORMENE	15
3.2	DET NORSKE SKATTESYSTEMET FØR 1. JANUAR 2006	16
3.2.1	<i>Godtgjørelsesmetoden.....</i>	<i>16</i>
3.2.2	<i>RISK-metoden</i>	<i>16</i>
3.3	DET NORSKE SKATTESYSTEMET ETTER 1. JANUAR 2006.....	17
3.3.1	<i>Fritaksmetoden</i>	<i>17</i>
3.3.2	<i>Aksjonærmodellen.....</i>	<i>18</i>
3.3.3	<i>Skjermingsmetoden</i>	<i>18</i>
3.4	DET AMERIKANSKE SKATTESYSTEMET.....	19
3.4.1	<i>Ekstraordinære utbytter i USA.....</i>	<i>20</i>
3.4.2	<i>Innsikt fra DeAngelo et al. sine studier.....</i>	<i>21</i>
4	EMPIRISK METODIKK OG DATAGRUNNLAG	23
4.1	UTBETALINGER TIL SELSKAPSAKSJONÆRER.....	23
4.2	DATAGRUNNLAG	24
4.3	BEREGNING AV MERAVKASTNING.....	24
4.4	TESTING AV STATISTISK SIGNIFIKANS	25

4.5	CAPM.....	26
4.6	METODE 1 – CRUTCHLEY ET AL. (2003).....	27
4.7	METODE 2 – SANDVIK (2007).....	27
5	RESULTATER.....	28
5.1	METODE 1.....	28
5.2	METODE 2.....	32
5.3	IMPLIKASJONER AV RESULTATENE.....	34
6	KONSEKVENSER AV ENDRINGER I SKATTELOVEN.....	37
6.1	ANTALL EKSTRAORDINÆRE UTBYTTER.....	37
6.2	STØRRELSEN PÅ DE EKSTRAORDINÆRE UTBYTTENE.....	39
6.3	ENDRINGER I GJENNOMSnittLIG SELSKAPSVERDI.....	42
6.4	MARKEDETS HOLDNING TIL ANNONSERINGER AV EKSTRAORDINÆRT UTBYTTE.....	45
6.5	METODE 1.....	46
6.6	METODE 2.....	50
6.7	ER FORSKJELLEN I MERAVKASTNING UNDER DE TO SKATTEREGIMENE SIGNIFIKANT?.....	52
7	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON.....	56
7.1	FORSKJELLEN I MERAVKASTNING UNDER DE TO SKATTEREGIMENE.....	57
7.2	EKSTRAORDINÆRE UTBYTTER ETTER 1. JANUAR 2006.....	57
7.3	AVSLUTTENDE KOMMENTARER.....	59
7.4	VIDERE FORSKNING.....	60
8	APPENDIKS.....	64

1. INNLEDNING

1.1 Motivasjon og problemstilling

I Norge har det blitt forsket lite på annonseringer av ekstraordinære utbytter. En viktig årsak til dette kan være at det først i 1999 ble skjelnet mellom ordinære og ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs. Nå er imidlertid det akkumulerte antallet registrerte ekstraordinære utbytter relativt stort, slik at det er mulig å gjennomføre meningsfulle analyser på tallmaterialet. Dette har vi ønsket å benytte oss av i denne utredningen.

Studiet vil kunne være av interesse både for ledelsen i norske selskaper og for investorer ved Oslo Børs. Det er viktig for dem som utbetaler ekstraordinære utbytter å vite hvordan disse oppfattes av markedet. Selskapene har flere metoder tilgjengelig for å utbetale kapital til sine aksjonærer. For å oppfylle en av sine aller viktigste oppgaver, nemlig å maksimere aksjonærenes verdier, er det avgjørende å ha oversikt over om, og i så fall hvordan de ulike utbetalingsmetodene påvirker investorers verdsettelse av selskapet. Vi ønsker å belyse spørsmålet for ekstraordinære utbytter.

Det er lett å se hvordan en mulig sammenheng mellom ekstraordinære utbytter og meravkastning¹ i aksjemarkedet er av interesse for investorer. I et marked hvor fortjeneste avhenger av god informasjon, kan kunnskapen om en slik sammenheng potensielt være svært lønnsom. Vi har selv vært i kontakt med porteføljeforvaltere som har vist interesse for studiet, og gitt uttrykk for at kunnskapen rundt ekstraordinære utbytter er ufullstendig.

En hendelse gjør det spesielt interessant å studere ekstraordinære utbytter i Norge, og det er innføringen av en ny skattereform i 2006. Før 2006 var det i praksis ingen skatt på verken kapitalinntekter eller ubytte på aksjonærenes hånd, og vi hadde et balansert skattesystem. Etter 2006 ble det innført 28% skatt på aksjeinntekt. Dette gir oss muligheten til å studere

¹ Uttrykkene "meravkastning" og "abnormal avkastning" brukes gjennomgående i hele utredningen, uten at vi legger noen meningsforskjell i begrepene. Vi mener i begge tilfeller avkastning utover det forventede, i vårt tilfelle målt i forhold til en benchmark.

effekten ulike skatteregimer har på bruken av, og markedets oppfattelse av ekstraordinære utbytter. En betydelig del av denne utredningen fokuserer derfor på nettopp dette.

Vi ønsker derfor å besvare følgende to spørsmål:

1. Hvilke kortsiktige effekter har annonseringer av ekstraordinære utbytter hatt i det norske aksjemarkedet i perioden 1999 til 2007?
2. Hvilke konsekvenser har endringene i skatteloven som trådte i kraft 1. januar 2006 hatt for bruken av, og effekten av, ekstraordinære utbytter?

For å få et klarere bilde av effektene ekstraordinære utbytter har i aksjemarkedet, vil vi også diskutere bakenforliggende årsaker til disse. Vi tar utgangspunkt i Miller & Modiglianis irrelevansteorem fra 1961. Da en positiv eller negativ meravkastning i forbindelse med en utbytteannonsering medfører et brudd på teoremet, er dette et godt utgangspunkt for å belyse eventuelle årsaker til en slik meravkastning.

1.2 Fremgangsmåte og oppbygging

Studiet tar for seg 94 annonseringer av ekstraordinære dividender foretatt av 54 selskaper fra januar 1999 til desember 2007. Vi benytter oss av regresjonsanalyser for å beregne daglige og kumulative meravkastninger for hver av observasjonene i en 30-dagers periode før og etter annonseringen. Videre bruker vi disse resultatene til å beregne gjennomsnittlig abnormal avkastning for utvalget. Vi bruker standard t-testmetodikk for å beregne sannsynligheter for at eventuelle gjennomsnittlige meravkastninger ikke er tilfeldige, men representerer en signifikant trend i tallmaterialet. Vi gjør også noen andre enkle analyser for å avdekke endringer i bruken av ekstraordinære utbytter. Alle analysemetoder beskrives i senere kapitler.

Teoriene rundt markedets reaksjoner på utbytteutbetalinger er mange, og ofte ikke gjensidig utelukkende. Vi tar for oss de vi mener er mest relevante i denne sammenhengen. Vår målsetting er ikke å dekke alle de teorier som eksisterer, da dette ville gjort utredningen svært omfattende, uten nødvendigvis å tilføre mye innsikt.

I det etterfølgende kapitlet vil utredningen se på det teoretiske grunnlaget for studien, med hovedfokus på de mest anerkjente forklaringene for at det forekommer meravkastning i forbindelse med ekstraordinære utbytter. I kapittel 3 tar vi for oss skattesystemene i Norge og USA, og eksisterende forskning på skatt og ekstraordinære utbytter. I kapittel 4 beskrives datagrunnlaget for studien, og den empiriske metodikken. I kapittel 5 presenterer vi resultatene i forbindelse med del en av problemstillingen, mens kapittel 6 tar for seg del to. Til slutt oppsummerer vi resultater og konklusjoner i kapittel 7.

2 Bakgrunnsteori

For å danne en forståelse for effektene av ekstraordinære utbytter, og selskapers motivasjon for å benytte dem, gjennomgår vi i dette kapittelet relevant bakgrunnsstoff. Vi fokuserer avsnittet rundt Miller og Modiglianis irrelevansteorem fra 1961. Irrelevansteoremet er sentralt for denne utredningens problemstilling, og ligger til grunn for mye av forskningen på ekstraordinære utbytter.

2.1 Irrelevansteoremet

I 1961 viste Miller og Modigliani (1961) at et firmas dividendepolitikk i teorien ikke skal påvirke selskapets totalverdi, gitt at kapitalmarkedet er perfekt og komplett. Selskaper kan i henhold til dette teoremet kun maksimere sin verdi ved å velge optimale prosjekter, ikke ved valg av finansieringsform eller utbyttepolitikk. En positiv eller negativ meravkastning i forbindelse med annonseringer av ekstraordinære utbytter, vil representere et brudd på irrelevansteoremet. Miller og Modigliani identifiserer flere faktorer som kan forårsake et slikt brudd. Vi skal i hovedsak fokusere på asymmetrisk informasjon, irrasjonelle beslutningstakere og ikke-nøytral beskatning.

2.1.1 Perfekte og komplette kapitalmarkeder

For at et kapitalmarked skal kunne karakteriseres som perfekt, må det eksistere sterk form effisiens. Dette innebærer at markedsprisen reflekterer all informasjon i historiske pris- og omsetningsdata, all offentlig tilgjengelig informasjon, samt innsideinformasjon (Bodie et. al, 2005). En implikasjon av denne forutsetningen er at investorer i aksjemarkedet innehar den samme informasjonen om et selskap som dets ledelse, noe som vil si at det eksisterer symmetrisk informasjon.

Dersom vilkåret om symmetrisk informasjon er oppfylt, vil annonseringer av utbytte ikke inneholder ny informasjon til markedet, noe som ellers vil kunne påvirke investorenes oppfatning av aksjens verdi. Som regel vil imidlertid et selskaps ledelse ha dypere kjennskap til forhold rundt for eksempel den daglige driften og fremtidige prosjekter, enn aksjonærer

og kreditorer. Selskapsledelsen kan også inneha informasjon som de ikke kan offentliggjøre grunnet konfidensialitetsavtaler, frykt for svekket konkurransegrunnlag, eller liknende. Derfor vil denne forutsetningen ofte ikke være tilfredstilt. Tidligere studier har funnet bevis for at det forekommer meravkastning i forbindelse med annonseringer av ekstraordinære utbytter. Signaliseringshypotesen og agent-prinsippal teori søker å forklare dette fenomenet.

Signaliseringshypotesen sier at utbetalinger fra selskapets ledelse til dets aksjonærer sender positive signaler til markedet. Sudipto Bhattacharya utforsker temaet i sin artikkel *Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy* (1979). Han viser at dersom det eksisterer asymmetrisk informasjon mellom selskapet og investorer, vil utbytter fungere som signaler om forventede fremtidige kontantstrømmer. Dette innebærer at selskaper kan velge å utbetale utbytter selv i et skatteregime hvor disse beskattes høyere enn kapitalgevinst. Brickley (1983) finner bevis for at også ekstraordinære utbytter sender positive signaler om framtidige kontantstrømmer til markedet.

Agentproblemet oppstår fordi aksjonærer ikke er i stand til å observere innsatsen til selskapsledelsen direkte. De risikerer derfor at ledelsen handler i egeninteresse istedenfor å maksimere aksjonærenes verdier (Kristiansen 2007). Eksempler på dette kan for eksempel være at ledelsen velger prosjekter med høy prestisje men lav avkastning, såkalt imperiebygging, eller at de innvilger seg selv unødvendige frynsegoder.

En stor kontantbeholdning bidrar til å forsterke agentproblemet, da det gir ledelsen større spillerom til å investere i prosjekter med negativ nåverdi uten å øke konkursrisikoen. Ved å utbetale dividender reduseres kontantbeholdningen. Dette kan oppfattes positivt av investorer, og dermed øke markedets verdivurdering av selskapet (Mesquita 2005).

Irrelevansteoremet forutsetter videre at man har rasjonelle beslutningstakere. Begrepet viser i denne sammenhengen til investorene, som under nøytrale forutsetninger må være indifferente mellom utbytte og kapitalgevinster, og selskapsledelsen, som må ta optimale beslutninger gitt tilgjengelig informasjon.

Skatt på aksjeinntekt kan også medføre brudd på irrelevantsteoremet. Når verken utbytter eller kapitalgevinster beskattes, eksisterer det ingen skattefordeler- eller ulemper i forbindelse med dividendeutbetalinger. Skulle derimot kapitalgevinster og utbytter beskattes ulikt, kan firmaets valg være av betydning for verdsettelsen av selskapet. Er for eksempel skatten på dividender høyere enn skatten på kapitalgevinster, kan det være gunstig å

gjennomføre tilbakekjøp fremfor å utbetale utbytter, da dette vil tilføre selskapets aksjonærer større totalverdi. Følgelig vil man forvente at investorer verdsetter selskaper som utbetaler utbytter lavere enn selskaper som ikke gjør det, alt annet likt (Miller og Modigliani 1961).

Så lenge skatten på utbytte og kapitalgevinst er ulik null, er det vanskelig å oppnå et helt balansert skattesystem. For det første har investorer muligheten til å utsette betalingen av skatt ved aksjegevinst til denne realiseres, mens skatt på dividender må betales umiddelbart. Dette innebærer en potensiell reduksjon av nåverdien av skatten. I tillegg kan gevinster ved salg av en aksje føres mot tap ved salg av en annen, slik at det kun betales skatt av den samlede gevinsten i en periode etter at alle realiserte tap er trukket fra. Totalt sett vil altså skatt på aksjeinntekter ofte gjøre det mindre attraktivt for investorer å få utbetalinger i form av utbytte enn realisering av aksjegevinst, for eksempel gjennom tilbakekjøpsprogrammer.

3 Mer om skatt

En av hovedårsakene til at det er interessant å studere ekstraordinære utbytter i Norge, er at det i 2006 ble gjennomført en skattereform som endret beskatningen av aksjeinntekt vesentlig. Dette gir en unik mulighet til å studere effekten ulike skattesystemer har på ekstraordinære utbytter direkte. I det etterfølgende vil vi redegjøre for motivasjonen bak de norske skattereformene, og hovedelementene i skattesystemet før og etter 1. januar 2006.

3.1 De norske skattereformene

I løpet av de to siste tiår har Norge hatt to skattereformer; reformen av 1992 og reformen av 2006. Dessuten innførte Stoltenberg-regjeringen en midlertidig utbytteskatt i 2001 på 11%, som Bondevik-regjeringen fjernet i 2002.

Skattereformen av 1992 hadde som formål å avvikle de til dels store tilpasningsmulighetene for personlige skatteyttere som eksisterte før dette. Samtidig vokste imidlertid den marginale satsforskjellen på arbeidsinntekter og utbytter markant etter 1992. (Hanssen 2008). I 2004 var høyeste marginalsattesats på arbeidsinntekt 55,3% eksklusiv arbeidsgiveravgift og 64,7% inklusiv arbeidsgiveravgift, mens aksjeinntekter i realiteten kun ble beskattet på selskapets hånd, med 28%.

Den store satsforskjellen gav sterke incentiver til å omdanne reell arbeidsinntekt til utbytte, og reformen skapte et utilsiktet nytt smutthull i skattesystemet ved at mange kanaliserte sine arbeidsinntekter via egne aksjeselskaper: Etter at inntekten var blitt beskattet på selskapets hånd, ble den utbetalt som skattefritt aksjeutbytte. Særlig eiere som arbeidet i egen virksomhet hadde mulighet til å foreta inntektsskifting. Dette smutthullet var en av hovedårsakene til at den nye skattereform ble innført i 2006².

² <http://www.regjeringen.no>

3.2 Det norske skattesystemet før 1. januar 2006

3.2.1 Godtgjørelsesmetoden

Både før og etter skattereformen var selskapsskatten 28%. Før 2006 var i tillegg den delen av overskuddet som ble utdelt til aksjonærene som utbytte skattepliktig på aksjonærenes hånd. Ved å gi aksjonærene et skattefradrag, godtgjørelsesbeløpet, ble imidlertid disse avlastet for utbytteskatten. Godtgjørelsesbeløpet var, i likhet med utbytteskatten, på 28%. Dermed slapp aksjonærene i realiteten å betale inntektsskatt for det utdelte overskuddet.

3.2.2 RISK-metoden

For å unngå dobbeltbeskatning av kapitalgevinst, hadde man RISK-metoden (Regulering av Inngangsverdi med Skatlagt Kapital). Denne innebar at det ble tatt hensyn til endring i skatlagt kapital i selskapet ved beregning av gevinst på aksjer. Dette skjedde ved at inngangsverdien på aksjene i selskapet ble regulert opp med netto økning, eventuelt regulert ned med netto reduksjon, av selskapets tilbakeholdte skatlagte kapital i løpet av eiertiden. I denne beregningen kunne det også gjøres fradrag for omkostninger ved ervervet og realisasjonen av aksjene. I praksis ble inngangsverdien av en aksje justert for selskapets tilbakeholdte, skatlagte overskudd 1. januar hvert år. Effekten av RISK-regulering og godtgjørelsesmetoden er vist i tabell 3.1 nedenfor.

Tabell 3.1 Det norske skattesystemet før 2006

Tabellen viser beskatningen av aksjeinntekt før innføringen av 2006-reformen.

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultater før skatt	100	100
Skatt selskapet betaler	28 %	28 %
Resultater etter skatt	72	72
Til aksjonærer	72	72
Personskatt	28 %	28 %
Godtgjørelse	28 %	
RISK-justering		28 %
Utdelt etter personlig beskatning	72	72

Både utbytte og kapitalgevinst var i praksis altså skattefrie på aksjonærs hånd før 2006. Man hadde et nøytralt skattesystem der man skulle kunne forvente at aksjonærer var indifferente mellom kapitalgevinst og utbytte. Det norske skattesystemet før 2006 lot dermed ikke til å bryte med Miller og Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem (Brudvik 2006).

3.3 Det norske skattesystemet etter 1. januar 2006

1.januar 2006 trådte den nye skattereformen i kraft, noe som betydde slutten for RISK- og godtgjørelsesmetodene. Denne har fjernet incentivet til å omgjøre arbeidsinntekt til kapitalinntekt, og slik langt på vei lykkes med å tette det tidligere nevnte smutthullet som skattereformen av 1992 skapte. Aksjeinntekt utover en begrenset skattefri avkastning har nå blitt skattepliktig for personlige skattytere. I dag er det 28% skatt både på selskapsoverskudd, og på utbytte og kapitalgevinster. Dette innebærer at vi har et klassisk skattesystem med dobbel beskatning av aksjeinntekt. Viktige elementer i den nye skattelovgivningen er fritaksmetoden, aksjonærmodellen og skjermingsmetoden.

3.3.1 Fritaksmetoden

Fritaksmetoden omhandler beskatning av aksjeinntekt for selskapsaksjonærer. Et selskap som eier aksjer i et annet selskap, slipper med visse unntak å betale skatt på utbytte og gevinster fra disse aksjene. Tap ved realisering av aksjene er naturlig nok heller ikke fradragsberettiget. Fritaksmetoden ble iverksatt for å unngå at aksjeinntekter skulle bli skattlagt flere ganger i en eierkjede av selskaper, noe som igjen skal forbedre kapitalmobiliteten.³

³ <http://www.bedin.no>

3.3.2 Aksjonærmodellen

Aksjonærmodellen gjelder for fysiske personer som er bosatt i Norge og har eierandeler i norske eller utenlandske selskap. Denne sier at utbytter og kapitalgevinster som overstiger det såkalte skjermingsfradraget (se neste avsnitt), skal beskattes fullt ut som alminnelig inntekt på aksjonærs hånd, med 28%⁴.

3.3.3 Skjermingsmetoden

Skjermingsmetoden skal sørge for at en aksjeinvesteringens sikre alternativavkastning ikke blir skattlagt. Det overskytende, gjerne betegnet som renprofitt, kan skattlegges uten at investeringenes nivå og sammensetning påvirkes. Skjermingsfradraget sikrer dermed at samfunnsøkonomisk lønnsomme investeringer ikke blir privatøkonomisk ulønnsomme⁵.

Metoden angir et såkalt skjermingsfradrag, og all aksjeinntekt innenfor dette er skattefritt for aksjonæren. Årlig fastsettes en skjermingsrente basert på et aritmetisk gjennomsnitt av observert rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid. I 2007 ble skjermingsrenten satt til 4,6 % før skatt. Skjermingsfradraget beregnes som skjermingsrenten multiplisert med skjermingsgrunnlaget for den enkelte aksje. Skjermingsgrunnlaget svarer i utgangspunktet til aksjens kostpris pluss omkostninger ved ervervet av aksjen. I tillegg inngår ubenyttet skjerming fra tidligere år, samt aktiveringspliktige kostnader aksjonæren har hatt i forbindelse med aksjen. Fremføringsadgangen for ubenyttede skjermingsfradrag bortfaller når aksjen selges, og ubenyttet skjermingsfradrag for en aksje kan ikke avregnes mot aksjeinntekt fra andre aksjer.⁶

Konsekvensene av det norske skattesystemet etter 1. januar 2006 er gjengitt i tabell 3.2 på neste side.

⁴ <http://www.nho.no>

⁵ <http://www.skatteetaten.no>

⁶ www.pwc.com

Tabell 3.2 Det norske skattesystemet etter 1. januar 2006

Tabellen viser beskatningen av aksjeinntekt etter innføringen av 2006- reformen

	Utbytte	Kapitalgevinst
Resultater før skatt	100	100
Skatt selskapet betaler	28%	28%
Resultater etter skatt	72	72
Til aksjonærer	72	72
Personskatt	28%	28%
Skjermingsfradrag	Skjermingsgrunnlag * rente	Skjermingsgrunnlag * rente
Utdelt etter personlig beskatning	51,84 + Skjermingsfradrag	51,84 * Skjermingsfradrag

Før 1. januar 2006 satt investorer igjen med 72 kroner etter skatt per 100 kroner selskapsfortjeneste. Etter 1.januar 2006 sitter investorer kun igjen med 51,84 kroner, pluss det relativt begrensede skjermingsgrunnlaget. Det norske skattesystemet har dermed blitt mindre aksjonærvennlig etter at aksjonærmodellen ble innført.

Ut fra tabell 3.2 kan det se ut som det norske skattesystemet er nøytralt. Som nevnt tidligere kan imidlertid investorer redusere den effektive skattesatsen ved å realisere aksjegevinster og aksjetap samtidig. I tillegg kan beskatningen av kapitalgevinst utsettes til denne realiseres, mens en må skatte umiddelbart på mottatt utbytte. Nåverdien av skatt på utbytter vil derfor ofte være høyere enn for kapitalgevinster, noe som kan påvirke investorers preferanser.

3.4 Det amerikanske skattesystemet

Da vi senere skal sammenligne resultatene fra vår empiriske studie med tilsvarende amerikansk forskning, vil vi kort gjennomgå utviklingen i det amerikanske skattesystemet. Deretter vil vi gjengi relevante resultater fra artikkelen ”Special dividends and the evolution of dividend signaling”, av DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2000), som tar for seg ekstraordinære utbytter i USA. Denne danner utgangspunktet for vår egen empiriske studie for Norge.

I USA benytter man seg av det klassiske skattesystemet, hvor selskapenes overskudd beskattes både på selskapenes hånd, i form av skatt på fortjeneste, og på aksjonærenes hånd, i form av skatt på utbytte og aksjegevinst. Det amerikanske skattesystemet har gjennomgått en transformasjon fra et system som favoriserte kapitalgevinster, til et mer balansert system.

Før innføringen av the Tax Reform Act (TRA) i 1986, betalte personlige aksjonærer som hadde eierskap i et aksjeselskap lavere skatt på kapitalgevinst (20%) enn på dividender (50%), gitt at de hadde eid aksjen i minst seks måneder. Det var derfor fordelaktig for aksjonærene om selskapene valgte tilbakekjøp fremfor utbytte. Den viktigste endringen i forbindelse med TRA, var å innføre lik skatt på vanlig inntekt (inkludert dividender) og kapitalgevinst.

I 1992 ble det gjort endringer som igjen favoriserte kapitalgevinst fremfor utbytte. I 2003 innførte man imidlertid en ny skattereform, "The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003", som gjeninnførte like skattesatser på dividender og kapitalgevinster. Selskapsskatten var både før og etter 2003 på 35%. Før 2003 var det 30% skatt på utbytte, og 20% på kapitalgevinst. Etter 2003 ble begge endret til 15%.

3.4.1 Ekstraordinære utbytter i USA

DeAngelo, DeAngelo og Skinner (2000) studerer i sin artikkel "Special dividends and the evolution of dividend signaling" utviklingen i bruken av ekstraordinære utbytter for selskaper registrert ved New York Stock Exchange. De finner at det tidligere var svært vanlig å utbetale ekstraordinære utbytter, men at de gradvis har blitt nesten helt borte i løpet av de siste 40 - 45 årene. Mens 45,8% av alle selskaper som utbetalte utbytte i 1950 utbetalte minst ett ekstraordinært utbytte, falt dette tallet til 1,4% i 1995.

Funnene til DeAngelo et al. er overraskende. Da skattesystemet i USA over tid har blitt mer utbyttevennlig, ville man forvente at ekstraordinære utbytter skulle ta over en større del av de totale utbetalingene til aksjonærene, til fordel for tilbakekjøp. Isteden observerer man en diametralsk motsatt trend.

DeAngelo et al. argumenterer imidlertid for at endringer i skattelovgivningen har lite med denne utviklingen å gjøre. De viser at det ikke har forekommet noen signifikant endring i bruken av ekstraordinære utbytter i tiden rundt innføringen av the Tax Reform Act i 1986, eller noen av de andre endringene i skattelovgivningen. Nedgangen i frekvensen av ekstraordinære utbytter har skjedd gradvis over mange år, og ikke i løpet av en kort periode, slik en skulle forvente dersom det forekom et slikt kausalitetsforhold. Dessuten har man ikke observert en tilsvarende reduksjon i bruken av vanlige utbytter, slik man ville sett dersom

beskatning, som påvirker disse to utbetalingsformene likt, var årsaken til reduksjonen. Videre hevder DeAngelo et al. at man burde observere en korrelasjon mellom nedgangen i bruken av ekstraordinære utbytter og oppgangen i bruken av tilbakekjøp. En slik korrelasjon har i liten grad forekommet.

Utbytter er kun nyttige signalbærere for selskapsledelsen når de sender klare signaler til aksjonærene. Tidligere var mange amerikanske selskapers ekstraordinære utbytteutbetalinger nesten like forutsigbare som de ordinære utbytteutbetalingene. Studien konkluderer med at dette førte til en redefinering av ekstraordinære utbytter som vanlige utbytter. De to utbetalingsmetodene ble oppfattet som nærmest identiske substitutter, noe som medførte at de tapte evnen til å formidle ulike signaler. Dermed falt hensikten med å definere utbytter som ekstraordinære bort.

Videre finner DeAngelo et al. at de eneste ekstraordinære utbyttene som har overlevd, og som faktisk har blitt vanligere, er de som defineres som unormalt store. Disse utbyttene, som utgjør 5% - 10% av selskapets aksjeverdi, vekker oppmerksomhet i seg selv rett og slett ved å være store. Dette hevder forfatterne medfører at de differensierer seg fra ordinære utbytter, og derfor kan sende entydige signaler til aksjemarkedet. DeAngelo et al. mener derfor at dette er med på å underbygge hypotesen om at fallet i bruken av ekstraordinære utbytter av normal størrelse kommer av deres manglende evne til å gi klare signaler.

3.4.2 Innsikt fra DeAngelo et al. sine studier

Dagens amerikanske skattesystem deler som vi har sett mange likhetstrekk med dagens norske system. Som beskrevet i gjennomgangen av den norske skattereformen, innebærer dette at man har et delvis ubalansert system, på tross av at skattesatsene på utbytte og kapitalgevinst er like. Det amerikanske skattesystemet har imidlertid gjennomgått en prosess mot et mer balansert skattesystem, mens det norske, ved skattereformen i 2006, har blitt mindre balansert.

Hovedinnsikten fra studiene til DeAngelo et al. er imidlertid at skattesystemet har liten eller ingen innvirkning på amerikanske investorers preferanser i valget mellom utbytter og kapitalgevinst. Signaliseringseffekten later til å være en langt viktigere faktor.

Under forutsetning av at norske og amerikanske investorer responderer likt til skatte- og signaliseringsincentiver, skulle dette innebære at man heller ikke i Norge kan forvente å se noen signifikant forskjell mellom effekten av ekstraordinære utbytter på selskapers aksjekurs før og etter 2006-reformen.

Dersom dette stemmer er det av interesse for ledelsen i aksjeselskaper, som i mindre grad vil behøve å ta hensyn til skatteeffekter ved valget mellom de ulike utbetalingsformene til sine aksjonærer, og isteden kan fokusere på de ulike signaleffektene. Videre vil det ha konsekvenser for skattemyndighetene, som i mindre grad behøver å ta hensyn til balansering av skattesystemet ved fremtidige skattereformer.

4 Empirisk metodikk og datagrunnlag

Vi baserer våre analyser på metodikk fra to tidligere studier av meravkastning i forbindelse med utbytteutbetalinger. Når vi senere sammenligner resultatene våre med resultater fra disse studiene, føler vi oss dermed trygge på at eventuelle forskjeller i resultatene ikke skyldes ulik metodebruk. Den første metoden er hentet fra den amerikanske studien av ekstraordinære utbytter: "Special Dividends, What Do They Tell Investors About Future Performance" av Crutchley, Hudson, Jensen og Marshall (2003). Den andre metoden er hentet fra den norske masterutredningen "Styring av aksjonærverdi - effekter av skatter og informasjonsasymmetri ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge og USA" av Sandvik (2007).

4.1 Utbetalinger til selskapsaksjonærer

Et selskaps ledelse kan i utgangspunktet benytte seg av tre metoder for å utbetale kapital som de ikke ønsker å reinvestere i selskapet. Disse er ordinære utbytter, ekstraordinære utbytter og tilbakekjøp. Et selskaps utbyttepolitikk vil si dets valg av fremgangsmåte, og størrelse, på utbetalingene.

Et utbytte, eller dividende, er en utdeling av et selskaps aktiva til dets aksjonærer, vanligvis i form av kontanter. Den mest vanlige formen for ordinære utbytter er faste utbetalinger til aksjonærene en gang i kvartalet. Datoen som en investor må eie aksjen på for å være berettiget til å motta det erklærte utbyttet kalles *ex*-utbyttedato (Louge 1984). Ekstraordinære utbytter er ikke-periodiske utbytteutbetalinger. Tilbakekjøp innebærer at selskapet kjøper tilbake tidligere emitterte aksjer fra sine aksjonærer. Dette reduserer antallet utestående aksjer, noe som gir de resterende aksjonærene et større prosentvis eierskap i selskapet og fører til at aksjene deres stiger i verdi.

4.2 Datagrunnlag

For å besvare spørsmålene fra problemstillingen har vi tatt for oss norske børsnoterte selskapers annonseringer av ekstraordinære utbytter mellom januar 1999 og desember 2007. Vi definerer ekstraordinære utbytter som utbetalinger fra et selskap til dets aksjonærer, kategorisert som ekstraordinære av Oslo Børs. Vi definerer annonseringsdatoen som den dagen informasjonen om det ekstraordinære utbyttet først blir gjort tilgjengelig på Newsweb. Kun observasjoner hvor det eksisterer minst 30 dager med sammenhengende kursdata før og etter annonseringen, som utgjør *eventvinduet*, er inkludert. Dessuten må det eksisterer minst 126 sammenhengende dager med kursdata innen en ettårsperiode rundt annonseringen, hvor eventvinduet ikke er medregnet. Dette *estimeringsvinduet* brukes til å danne avkastningsbenchmark.

Datamaterialet har vi hentet fra Børsprosjektet ved NHH. Vi har selv funnet annonseringsdatoene for de ekstraordinære utbyttene ved å lete disse opp på Newsweb. For perioden januar 1999 til desember 2007 er det registrert 94 annonseringer, fra til sammen 54 selskaper, som oppfyller kriteriene.

For å beregne meravkastning har vi benyttet oss av daglige aksjeprisnoteringer (adjusted close price). Dette er i tråd med anbefalingene til Watts (1973), som påviser at dette minsker effekten av støy.

4.3 Beregning av meravkastning

Vi beregner meravkastningen AR_t (Abnormal Return) for alle datoer f.o.m. 30 dager før t.o.m. 30 dager etter annonseringen. Vi beregner også gjennomsnittlig meravkastning over alle selskapene, AAR_t (Average Abnormal Return), på hvert tidspunkt t i den samme perioden:

$$AAR_t = (1/N) \sum_i (AR_{t,i}) \quad t = [-30, 30] \text{ og } i = 1, 2, \dots$$

Videre beregner vi den kumulative meravkastningen for hvert av selskapene, CAR (Cumulative Abnormal Return). CAR_t er summen av alle abnormale avkastninger for et selskap fra begynnelsen av eventvinduet til dag t .

$$CAR_t = \sum_{j=1}^t (AR_{t1+j})$$

For å studere den gjennomsnittlige meravkastningen over tid, beregner vi den kumulative gjennomsnittlige meravkastningen over alle selskapene, CAAR_t:

$$CAAR_t = (1/N) \sum_i (CAR_{t,i}) \quad t = [-30, 30] \text{ og } i = 1, 2,$$

(Shapiro 2004)

Nullhypotesene som testes er at (1) den gjennomsnittlige meravkastningen og (2) den kumulative gjennomsnittlige meravkastningen på alle tidspunkt t rundt annonseringer av ekstraordinære utbytter er lik null.

4.4 Testing av statistisk signifikans

Vi benytter oss av standard t-fordeling for å teste nullhypotesene. Dette gir i følge Brown og Warner (1985) gode resultater selv om spesielle karakteristika ved daglige data ikke tas hensyn til. Testene vi gjør er tosidige. T-verdiene beregnes på følgende måte:

$$T = (x - \mu) / (s(x)) \quad \text{der } s(x) = s/n^{1/2}$$

x: Observert gjennomsnittlig avkastning
 μ: Forv. verdi (nullhypoteseverdi = 0)
 s: Observert standardavvik
 n: Antall observasjoner
 v = n-1: Antall frihetsgrader

(Keller og Warrack, 2003)

For å undersøke forskjellen i meravkastninger før og etter skattereformen, vil vi benytte en uavhengig t-test for ulike utvalgsstørrelser. T-verdiene beregnes på følgende måte:

$$T = (x_1 - x_2) / s(x_1 - x_2) \quad \text{der } s(x_1 - x_2) = \sqrt{((v_1/n_1) + (v_2/n_2))}$$

x₁ = Gjennomsnittsavkastning gruppe 1
 x₂ = Gjennomsnittsavkastning gruppe 2

v_1 = Varians gruppe 1

v_2 = Varians gruppe 2

n_1 = Antall observasjoner gruppe 1

n_2 = Antall observasjoner gruppe 2

(Keller og Warrack, 2003)

4.5 CAPM

Ikenberry et al. (1995) sier at valg av benchmark-modell av mindre betydning når meravkastning måles over korte perioder, og vi benytter i hele studien den veletablerte kapitalverdimodellen. CAPM viser at en aksjes forventede avkastning tilsvarende risikofri rente, pluss en risikopremie. Risikopremien bestemmes av dens risikobidrag til investorens totale portefølje. Systematisk risiko, beta, måler den udiversifiserbare risikoen, og er et mål på aksjens samvariasjon med markedets avkastning.

$E(R_{iT})$ = Risikofri rente + aksjens risikopremie

$$E(R_{iT}) = R_f + [E(R_M) - R_f] \times \beta_j \quad \beta_j = \text{Cov}(R_{iT}, R_M) / \sigma_M^2$$

$E(R_{iT})$: Forventet avkastning for aksje i på tidspunkt t

R_f : Risikofri rente

$E(R_M)$: Forventet avkastning for markedsporteføljen

β_j : Aksjens betaverdi, eller samvariasjon med markedets avkastning

(Boye & Koekebakker, 2006)

4.6 Metode 1 – Crutchley et al. (2003)

Vi definerer en aksjes abnormale avkastning på tidspunkt t , AR_t , som differansen mellom dens faktiske avkastningen og den forventede avkastningen på tidspunkt t gitt av CAPM. Ved å gjøre regresjoner på aksjens avkastning og markedets avkastning (OSEBX), estimerer vi verdier for β_j .⁷

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{iT}) \quad \text{der} \quad R_{it} = \text{Selskapets faktiske avkastning på tidspunkt } t$$

4.7 Metode 2 – Sandvik (2007)

Den abnormale avkastningen settes lik differansen mellom aksjens og OSEBXs avkastning på tidspunkt t :

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

$AR_{t,j}$ = Abnormal avkastning for aksje j på dag t

$R_{t,j}$ = Aksje j sin avkastning på dag t

$OSEBX_t$ = OSEBX sin avkastning på dag t

⁷ Tremåneders NIBOR benyttes som risikofri rente.

5 Resultater

Vi vil nå presentere resultatene av de empiriske analysene vi har gjennomført. I dette kapittelet fokuserer vi på den første delen av problemstillingen, hvor vi ønsker å analysere ekstraordinære utbytter i hele perioden fra 1999 til 2007. I gjennomgangen av resultatene deler vi inn eventvinduet i tre deler: Perioden før annonseringen (dag -30 til -2), annonseringsperioden (dag -1 til 1) og perioden etter annonseringen (dag 2 til 30).

5.1 Metode 1

Tabell 5.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1, i perioden $t=[-30,-2]$

Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastning, med tilhørende t-verdi, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Meravkastningene er målt fra 30 til 2 dager før annonseringen.

Dag	AAR _t	T-verdi	CAAR _t	T-verdi
Dag -30	-0,38 %	-2,01	-0,37 %	-2,00
Dag -29	0,17 %	0,49	-0,20 %	-0,52
Dag -28	-0,06 %	-0,14	-0,26 %	-0,60
Dag -27	-0,12 %	-0,48	-0,38 %	-0,70
Dag -26	-0,37 %	-1,19	-0,74 %	-1,44
Dag -25	0,33 %	1,25	-0,41 %	-0,70
Dag -24	0,27 %	1,43	-0,14 %	-0,22
Dag -23	-0,23 %	-1,06	-0,37 %	-0,59
Dag -22	-0,04 %	-0,19	-0,40 %	-0,65
Dag -21	-0,41 %	-2,12	-0,81 %	-1,27
Dag -20	-0,30 %	-1,33	-1,10 %	-1,72
Dag -19	0,59 %	1,79	-0,52 %	-0,74
Dag -18	0,13 %	0,54	-0,40 %	-0,55
Dag -17	-0,03 %	-0,16	-0,43 %	-0,62
Dag -16	-0,14 %	-0,58	-0,56 %	-0,74
Dag -15	0,03 %	0,09	-0,53 %	-0,65
Dag -14	0,10 %	0,46	-0,43 %	-0,50
Dag -13	0,24 %	1,18	-0,19 %	-0,22
Dag -12	-0,05 %	-0,17	-0,24 %	-0,26
Dag -11	-0,08 %	-0,22	-0,32 %	-0,36
Dag -10	0,02 %	0,10	-0,30 %	-0,34
Dag -9	-0,02 %	-0,10	-0,32 %	-0,34
Dag -8	0,69 %	2,13	0,37 %	0,37
Dag -7	0,14 %	0,78	0,50 %	0,48
Dag -6	-0,17 %	-0,69	0,34 %	0,33
Dag -5	0,03 %	0,19	0,37 %	0,36
Dag -4	0,46 %	2,25	0,83 %	0,81
Dag -3	-0,23 %	-0,41	0,60 %	0,57
Dag -2	-0,38 %	-1,10	0,21 %	0,203496

I perioden fra 30 dager til 2 dager før annonseringen, finner vi to dager med signifikant positiv meravkastning på 5% nivå; dag -8 og dag -4⁸. Dette kan tyde på at det forekommer lekkasjer til markedet av nyheten om at selskapene skal annonsere ekstraordinære utbytter, og at dette er nyheter investorene verdsetter. Resultatene kan imidlertid også komme av tilfeldigheter.

Den kumulative gjennomsnittlige abnormale avkastningen i perioden, CAAR, er på 0,21%. P-verdien er 83,91%. Vi forkaster derfor ikke nullhypotesen om at den kumulative avkastningen er lik null for perioden. Dette styrker inntrykket av at de signifikante meravkastningene vi fant på enkelte dager i tidsrommet kan være tilfeldige.

Tabell 5.2 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1, i perioden t=[-1,1]

Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastning, med tilhørende t-verdi, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Meravkastningene er målt fra 1 dag før til 1 dag etter annonseringen.

Dag	AARt	T-verdi	CAARt	T-verdi
Dag -1	0,05 %	0,19	0,05 %	0,19
Dag 0	1,24 %	3,67	1,29 %	2,96
Dag 1	0,30 %	1,27	1,59 %	3,33

I perioden en dag før til en dag etter annonseringen, ser vi at selve annonseringsdagen har en signifikant positiv gjennomsnittlig meravkastning på 1.24%. Denne har også den største t-verdien i hele utvalget, på 3,67. Dette tolker vi som et klart bevis på at investorer oppfatter annonseringer av ekstraordinære utbytter positivt.

Den kumulative abnormale gjennomsnittlige avkastningen fra dagen før til dagen etter annonseringen av det ekstraordinære utbyttet, CAAR, er på 1,59%. Med en t-verdi på 3,33 og en p-verdi på 0,12%, forkaster vi nullhypotesen som sier at den kumulative abnormale avkastningen er lik null.

⁸ Vi ser bort fra de negative signifikante resultatene på dag -30 og -21, da disse ikke kan forklares a priori.

Tabell 5.3 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1, i perioden $t = [2,30]$

Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastning, med tilhørende t-verdi, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Meravkastningene er målt fra dag 2 til dag 30 etter annonseringen.

Dag	AAR _t	T-verdi	CAAR _t	T - verdi
Dag 2	0,13 %	0,54	0,13 %	0,54
Dag 3	0,52 %	2,30	0,65 %	2,04
Dag 4	0,20 %	0,81	0,85 %	2,16
Dag 5	0,80 %	0,91	1,64 %	1,74
Dag 6	0,19 %	1,02	1,84 %	1,95
Dag 7	0,31 %	1,37	2,15 %	2,25
Dag 8	-1,02 %	-1,04	1,14 %	2,04
Dag 9	0,07 %	0,36	1,21 %	2,05
Dag 10	0,25 %	0,39	1,46 %	1,90
Dag 11	0,13 %	0,31	1,59 %	1,94
Dag 12	0,44 %	0,74	2,03 %	2,15
Dag 13	0,01 %	0,01	2,03 %	2,22
Dag 14	-0,04 %	-0,22	2,00 %	2,29
Dag 15	-0,36 %	-0,61	1,63 %	1,90
Dag 16	0,19 %	0,63	1,82 %	2,11
Dag 17	-0,33 %	-0,74	1,49 %	1,64
Dag 18	0,29 %	0,88	1,78 %	1,74
Dag 19	0,25 %	1,05	2,03 %	1,90
Dag 20	-0,33 %	-1,62	1,70 %	1,56
Dag 21	-0,05 %	-0,24	1,64 %	1,54
Dag 22	0,22 %	1,03	1,86 %	1,72
Dag 23	-0,31 %	-1,52	1,56 %	1,38
Dag 24	-0,08 %	-0,51	1,48 %	1,31
Dag 25	-0,13 %	-0,67	1,35 %	1,22
Dag 26	-0,07 %	-0,30	1,28 %	1,10
Dag 27	0,39 %	1,81	1,65 %	1,42
Dag 28	-0,26 %	-0,91	1,40 %	1,29
Dag 29	0,19 %	0,91	1,57 %	1,41
Dag 30	0,24 %	1,01	1,79 %	1,62

I den 29 dager lange perioden som begynner på dag to etter annonseringen, har dag 3 en positiv abnormal gjennomsnittlig avkastning som er statistisk signifikant på 5% nivå. AAR er 0,52%.

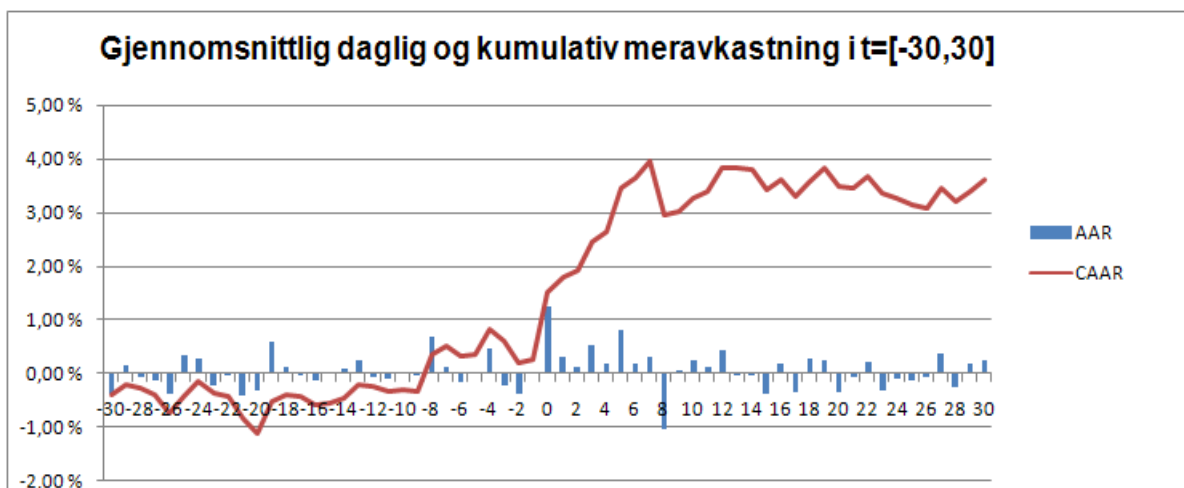
Vi merker oss at fra dag 1 til dag 13 etter annonseringen, er alle abnormale avkastninger bortsett fra dag 8 positive. Dag 8 har for øvrig den laveste abnormale avkastningen i hele 61-dagers perioden, på -1,02%, som imidlertid ikke er signifikant.

Denne positive trenden ser vi igjen i den kumulative abnormale avkastningen i perioden etter annonseringen, som er 1,79%, med en t-verdi lik 1,62. For perioden fra dag 2 til dag 10 etter annonseringen er CAAR 1,46%, med en t-verdi lik 1,89, noe som medfører at denne kumulative abnormale avkastningen er signifikant på 10% nivå.

Figur 5.1 viser daglig og kumulativ avkastning for hele eventvinduet. Vi ser en klar positiv trend som starter noe før selve annonseringsdagen. Den kumulative meravkastningen stabiliserer seg i underkant av 4%. Det er tydelig at nyheter om ekstraordinære utbytter blir godt mottatt i det norske aksjemarkedet. Det ser også ut til at nyheten har en tendens til å lekke ut til investorer i forkant av den offisielle annonseringsdagen, og at det blir handlet på denne informasjonen.

Figur 5.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1, i perioden $t=[-30,30]$

Søylene i figuren viser gjennomsnittlig meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Kurven viser utviklingen i kumulativ meravkastning i utfallsrommet. Meravkastningene er målt fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.



Tabell 5.4 oppsummerer de kumulative meravkastningene, med tilhørende t-verdier, for de kommenterte periodene. Resultatene stemmer overens med våre a priori forventninger: Både for selve annonseringsperioden (dag -1 til 1), og perioden etter annonseringen (dag 2 til 10),

finner vi statistisk signifikante kumulative meravkastninger. Meravkastninger før dette er ikke statistisk signifikante, noe vi heller ikke forventer dersom nyheten ikke regelmessig lekker ut til markedet. Etter dag 10 tyder resultatene på at nyheten er fullstendig absorbert av aksjemarkedet, slik at gjennomsnittlige meravkastninger etter dette er mer eller mindre tilfeldige.

Tabell 5.4 - Kumulativ meravkastning i utvalgte tidsrom rundt annonseringen, metode 1.

Tabellen viser gjennomsnittlig kumulativ meravkastning, med tilhørende standardavvik, t-verdier og p-verdier, for fem ulike tidsrom i perioden 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.

Periode	CAARt	Std	T-verdi	P-verdi
(-30,-2)	0,21 %	0,10	0,20	84 %
(-10,-2)	0,53 %	0,07	0,71	48 %
(-1,1)	1,59 %	0,05	3,33	0 %
(2,10)	1,46 %	0,07	1,90	6 %
(2,30)	1,79 %	0,11	1,62	11 %

5.2 Metode 2

For metode 2 har vi benyttet et eventvindu fra fem dager før til fem dager etter annonseringen.

Tabell 5.5 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

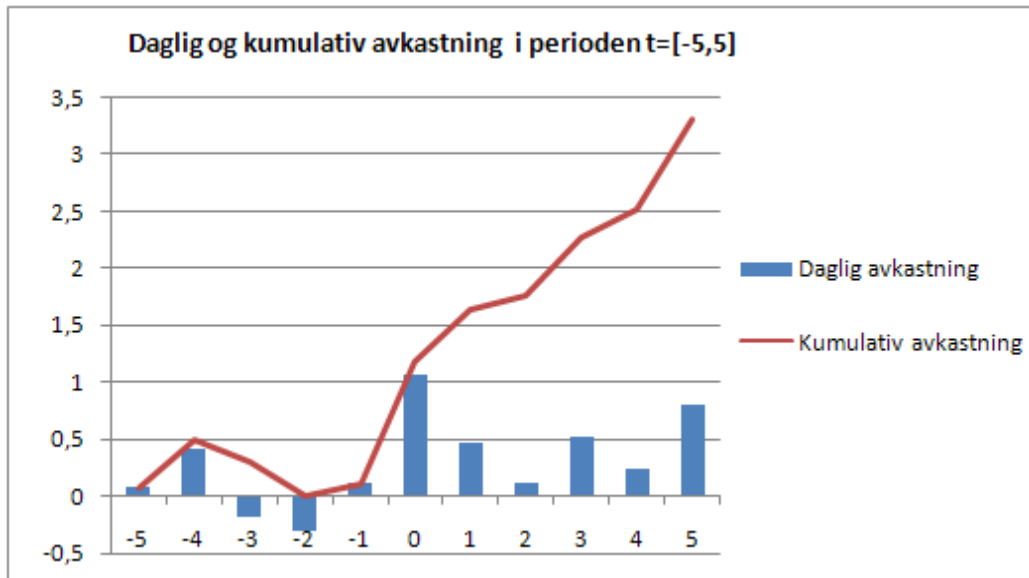
Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastning, med tilhørende t-verdi, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Meravkastningene er målt fra 5 dager før til 5 dager etter annonseringen.

Dag	AARt	T-verdi	CAARt	T-verdi
-5	0,07 %	0,41	0,07 %	0,41
-4	0,42 %	2,09	0,49 %	1,74
-3	-0,18 %	-0,32	0,31 %	0,46
-2	-0,31 %	-0,85	0,00 %	0,00
-1	0,11 %	0,45	0,11 %	0,15
0	1,07 %	3,03	1,18 %	1,37
1	0,46 %	1,86	1,64 %	1,90
2	0,12 %	0,49	1,76 %	1,97
3	0,52 %	2,17	2,27 %	2,47
4	0,24 %	0,95	2,51 %	2,55
5	0,80 %	0,89	3,31 %	2,50

På annonseringsdagen finner vi en gjennomsnittlig abnormal avkastning på 1,07%. Som for metode 1 er t-verdien på, som er 3,03, høyest for denne dagen. Dessuten finner vi også nå signifikante positive meravkastninger på dag fire før annonseringen og dag tre etter annonseringen. Med kun positive daglige avkastninger fra dag 1 før annonseringen og ut perioden, er den kumulative avkastningen voksende for hele denne perioden. Den kumulative abnormale avkastningen etter annonseringen har høyere signifikans ved denne metoden, og denne er signifikant på 5 prosents nivå for dag tre, fire og fem etter annonseringen. Resultatene vi kommer frem til ved metode 2 understøtter altså resultatene fra metode 1. Figur 5.2 illustrerer trenden tydelig.

Figur 5.2 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

Søylene i figuren viser gjennomsnittlig meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999-2007. Kurven viser utviklingen i kumulativ meravkastning i utfallsrommet. Meravkastningene er målt i en periode fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.



5.3 Implikasjoner av resultatene

Resultatene vi har kommet frem til bryter med Miller & Modiglianis (1961) irrelevansteorem. Irrelevansteoremet sier at investorer ikke vil endre sin verdivurdering som følge av utbytteutbetalinger, gitt at forutsetningene for teoremet er oppfylt. Den signifikante kortsiktige meravkastningen vi dokumenterer, tilsier derimot at annonseringer av ekstraordinære utbytter har en positiv innvirkning på markedets oppfatning av selskapenes verdi.

Dette stemmer overens med tidligere studier av ekstraordinære utbytter. Brickley (1983) finner også i sin studie at det forekommer kortsiktig meravkastning i forbindelse med ekstraordinære utbytter i USA. Det samme finner Crutchley et al. (2003) i sine studier på et mer oppdatert tallmateriale.

Signaliseringseffekten er en plausibel forklaringsfaktor for de observerte meravkastningene. Dette innebærer at markedet oppfatter annonseringene som positive signaler. Forklaringen er imidlertid noe ufullstendig: Crutchley et al. (2003) finner at ekstraordinære utbytter gir

informasjon om selskapets historiske ytelse, i form av positiv meravkastning på aksjen året før annonseringen, og om dagens situasjon, i form av positiv meravkastning i annonseringsåret. Markedet prissetter imidlertid aksjer på bakgrunn av forventet fremtidig meravkastning, og dette burde derfor være den viktigste faktoren for signaleffekten. Crutchley et al. finner derimot lite bevis for langsiktig meravkastning i forbindelse med ekstraordinære utbytter.

Fra selskapenes side er dette rasjonelt. Dersom man har hatt sterke resultater i en periode, og dermed har bygd opp et kapitaloverskudd, vil det ofte være ønskelig å utbetale deler av dette til aksjonærene. Forventer man like sterke resultater i fremtiden, kan det være fornuftig å initiere et utbytteprogram med faste, periodiske utbytter. Er man derimot usikker på hvordan selskapets fremtidige resultater vil se ut, kan det være mer ønskelig å utbetale et enkelt ekstraordinært utbytte. Dette kommer ikke minst av de dokumenterte negative signalene det sender til markedet å kutte eller redusere utbetalingene i et etablert utbytteprogram (Jagannathan, Stephens og Weisbach 1999).

Dette skulle tilsi at signaliseringseffekten i forbindelsen med ekstraordinære utbytter i hovedsak er knyttet til lav risiko, da en solid økonomi reduserer konkursfaren. Man skulle derfor forvente en større signaliseringseffekt knyttet til endringer i ordinære utbyttebetalinger enn ved ekstraordinære utbytter, da disse også signaliserer en høyere meravkastning i fremtiden (Crutchley et al. 2003). Sammenligner vi resultatene våre med resultatene til Sandvik (2007) i masterutredningen "Styring av Aksjonærverdi", som studerer meravkastning i forbindelse med vanlige utbytteutbetalinger i Norge, finner vi imidlertid ingen slik sammenheng. På annonseringsdagen finner Sandvik en gjennomsnittlig meravkastning på 1,27%, mens det tilsvarende tallet i vår studie er 1,04%, kun marginalt lavere. Det er oppsiktsvekkende å observere at mens Sandvik finner en kumulativ meravkastning i perioden (-5,5) for annonsering av ordinære utbytter på kun 0,01%, finner vi en kumulativ meravkastning i samme periode på 3,31%. Det later dermed til at meravkastningen ved annonseringer av ekstraordinære utbytter i Norge er større enn ved ordinære utbytter. Dette er ikke i tråd med studier i det amerikanske markedet, hvor man har funnet det stikk motsatte (DeAngelo et al. 1999).

Det er dermed trolig at også andre effekter enn signaliseringseffekten er med på å skape meravkastningen vi har funnet i våre studier. Agentteori kan være én slik forklaringsfaktor. Ekstraordinære utbytter reduserer selskapets kontantbeholdning, og dermed ledelsens

mulighet til å investere i prosjekter med negativ nåverdi. Dette vil redusere konsekvensene av asymmetrisk informasjon, og kan derfor bidra til å øke selskapets verdi. Ekstraordinære utbytter brukes ofte etter at selskaper har solgt unna store aktiva, eller av andre årsaker sitter på store mengder fri kapital. Dermed kan agentteori være en større forklaringsfaktor ved ekstraordinære utbytter enn ved ordinære utbytter.

Det er også mulig at det faktisk eksisterer en langsiktig meravkastning i forbindelse med ekstraordinære utbytter i det norske aksjemarkedet. Det ligger imidlertid utenfor denne utredningens målsetning å finne svar på dette.

Man kan se for seg at den positive markedsreaksjonen ved ekstraordinære utbytter knytter seg til irrasjonell investoradferd, dersom disse oppfattes som signaler om fremtidig styrket inntjening og dette ikke er tilfelle. Det kunne tenkes at Oslo børs, som et relativt lite aksjemarked i internasjonal målestokk, lettere påvirkes av irrasjonell adferd enn større børser.

Når vi sammenligner resultatene våre med resultatene til Crutchley et al. (2003) for amerikanske selskaper, ser vi imidlertid en relativt lik trend. De oppdager enda større og mer signifikante meravkastninger i selve annonseringsperioden. Her finner de på dag -1 (AAR = 0,35%, t-verdi = 2,31), dag 0 (AAR = 2,22%, t-verdi = 6,94) og dag 1 (AAR = 1,27%, t-verdi = 5,49%). I perioden fra dag 2 til dag 10 etter annonseringen er derimot meravkastningen i det norske markedet både større og mer signifikant, slik at den totale forskjellen er marginal. Sammenligningen viser at det norske aksjemarkedet reagerer noe langsommere på nyheten om det ekstraordinære utbyttet. Dette er ikke uventet, da det norske markedet er betydelig mindre, med færre investorer til å opprettholde effisiens. Det er imidlertid interessant at den totale meravkastningen i forbindelse med ekstraordinære utbytter er så lik. Dette taler imot irrasjonalitetsargumentet, da man skulle forvente mindre irrasjonell investoradferd i et større marked, målt over et lengre tidsintervall⁹. Sammenligningen styrker dessuten troen på at resultatene vi kommer fram til gjenspeiler den faktiske situasjonen, og dermed også robustheten i våre undersøkelser.

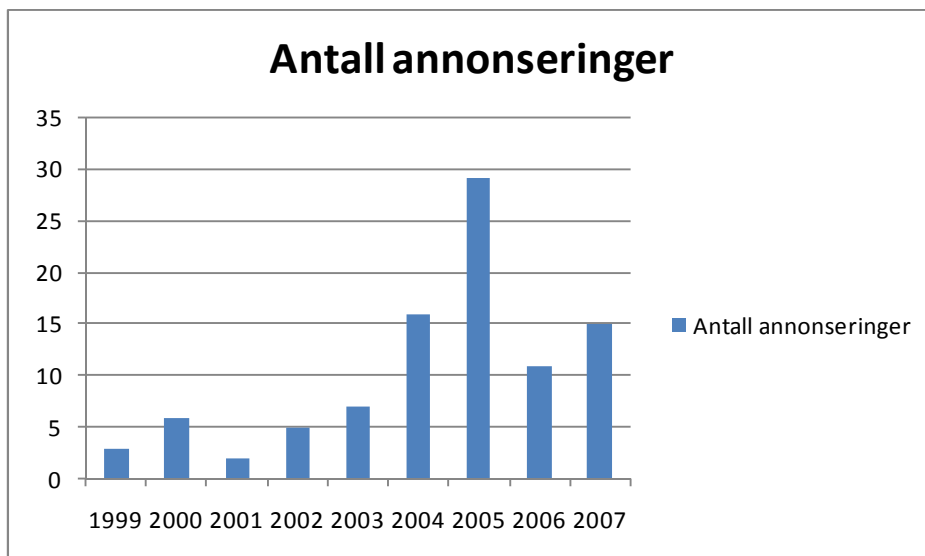
⁹ Tallmaterialet til Crutchley et al. er hentet fra perioden 1975 - 1996.

6 Konsekvenser av endringer i skatteloven

I dette kapitlet vil vi ta for oss del to av problemstillingen, og studere hvordan markedet reagerer på annonseringer av ekstraordinære dividender før og etter skattereformen i 2006. Vi bruker de samme metodene som ble beskrevet i kapittel 4. Først vil vi imidlertid studere hvorvidt bruken av ekstraordinære utbytter, eller selskapene som utbetaler disse, har endret seg som en konsekvens av den nye skatteloven.

6.1 Antall ekstraordinære utbytter

Figur 6.1 – Antall årlige annonseringer av ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007



Figur 6.1 viser et par interessante utviklingstrekk. For det første er det tydelig at bruken av ekstraordinære utbytter har blitt påvirket av endringer i skatteloven, og det ser ut til at selskapene har tilpasset seg i forkant. Kun to ganger i perioden har antallet annonseringer falt, og begge gangene har det blitt introdusert nye skatter på utbytte. I 2001 innførte som tidligere nevnt Stoltenberg-regjeringen en 11% utbytteskatt, og det ble kun utbetalt to ekstraordinære utbytter dette året. Denne reduksjonen ble reversert i 2002, da utbytteskatten

ble fjernet. Det neste fallet i antall ekstraordinære utbytter fikk man i 2006, ved innføringen av den nye skattereformen. Her falt antallet årlige annonseringer med 62%, fra 29 til 11.

Videre ser vi en markant vekst i antallet ekstraordinære utbytter i perioden 2002 til 2005. Dette skyldes sannsynligvis til en stor grad reformprosessen som ble innledet i 2002. Man forventet allerede da at en fremtidig skattereform ville innebære beskatning av aksjeinntekt på aksjonærenes hånd¹⁰. Mange utnyttet denne perioden til å ta kapital ut av selskapene skattefritt. I en del tilfeller ble midlene reinvestert som egenkapital (Hansen, Boye, Torgrimsen og Hveem 2007). Aksjonærer kan ta innskutt egenkapital ut av et selskap uten at dette utløser skatt.

Det største antallet årlige utbytter finner vi i 2005, altså året før innføringen av den nye skattereformen, da det ble gjennomført 29 ekstraordinære utbytter. Med 237 selskaper notert på Oslo Børs ved utgangen av 2005, er dette et relativt høyt tall. Mer enn hvert tiende selskap utbetalte ekstraordinære utbytter dette året.

Den midlertidige skatten i 2001 rammet kun utbytter, noe som betyr at Miller & Modiglianis forutsetning om et nøytralt skattesystem ikke er til stede. Det later imidlertid også til at selskapene er mindre villige til utbetale ekstraordinære utbytter etter innføringen av den nye reformen i 2006. Dette er kanskje overraskende, siden det nå ble innført skatt både på utbytter og på kapitalgevinst. I tillegg til at det store antallet ekstraordinære utbytter i forkant av annonseringen sannsynligvis har redusert behovet for utbetalinger i de påfølgende årene, kan dette også forklares med at skattesystemet ikke er helt nøytralt, på grunn av tilpasningsmulighetene for kapitalgevinster.

Vi ser også av figur 6.1 at antallet ekstraordinære utbytter er høyere i 2006 og 2007 enn det var for hvert av årene i perioden 1999 til 2003. Det er med andre ord lite som tyder på at bruken av ekstraordinære utbytter skal forsvinne med den nye skattereformen. Det skal imidlertid nevnes at antallet selskaper notert på Oslo Børs har vokst noe i perioden, noe som kan ha vært med på å øke det absolutte antallet annonseringer. I 1999 var 215 selskaper notert ved Oslo børs ved årets slutt, mens det samme tallet var 243 i 2007. Det har også vært relativt store årlige svingninger i dette antallet. Dessuten er det all grunn til å tro at bruken av ekstraordinære utbytter er sterkt avhengig av det generelle økonomiske klimaet.

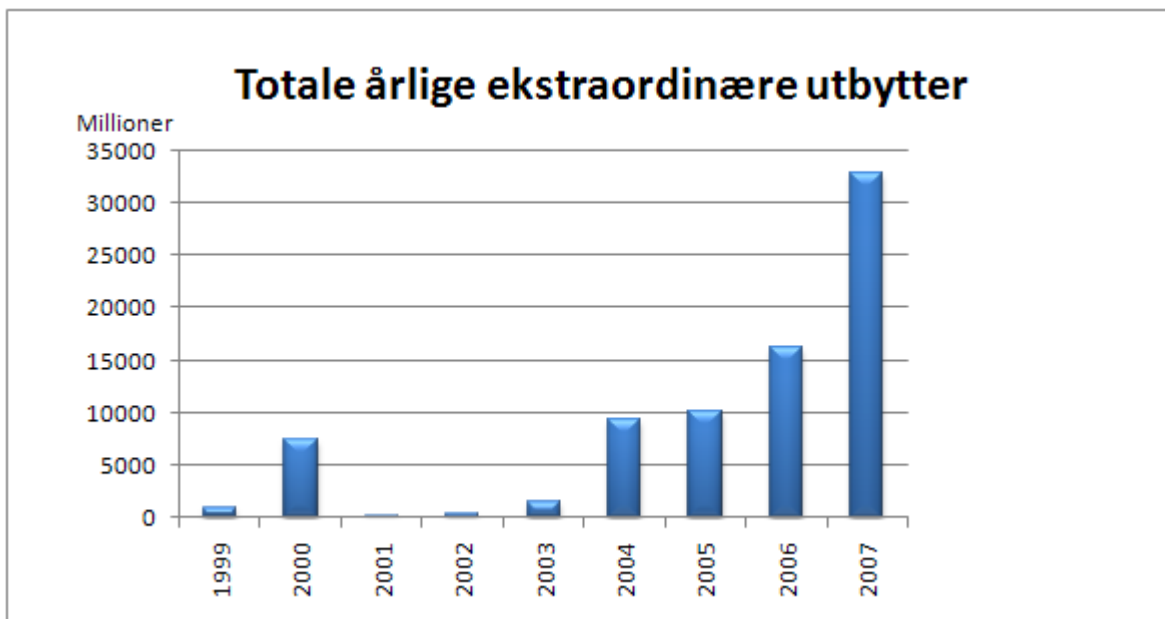
¹⁰ <http://www.regjeringen.no>

Resultatene understøtter ikke de viktigste konklusjonene til DeAngelo et al. (1999). Der de hevder at bruken av ekstraordinære utbytter i liten grad påvirkes av skattepolitikk, finner vi en klar reduksjon i antallet utbytter de to første årene etter innføringen av utbytteskatten. Som sagt knytter vi dette delvis til tilpasninger i forkant. Vi observerer heller ikke den samme generelle trenden mot færre ekstraordinære utbytter, men isteden altså en klar sammenheng mellom utbyttefrekvens og skattepolitikk.

6.2 Størrelsen på de ekstraordinære utbyttene

Vi har også studert størrelsen på de ekstraordinære utbyttene, for å se om dette kan gi videre informasjon om hvorvidt bruken har endret seg. Figur 6.2 viser det totale volumet av ekstraordinære utbytter i millioner kroner årlig.

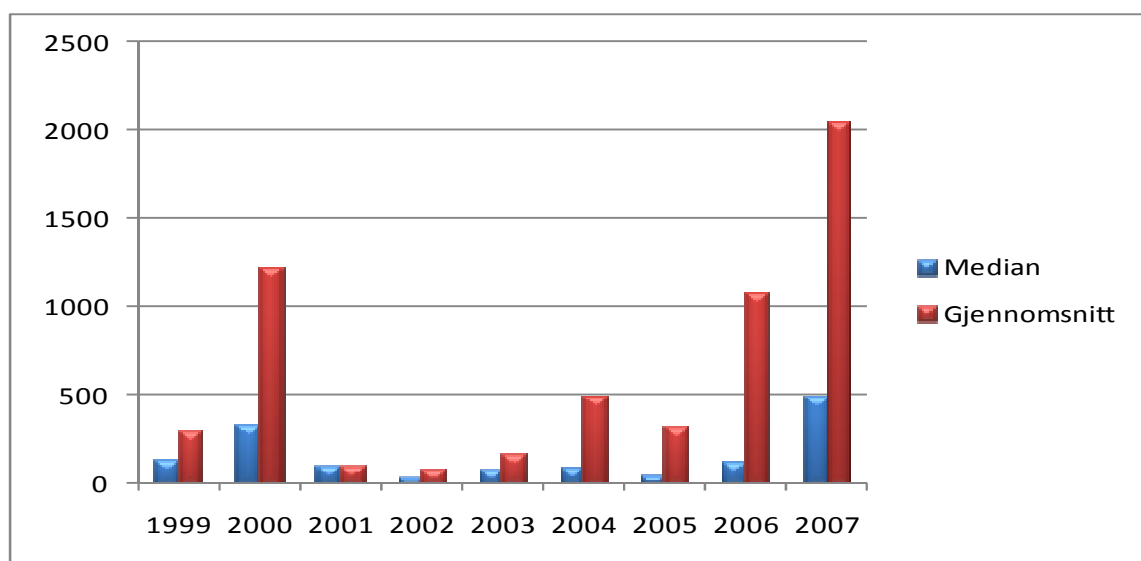
Figur 6.2 – Totale utbetalinger av ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007 (M NOK)



For hver enkelt annonsering har vi beregnet totale utbytteutbetalinger ved å multiplisere antallet aksjer i selskapet ved årets slutt med utbetalinger per aksje¹¹. Fra 2000 til 2001, ved introduksjonen av den midlertidige skatten, falt det totale utbyttevolumet som forventet betraktelig. I 2000 ble det utbetalt kroner 7,36 mrd i ekstraordinære utbytter, mens det tilsvarende tallet var kun kroner 0,20 mrd i 2001. Dette tilsvarer et fall på 97%.

Fra 2005 til 2006 fikk vi en vekst i det totale volumet på 60%, fra 10,17 mrd kroner til 16,27 mrd kroner. Dette er overraskende, siden antallet utbytter falt med 62%. Fra 2006 til 2007 finner vi en volumvekst på hele 102%, til 32,87 mrd kroner. Det er dermed tydelig at størrelsen på de ekstraordinære utbyttene har vokst betraktelig de siste årene. Ser vi på de gjennomsnittlige ekstraordinære utbyttene for de ulike årene, ser vi dette mønsteret enda tydeligere. Dette er gjengitt i figur 6.3.

Figur 6.3 – Årlige gjennomsnitts- og medianstørrelse for ekstraordinære utbytter ved Oslo Børs i perioden 1999-2007 (M NOK)



¹¹ Stikkprøver avdekket små avvik mellom antall aksjer på annonseringsdatoen og antall aksjer ved årets slutt.

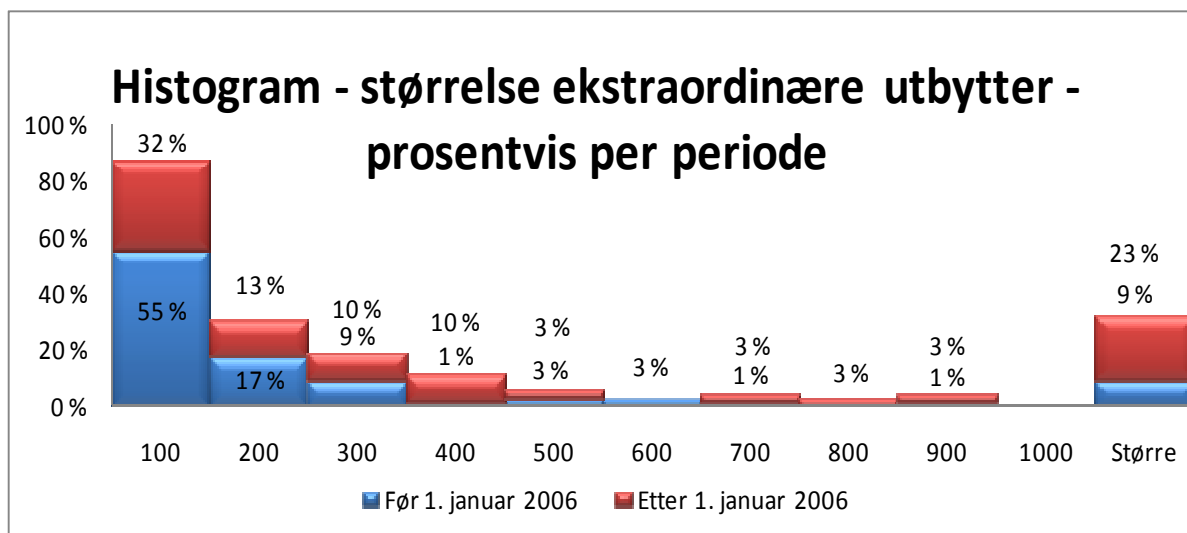
Det gjennomsnittlige aksjeutbyttet var på kroner 1,23 mrd i 2000, noe som er svært høyt sammenlignet med både 1999 og 2002. Samtidig er medianutkastet på kun 0,33 mrd kroner. Dette tyder på at snittet blir trukket opp av en gruppe store utbetalinger. Som vi allerede har kommentert, er det mulig at disse selskapene har ønsket å ta ut så mye kapital som mulig før innføringen av utbytteskatten, i frykt for at denne skulle bli permanent. I 2001 var gjennomsnittsutbyttet på 0,10 mrd kroner, noe som er et fall på 92%. Medianen falt med 70%, til 0,10 mrd kroner.

I tidsrommet 2004–2007 er gjennomsnittsavkastningene betydelig høyere enn medianavkastningene. Vi ser også en stor vekst i gjennomsnittsavkastningene i denne perioden. Fra 2005 til 2006 får vi en vekst i gjennomsnittsutbytte på 241%, fra 0,32 til 1,08 mrd kroner. Medianutbyttet vokser fra 0,05 mrd i 2005 til 0,13 mrd i 2006. Trenden fortsetter i 2007, med en vekst i gjennomsnittsavkastning til 2,05 mrd kroner. Medianutbyttet vokser her med hele 282%, til 0,50 mrd kroner. Allikevel er altså medianen mye lavere enn gjennomsnittet.

Når vi studerer tallmaterialet, ser vi at det har blitt utbetalt noen få svært store utbytter i perioden etter 2006. Mens majoriteten av utbyttene er mindre enn en mrd kroner, er det største av disse på over 16 mrd. Dette forklarer en stor del av økningen i gjennomsnittet. I figur 6.4 har vi, for å studere dette nærmere, laget et histogram over størrelsen på de ekstraordinære utbyttene før og etter 1. januar 2006.

Figur 6.4 - Antall ekstraordinære utbytter før og etter 1. januar 2006, sortert etter størrelse (M NOK).

X-aksen viser størrelsen på utbyttene, y-aksen viser til den prosentvise fordelingen for hver av de to periodene.



Som vi ser er fordelingen ganske forskjellig for de to periodene. Vi ser en markant økning i prosentvis antall utbytter på over 1 mrd kroner. Men også fordelingen blant de relativt sett små utbyttene har endret seg, i form av at de har blitt større etter 1. januar 2006. Mens hele 55% av utbyttene var under 100 millioner kroner før 2006, har denne andelen falt til 32% etter 2006. Prosentandelen utbytter over 1 milliard kroner har steget fra 9% til 23%. Ikke bare har de store ekstraordinære utbyttene, definert som utbytter større en 1 milliard kroner blitt langt større etter 2006; de forekommer også hyppigere.

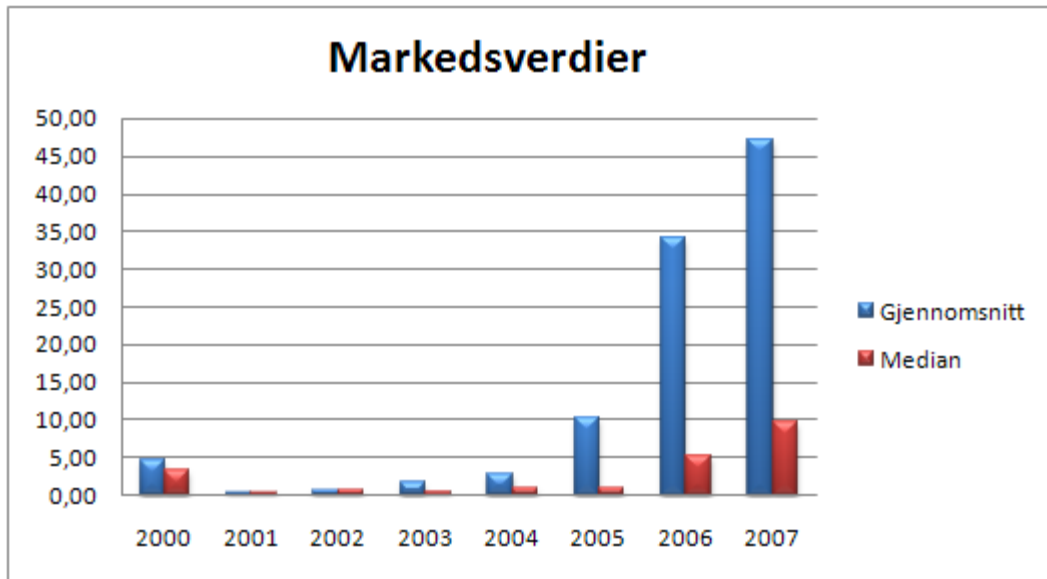
Alt dette indikerer at bruken av ekstraordinære utbytter har endret seg. Sammenlignet med toårsperioden før innføringen av den nye skattereformen, blir det nå utbetalt færre men større summer. En forklaring på dette kan være at ekstraordinære utbytter tidligere ble oppfattet som et godt substitutt for tilbakekjøp, og at man derfor brukte dem mer ukritisk. Etter at den nye skattereformen trådte i kraft ser det imidlertid ut til at ekstraordinære utbytter blir oppfattet som mindre gunstig, og derfor ikke brukes like hyppig. Dersom man har store mengder overflødig kapital i et selskap, kan imidlertid et ekstraordinært utbytte være den eneste reelle muligheten for å fordele denne til aksjonærene i løpet av relativt kort tid. Et godt eksempel kan være StatoilHydro, med sine enorme overskudd fra driften, som utbetalte de største ekstraordinære utbyttene både i 2006 og 2007. Naturlig inflasjon vil også være med på å trekke opp størrelsen på gjennomsnittsutbyttet noe.

Vi kan også trekke paralleller til DeAngelo et al. (1999) sine funn, som tyder på at store ekstraordinære dividender fremdeles er betydningsfulle. Dette kommer av at størrelsen på dividendene tiltrekker investorenes oppmerksomhet og således differensierer seg fra vanlige utbetalinger. De sender dermed klare og sterke signaler til investorene. Dette kan for eksempel være tilfelle når et selskap har solgt unna en del av virksomheten. Trenden med store ekstraordinære dividender er således konsistent med signaliseringshypotesen.

6.3 Endringer i gjennomsnittlig selskapsverdi

Vi har også beregnet de annonserende selskapenes markedsverdier, for å undersøke om det har forekommet markante endringer i selskapskarakteristika. Vi har funnet markedsverdiene ved å multiplisere kursen på annonseringsdatoen med selskapets totale aksjer ved det gjeldendes årets slutt. Figur 6.5 viser årlig gjennomsnitt- og medianmarkedsverdier.

Figur 6.5 - Gjennomsnitt- og medianmarkedsverdier for selskaper som utbetalte ekstraordinære utbytter i perioden 2000 til 2007 (M NOK).



Vi observerer en vekst i den gjennomsnittlige størrelsen på annonseringsselskapene i hele perioden etter 2001. Den største veksten finner vi imidlertid i årene rundt innføringen av den nye skatteloven i 2006. Fra 2004 til 2005 vokser gjennomsnittsstørrelsen med 271% fra 2,76 til 10,25 mrd. Fra 2005 til 2006 vokser den med 234% fra 10,25 til 34,19 mrd. Det er med andre ord tydelig at vi har hatt et skift mot at større selskaper benytter seg av ekstraordinære utbytter i slutten av perioden.

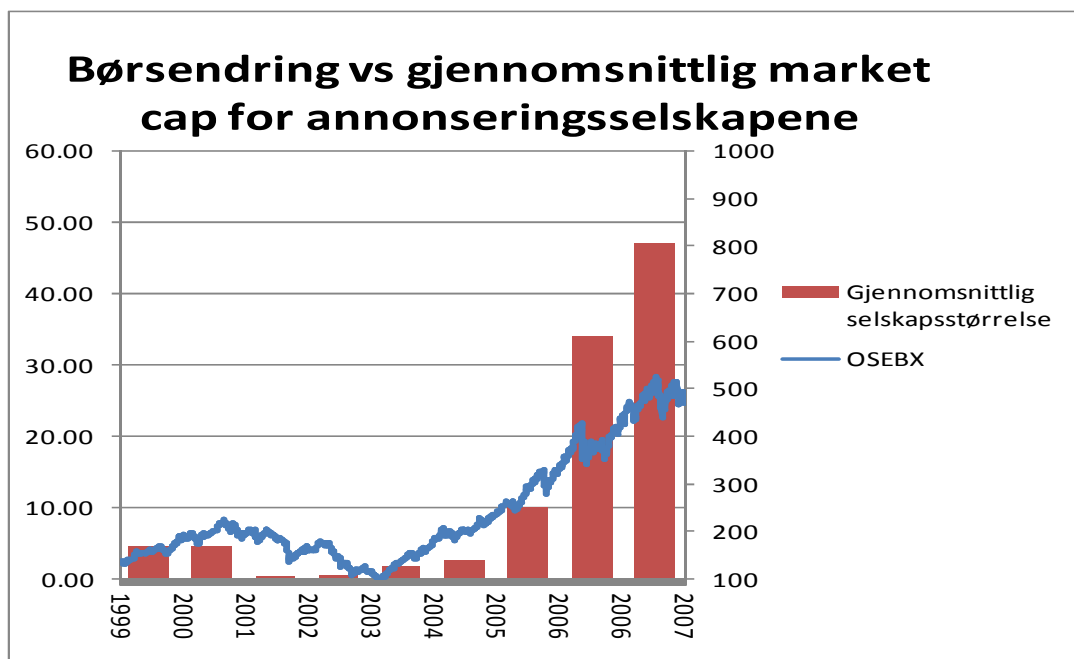
Medianen holder seg relativt stabil i hele perioden før skattereformen. I 2006 er imidlertid medianselskapet, som har en markeds kapitalisering på 0,99 mrd, 429% større enn medianselskapet i 2005, som har en markeds kapitalisering på 5,24 mrd. Dette tallet følger samme trend i 2007, ved å vokse med 84% til 9,67 mrd. Dette indikerer at en del store selskaper har utbetalt ekstraordinære utbytter i 2005, noe som har trukket opp gjennomsnittet, men at det har kommet et mer gjennomgående skift etter innføringen av 2006-reformen.

Ut fra denne analysen kan vi konkludere med at en viktig årsak til at de ekstraordinære utbyttene har vokst etter endringen i skatteloven, er at det nå er større selskaper som utbetaler utbyttene. Det er interessant å observere denne trenden, fordi store selskaper har andre måter å tilpasse seg skatteloven enn de små. En viktig faktor her er at de store

selskapene kan utbetale større utbytter innenfor skjermingsfradraget, som beregnes på grunnlag av aksjenes kostpris.

Vi ønsker også å se om den gjennomsnittlige veksten for annonseringsselskapene er lik børsutviklingen generelt. Figur 6.6 viser disse to størrelsene i samme diagram. Y-aksen til venstre i diagrammet viser verdiene for gjennomsnittlige markeds kapitaliseringer for annonseringsselskapene, mens Y-aksen til høyre viser verdier for OSEBX. Vi ser at trenden i utviklingen for de annonserende selskapene ikke er uavhengig av utviklingen i aksjemarkedet. En del av årsaken til økningen i gjennomsnittsstørrelse for annonseringsselskapene, er derfor at aksjemarkedet totalt sett har vokst i verdi de siste årene. Dette kan imidlertid bare forklare deler av utviklingen, da de annonserende selskapene gjennomsnittlig har vokst mye mer de siste årene enn aksjemarkedet har.

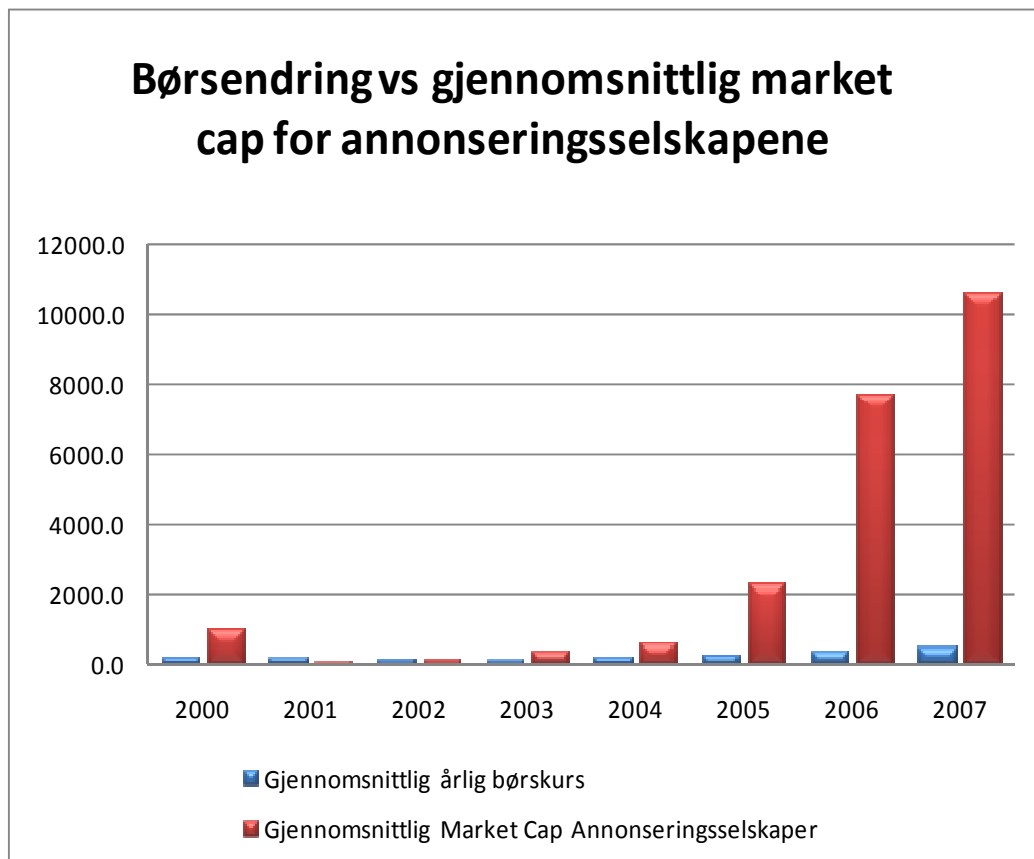
Figur 6.6 – Gjennomsnittsstørrelse på selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999 – 2007, mot utviklingen på OSEBX.



Dette ser vi enda bedre av figur 6.7. Her har vi beregnet gjennomsnittlig årlig børskurs og sidestilt med gjennomsnittlig verdi for annonseringsselskapene. For å sammenligne utviklingen, har vi tilpasset søylediagrammet slik at verdiene er like for 2002, altså året etter at den midlertidige utbytteskatten ble fjernet. Vi ser klart at gjennomsnittlig market cap for

annonseringsselskapene har vokst betydelig mer enn børsen. En stor del av utviklingen kan derfor ikke forklares ved generelle trender på børsen. Dette er med på å underbygge hypotesen om at det i senere tid har blitt vanligere at de store selskapene annonserer ekstraordinære utbytter.

Figur 6.7 – Gjennomsnittsstørrelse på selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i perioden 1999 – 2007, og gjennomsnittlig selskapsstørrelse OSEBX.



6.4 Markedets holdning til annonseringer av ekstraordinært utbytte

For å finne mer direkte bevis på investorers holdning til ekstraordinære utbytter før og etter innføringen av utbytteskatten, har vi gjennomført den samme analysen som vi gjorde i del 1 av utredningen. Nå har vi imidlertid gjort analysen separat for observasjoner før og etter 1. januar 2006. Vi har også fjernet de to observasjonene for 2001, på grunn av den midlertidige utbytteskatten.

6.5 Metode 1

Tabell 6.1 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1.

Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastninger, med tilhørende t-verdier, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året. Meravkastningene er målt fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.

Dag	Før 1. januar 2006 eks 2001				Etter 1. januar 2006			
	AAR	T-verdi	CAAR	T-verdi	AAR	T-verdi	CAAR	T-verdi
-30	-0,50 %	-2,35	-0,49 %	-2,33	-0,07 %	-0,18	-0,07 %	-0,18
-29	0,10 %	0,21	-0,40 %	-0,76	0,45 %	1,21	0,38 %	0,81
-28	-0,16 %	-0,27	-0,56 %	-0,98	0,20 %	0,78	0,58 %	1,02
-27	0,01 %	0,04	-0,54 %	-0,75	-0,43 %	-1,61	0,15 %	0,25
-26	-0,51 %	-1,22	-1,05 %	-1,55	0,10 %	0,34	0,24 %	0,40
-25	0,34 %	0,96	-0,71 %	-0,91	0,35 %	1,15	0,59 %	0,86
-24	0,37 %	1,46	-0,34 %	-0,41	0,05 %	0,23	0,65 %	0,88
-23	-0,14 %	-0,48	-0,48 %	-0,59	-0,46 %	-1,79	0,19 %	0,24
-22	0,02 %	0,06	-0,47 %	-0,58	-0,10 %	-0,40	0,09 %	0,10
-21	-0,37 %	-1,46	-0,83 %	-1,03	-0,36 %	-1,72	-0,27 %	-0,29
-20	-0,11 %	-0,37	-0,94 %	-1,15	-0,70 %	-2,16	-0,97 %	-1,13
-19	0,58 %	1,32	-0,37 %	-0,40	0,47 %	1,30	-0,50 %	-0,53
-18	0,19 %	0,64	-0,18 %	-0,20	0,18 %	0,69	-0,32 %	-0,34
-17	0,06 %	0,26	-0,12 %	-0,14	-0,27 %	-0,89	-0,59 %	-0,59
-16	-0,16 %	-0,53	-0,27 %	-0,29	0,06 %	0,14	-0,53 %	-0,46
-15	-0,21 %	-0,71	-0,48 %	-0,49	-0,31 %	-0,81	-0,84 %	-0,68
-14	-0,02 %	-0,05	-0,49 %	-0,47	0,43 %	1,48	-0,40 %	-0,35
-13	0,38 %	1,57	-0,12 %	-0,11	0,16 %	0,53	-0,25 %	-0,19
-12	-0,12 %	-0,33	-0,24 %	-0,22	0,05 %	0,21	-0,19 %	-0,14
-11	-0,18 %	-0,38	-0,42 %	-0,40	0,19 %	0,68	0,00 %	0,00
-10	-0,04 %	-0,15	-0,46 %	-0,45	0,00 %	-0,01	-0,01 %	0,00
-9	0,20 %	0,69	-0,26 %	-0,24	-0,29 %	-0,77	-0,30 %	-0,19
-8	0,90 %	2,07	0,62 %	0,53	0,09 %	0,27	-0,20 %	-0,13
-7	0,18 %	0,76	0,80 %	0,63	-0,05 %	-0,27	-0,25 %	-0,15
-6	-0,20 %	-0,63	0,60 %	0,50	-0,03 %	-0,10	-0,29 %	-0,17
-5	0,02 %	0,09	0,62 %	0,51	0,16 %	0,61	-0,12 %	-0,07
-4	0,56 %	2,06	1,18 %	0,98	0,15 %	0,66	0,03 %	0,02
-3	0,19 %	0,55	1,36 %	1,09	-0,04 %	-0,11	-0,01 %	-0,01
-2	-0,51 %	-1,09	0,85 %	0,67	-0,06 %	-0,15	-0,07 %	-0,04
-1	0,26 %	0,92	1,11 %	0,87	-0,40 %	-0,80	-0,47 %	-0,27
0	1,44 %	3,36	2,55 %	1,86	0,63 %	1,20	0,16 %	0,09
1	0,61 %	1,91	3,16 %	2,42	-0,36 %	-1,51	-0,20 %	-0,11
2	0,17 %	0,54	3,32 %	2,53	-0,11 %	-0,40	-0,31 %	-0,17
3	0,61 %	2,10	3,94 %	2,95	0,25 %	0,72	-0,07 %	-0,04
4	0,28 %	0,90	4,22 %	3,06	-0,10 %	-0,28	-0,17 %	-0,09
5	1,27 %	1,04	5,49 %	2,77	-0,42 %	-1,21	-0,58 %	-0,30
6	0,05 %	0,21	5,54 %	2,86	0,56 %	1,83	-0,02 %	-0,01
7	0,45 %	1,48	5,99 %	3,02	-0,06 %	-0,21	-0,07 %	-0,04
8	-1,26 %	-0,92	4,73 %	3,27	-0,42 %	-1,08	-0,49 %	-0,25
9	0,00 %	0,01	4,74 %	3,28	0,25 %	0,77	-0,25 %	-0,12
10	0,48 %	0,54	5,22 %	3,01	-0,30 %	-1,37	-0,55 %	-0,27
11	0,24 %	0,44	5,46 %	3,26	-0,43 %	-0,80	-0,98 %	-0,51
12	0,58 %	0,74	6,05 %	3,40	0,23 %	0,33	-0,75 %	-0,36
13	0,23 %	0,36	6,28 %	3,49	-0,46 %	-0,88	-1,21 %	-0,64
14	-0,11 %	-0,54	6,16 %	3,52	0,21 %	0,64	-1,00 %	-0,51
15	-0,38 %	-0,47	5,78 %	3,51	-0,32 %	-1,17	-1,32 %	-0,69
16	0,19 %	0,47	5,96 %	3,56	0,16 %	0,42	-1,16 %	-0,62
17	-0,34 %	-0,56	5,62 %	3,25	-0,27 %	-0,61	-1,43 %	-0,74
18	0,26 %	0,58	5,89 %	3,21	0,34 %	1,02	-1,08 %	-0,52
19	0,20 %	0,64	6,08 %	3,21	0,43 %	1,20	-0,66 %	-0,32
20	-0,28 %	-1,04	5,81 %	2,98	-0,41 %	-1,40	-1,06 %	-0,51
21	-0,26 %	-0,91	5,54 %	2,95	0,45 %	1,20	-0,61 %	-0,29
22	0,17 %	0,69	5,71 %	3,02	0,37 %	0,83	-0,24 %	-0,10
23	-0,36 %	-1,43	5,36 %	2,74	-0,02 %	-0,05	-0,26 %	-0,11
24	-0,10 %	-0,49	5,26 %	2,69	-0,01 %	-0,04	-0,27 %	-0,11
25	0,01 %	0,06	5,28 %	2,76	-0,36 %	-1,63	-0,60 %	-0,24
26	-0,06 %	-0,20	5,22 %	2,72	-0,04 %	-0,08	-0,64 %	-0,24
27	0,51 %	1,87	5,72 %	2,97	-0,03 %	-0,09	-0,66 %	-0,25
28	-0,29 %	-0,75	5,44 %	2,91	-0,26 %	-0,84	-0,89 %	-0,33
29	0,27 %	1,10	5,70 %	2,96	-0,16 %	-0,44	-1,03 %	-0,38
30	0,29 %	0,98	5,98 %	3,15	0,21 %	0,60	-0,84 %	-0,32

Resultatene vi kommer frem til er interessante. Jevnt over er den gjennomsnittlige daglige meravkastningen høyere før den nye skattereformen ble innført enn etter i hele eventvinduet. På annonseringsdagen var den gjennomsnittlige meravkastningen på 1,44% før 2006. Dette er både den høyeste, og den mest signifikante daglige meravkastningen vi har funnet i våre analyser. Med en t-verdi på 3,36 og en p-verdi på 0,1%, kan vi forkaste nullhypotesen som sier at den daglige gjennomsnittlige meravkastningen er null, på et 1 prosents signifikansnivå.

Den gjennomsnittlige meravkastningen på annonseringsdagen er mer en halvert etter 1. januar 2006, til 0,63%. Med en t-verdi på 1,20 og en p-verdi på 24,3% kan nullhypotesen ikke forkastes for dette tidsrommet.

For observasjonene før 2006 finner vi 3 dager nær annonseringstidspunktet hvor nullhypotesen kan forkastes på 5% signifikansnivå¹². Disse er dag -8 (AAR = 0,98%, P-verdi = 4,3%), dag -4 (AAR = 0,56%, P-verdi = 4,3%) og dag 3 (AAR = 0,61%, P-verdi = 4,0%). Vi kan også forkaste nullhypotesen på 10% nivå for dag 1 (AAR = 0,61%, P-verdi = 6,0%). Da vi finner signifikante meravkastninger både på dag 0, 1 og 3, konkluderer vi med at det er en tydelig positiv respons på annonseringer av ekstraordinære utbytter i aksjemarkedet.

For perioden etter 1. januar 2006 har ingen dager signifikant meravkastning på 5% nivå eller mindre. Vi finner kun en dag nær annonseringstidspunktet med signifikant positiv meravkastning på 10 prosents nivå (dag 6, AAR = 0,56%, p-verdi = 7,9%)¹³. Det er dermed lite belegg for å forkaste nullhypotese #1 for perioden etter 1. januar 2006.

Enda mer interessant er det å se på de kumulative tallene. For perioden før 2006 blir den kumulative meravkastningen, beregnet daglig i perioden (-30,30), signifikant positiv på dagen etter annonseringsdatoen. Vi har da CAAR = 2,55% og p-verdi = 6,7%, og kan altså forkaste nullhypotesen på 10% signifikansnivå. For resterende datoer er den gjennomsnittlige kumulative meravkastningen signifikant positiv på et 2% signifikansnivå for dag 2 og 3, og på 1% signifikansnivå for resten av eventvinduet. Den kumulative meravkastningen når sin topp på dag 13 etter annonseringen, med CAAR = 6,28%.

¹² Vi ser bort fra de signifikante resultatene på dag -30 og 27, da disse ikke kan forklares a priori.

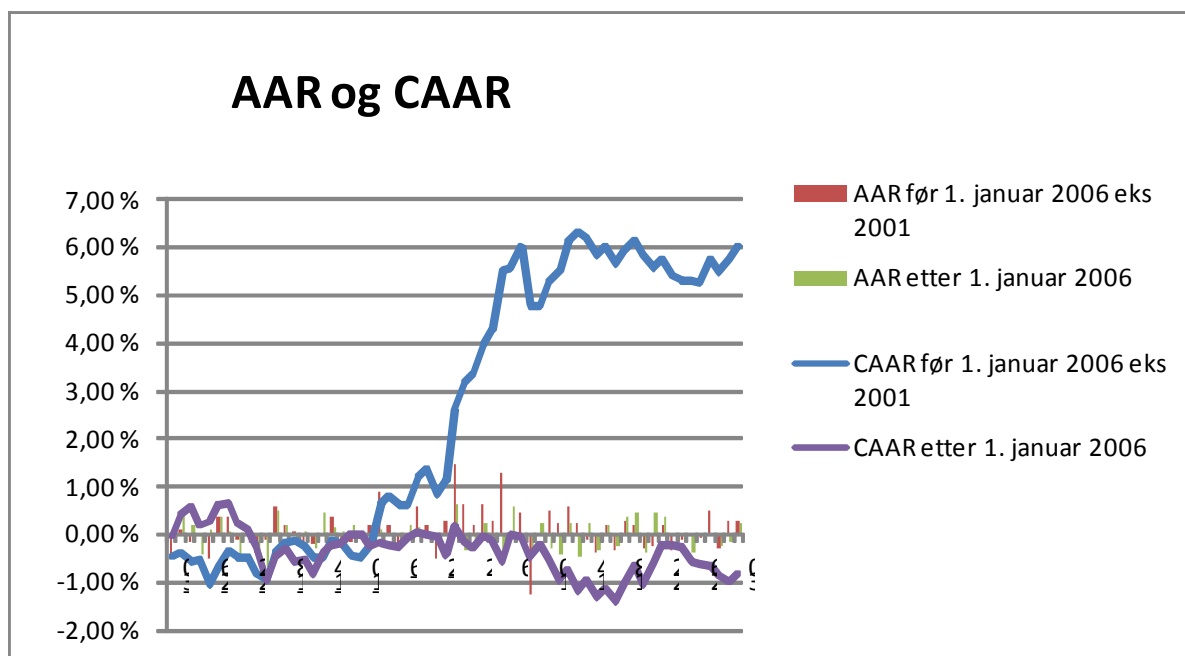
¹³ Vi ser bort fra de signifikante resultatene på dag -23, -21 og -20, da disse ikke kan forklares a priori.

Vi observerer at det ikke forekommer noen reversering av de positive meravkastningene, og dette styrker konklusjonen om at markedet reagerte positivt på annonseringer av ekstraordinært utbytte før 2006. Vi forkaster derfor nullhypotesen for perioden før 2006.

Etter 1. januar 2006 finner vi ingen signifikante kumulative meravkastninger. Vi forkaster derfor ikke nullhypotesen for denne perioden.

Figur 6.8 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1.

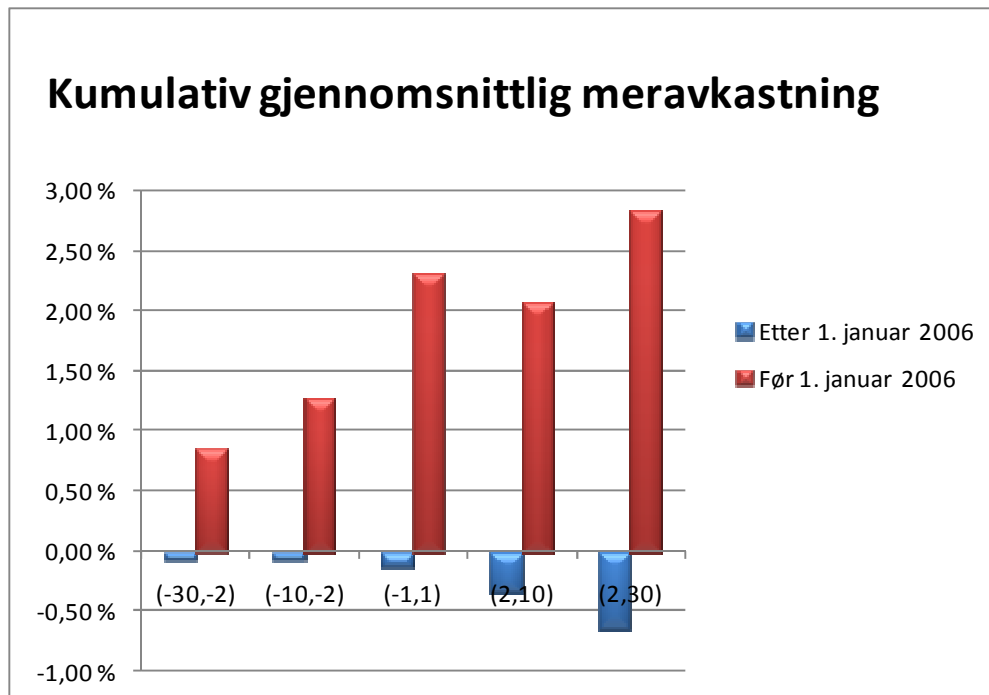
Søylene i figuren viser gjennomsnittlig meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året. Kurven viser utviklingen i kumulativ meravkastning i utfallsrommet. Meravkastningene er målt fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.



Figur 6.8 viser tydelig forskjellen i daglige og kumulative avkastninger før og etter 1. januar 2006. Mens den kumulative meravkastningen før 2006 får en klar positiv vekst rundt annonseringen, og holder seg mellom 5% og 6% ut perioden, ser vi en svak negativ trend for perioden etter 2006. Her faller CAAR til -1,43% på dag 17, og holder seg negativ ut perioden. Figur 6.9 illustrerer poenget tydelig.

Figur 6.9 - Gjennomsnittlig kumulativ meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007, metode 1.

Figuren viser gjennomsnittlig kumulativ meravkastning i fem ulike tidsrom i perioden 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.



Forskjellen på de to populasjonene blir her åpenbar, spesielt for periodene (-1,1), (2,10) og (2,30), hvor informasjonen om det ekstraordinære utbyttet er kjent for hele aksjemarkedet. Vi ser imidlertid også forskjeller i kumulativ meravkastning for periodene før annonseringene. Dette tyder på at informasjonen om ekstraordinære utbytter delvis lekker ut til aksjemarkedet før annonseringen, og at forutsetningene for effisiensteoremet ikke er oppfylt ved Oslo Børs.

6.6 Metode 2

Også i denne analysedelen vil vi teste resultatene våre ved å gjennomføre den samme eventstudien med alternativ metode.

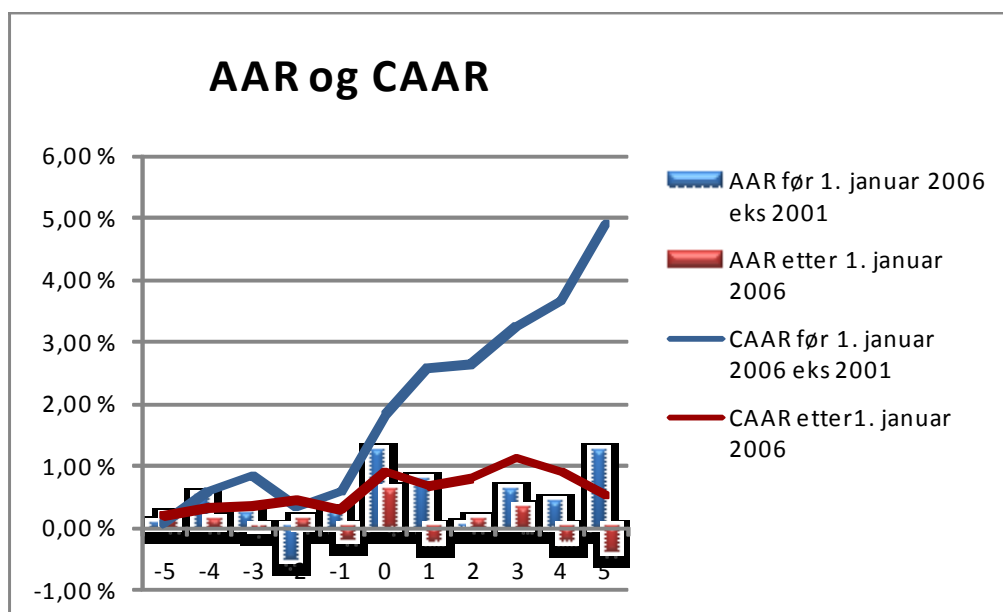
Tabell 6.2 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

Tabellen viser gjennomsnittlig meravkastninger, med tilhørende t-verdier, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter periodene 1999-2005 og 2006-2007. Meravkastningene er målt fra 5 dager før til 5 dager etter annonseringen. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året.

Dag	Før 1. januar 2006 eks 2001				Etter 1. januar 2006			
	AAR	T-verdi	CAAR	T-verdi	AAR	T-verdi	CAAR	T-verdi
-5	0.07%	0.32	0.07%	0.32	0.18%	0.59	0.18%	0.59
-4	0.52%	1.98	0.59%	1.61	0.14%	0.59	0.32%	0.81
-3	0.24%	0.66	0.82%	1.44	0.01%	0.02	0.33%	0.84
-2	-0.50%	-1.03	0.33%	0.47	0.12%	0.29	0.45%	0.90
-1	0.26%	0.94	0.59%	0.80	-0.18%	-0.33	0.27%	0.33
0	1.24%	2.76	1.83%	2.04	0.60%	1.15	0.88%	1.00
1	0.77%	2.35	2.60%	2.85	-0.23%	-0.90	0.65%	0.77
2	0.05%	0.17	2.65%	2.81	0.15%	0.54	0.80%	0.90
3	0.61%	1.99	3.26%	3.46	0.32%	0.89	1.12%	1.06
4	0.40%	1.23	3.66%	3.56	-0.21%	-0.64	0.90%	0.82
5	1.25%	1.00	4.91%	3.08	-0.39%	-1.04	0.52%	0.43

Figur 6.10 - Gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 2.

Søylene i figuren viser gjennomsnittlig meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året. Kurven viser utviklingen i kumulativ meravkastning i utfallsrommet. Meravkastningene er målt i en periode fra 5 dager før til 5 dager etter annonseringen.

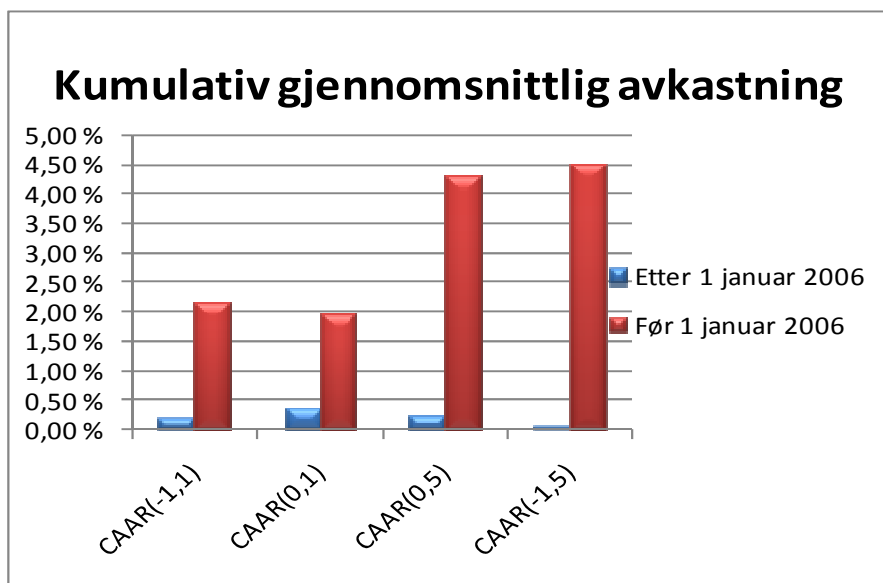


Vi finner betydelige forskjeller mellom resultatene for de to periodene også med denne metoden. Fra figur 6.10 ser vi at de daglige gjennomsnittlige meravkastningene for perioden før 2006 er høyere enn for perioden etter. For perioden før 2006 får vi signifikant positive meravkastninger både på dag -4 (AAR = 0,52%, p-verdi = 5,1%), dag 0 (AAR = 1,24%, p-verdi = 0,7%), dag 1 (AAR = 0,77%, p-verdi = 2,2% og dag 3 (AAR = 0,61%, p-verdi = 5,1%). Den kumulative meravkastningen er signifikant positiv fra annonseringsdatoen og ut perioden.

For perioden etter 1. januar 2006 finner vi ingen signifikante meravkastninger verken på daglige eller kumulative observasjoner. Dette støtter resultatene fra metode 1.

Figur 6.11 - Gjennomsnittlig kumulativ meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007, metode 2.

Figuren viser gjennomsnittlig kumulativ meravkastning i fire ulike tidsrom i perioden 5 dager før til 5 dager etter annonseringen.



Det som skiller resultatene fra metode 1 og metode 2, er den kumulative meravkastningen etter 1. januar 2006. Med metode 1 fant vi en negativ kumulativ avkastning for alle periodene vi testet. Med metode 2 får vi svakt positive kumulative meravkastninger som vist i figur 6.11. Der metode 1 tyder på at investorer reagerer negativt på annonseringer av ekstraordinært utbytte etter innføringen av skatt på ekstraordinært utbytte, tyder metode 2 på

at de har en nøytral eller svakt positiv holdning til dem. Her er det imidlertid viktig å merke seg at disse resultatene ikke er signifikante verken ved metode 1 eller metode 2. Dette kan komme av at vi har relativt få observasjoner i denne perioden. Det kan også være at den faktiske meravkastningen i denne perioden er 0, slik at nullhypotesene er sanne.

6.7 Er forskjellen i meravkastning under de to skatteregimene signifikant?

Avslutningsvis ønsker vi å undersøke om forskjellen i meravkastning vi observerer før og etter innføringen av skattereformen, er statistisk signifikant. Vi har benyttet oss av resultatene vi kom fram til ved bruk av metode 1 ovenfor, og gjennomført t-tester med metodikken for to utvalg med ulik utvalgsstørrelse. Tabell 6.3 viser resultatene vi har kommet fram til.

Tabell 6.3 – T-test av forskjell i daglig og kumulativ meravkastning før og etter 1. januar 2006.

Tabellen viser forskjellen i gjennomsnittlig meravkastninger, med tilhørende t-verdier, for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året. Resultatene fra metode 1 er lagt til grunn. Meravkastningene er målt fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.

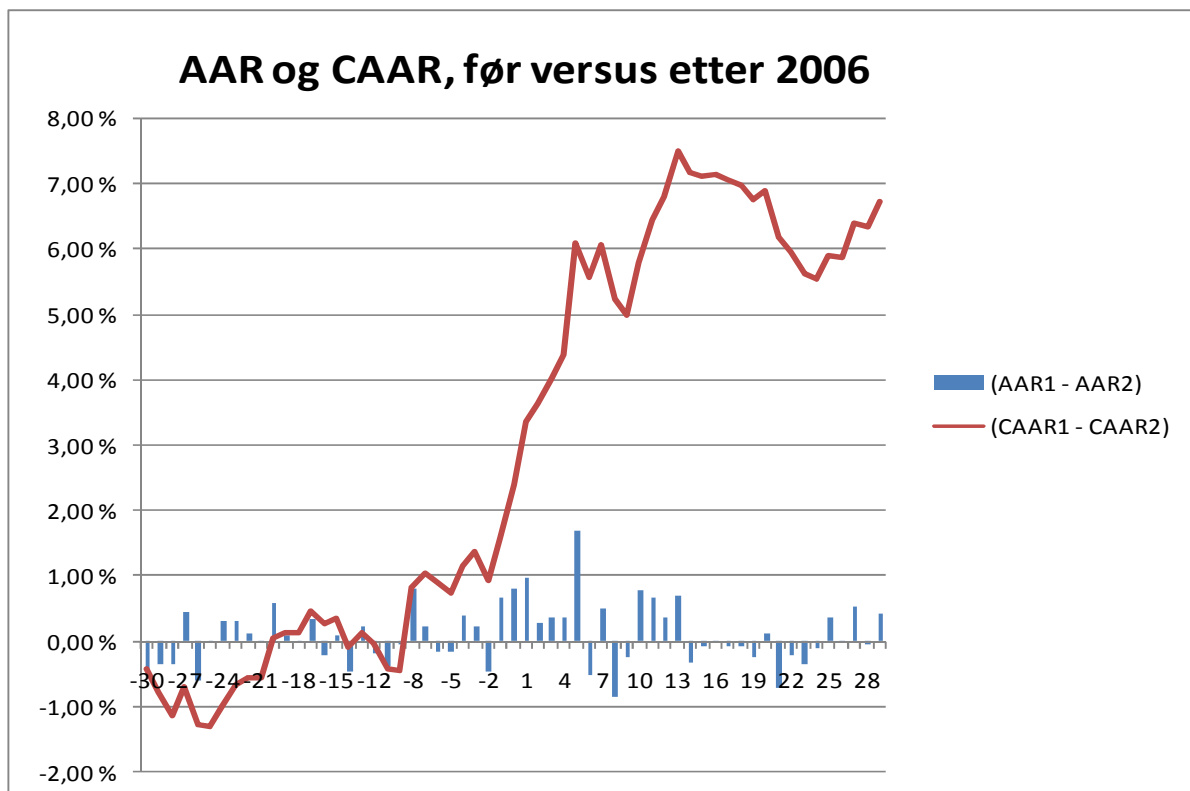
Dag	Daglig meravkastning				Kumulativ meravkastning			
	AAR ₁	AAR ₂	(AAR ₁ - AAR ₂)	T-verdi	CAAR ₁	CAAR ₂	(CAAR ₁ - CAAR ₂)	T-verdi
-30	-0.50%	-0.07%	-0.43%	-0.91	-0.49%	-0.07%	-0.42%	-0.91
-29	0.10%	0.45%	-0.35%	-1.11	-0.40%	0.38%	-0.78%	-1.11
-28	-0.16%	0.20%	-0.36%	-1.41	-0.56%	0.58%	-1.13%	-1.41
-27	0.01%	-0.43%	0.44%	-0.74	-0.54%	0.15%	-0.69%	-0.74
-26	-0.51%	0.10%	-0.61%	-1.42	-1.05%	0.24%	-1.29%	-1.42
-25	0.34%	0.35%	-0.01%	-1.25	-0.71%	0.59%	-1.31%	-1.25
-24	0.37%	0.05%	0.32%	-0.89	-0.34%	0.65%	-0.99%	-0.89
-23	-0.14%	-0.46%	0.31%	-0.60	-0.48%	0.19%	-0.67%	-0.60
-22	0.02%	-0.10%	0.12%	-0.48	-0.47%	0.09%	-0.55%	-0.48
-21	-0.37%	-0.36%	-0.02%	-0.46	-0.83%	-0.27%	-0.56%	-0.46
-20	-0.11%	-0.70%	0.60%	0.03	-0.94%	-0.97%	0.03%	0.03
-19	0.58%	0.47%	0.11%	0.10	-0.37%	-0.50%	0.13%	0.10
-18	0.19%	0.18%	0.01%	0.10	-0.18%	-0.32%	0.14%	0.10
-17	0.06%	-0.27%	0.33%	0.35	-0.12%	-0.59%	0.47%	0.35
-16	-0.16%	0.06%	-0.21%	0.17	-0.27%	-0.53%	0.26%	0.17
-15	-0.21%	-0.31%	0.10%	0.23	-0.48%	-0.84%	0.36%	0.23
-14	-0.02%	0.43%	-0.45%	-0.06	-0.49%	-0.40%	-0.09%	-0.06
-13	0.38%	0.16%	0.22%	0.08	-0.12%	-0.25%	0.13%	0.08
-12	-0.12%	0.05%	-0.18%	-0.03	-0.24%	-0.19%	-0.05%	-0.03
-11	-0.18%	0.19%	-0.38%	-0.25	-0.42%	0.00%	-0.42%	-0.25
-10	-0.04%	0.00%	-0.04%	-0.25	-0.46%	-0.01%	-0.46%	-0.25
-9	0.20%	-0.29%	0.49%	0.02	-0.26%	-0.30%	0.03%	0.02
-8	0.90%	0.09%	0.80%	0.42	0.62%	-0.20%	0.82%	0.42
-7	0.18%	-0.05%	0.23%	0.51	0.80%	-0.25%	1.05%	0.51
-6	-0.20%	-0.03%	-0.16%	0.43	0.60%	-0.29%	0.89%	0.43
-5	0.02%	0.16%	-0.15%	0.36	0.62%	-0.12%	0.74%	0.36
-4	0.56%	0.15%	0.41%	0.55	1.18%	0.03%	1.14%	0.55
-3	0.19%	-0.04%	0.23%	0.64	1.36%	-0.01%	1.37%	0.64
-2	-0.51%	-0.06%	-0.46%	0.43	0.85%	-0.07%	0.92%	0.43
-1	0.26%	-0.40%	0.67%	0.72	1.11%	-0.47%	1.58%	0.72
0	1.44%	0.63%	0.81%	1.08	2.55%	0.16%	2.39%	1.08
1	0.61%	-0.36%	0.97%	1.53	3.16%	-0.20%	3.36%	1.53
2	0.17%	-0.11%	0.28%	1.62	3.32%	-0.31%	3.64%	1.62
3	0.61%	0.25%	0.37%	1.73	3.94%	-0.07%	4.00%	1.73
4	0.28%	-0.10%	0.38%	1.87	4.22%	-0.17%	4.39%	1.87
5	1.27%	-0.42%	1.68%	2.17	5.49%	-0.58%	6.07%	2.17
6	0.05%	0.56%	-0.51%	2.06	5.54%	-0.02%	5.56%	2.06
7	0.45%	-0.06%	0.51%	2.21	5.99%	-0.07%	6.06%	2.21
8	-1.26%	-0.42%	-0.84%	2.14	4.73%	-0.49%	5.23%	2.14
9	0.00%	0.25%	-0.24%	2.01	4.74%	-0.25%	4.98%	2.01
10	0.48%	-0.30%	0.78%	2.18	5.22%	-0.55%	5.77%	2.18
11	0.24%	-0.43%	0.67%	2.52	5.46%	-0.98%	6.44%	2.52
12	0.58%	0.23%	0.36%	2.48	6.05%	-0.75%	6.80%	2.48
13	0.23%	-0.46%	0.69%	2.86	6.28%	-1.21%	7.49%	2.86
14	-0.11%	0.21%	-0.33%	2.72	6.16%	-1.00%	7.16%	2.72
15	-0.38%	-0.32%	-0.06%	2.81	5.78%	-1.32%	7.10%	2.81
16	0.19%	0.16%	0.02%	2.85	5.96%	-1.16%	7.12%	2.85
17	-0.34%	-0.27%	-0.07%	2.72	5.62%	-1.43%	7.05%	2.72
18	0.26%	0.34%	-0.08%	2.50	5.89%	-1.08%	6.97%	2.50
19	0.20%	0.43%	-0.23%	2.41	6.08%	-0.66%	6.74%	2.41
20	-0.28%	-0.41%	0.13%	2.41	5.81%	-1.06%	6.87%	2.41
21	-0.26%	0.45%	-0.72%	2.20	5.54%	-0.61%	6.15%	2.20
22	0.17%	0.37%	-0.20%	1.98	5.71%	-0.24%	5.95%	1.98
23	-0.36%	-0.02%	-0.34%	1.81	5.36%	-0.26%	5.62%	1.81
24	-0.10%	-0.01%	-0.09%	1.77	5.26%	-0.27%	5.53%	1.77
25	0.01%	-0.36%	0.38%	1.85	5.28%	-0.60%	5.88%	1.85
26	-0.06%	-0.04%	-0.02%	1.78	5.22%	-0.64%	5.85%	1.78
27	0.51%	-0.03%	0.54%	1.94	5.72%	-0.66%	6.38%	1.94
28	-0.29%	-0.26%	-0.03%	1.94	5.44%	-0.89%	6.32%	1.94
29	0.27%	-0.16%	0.43%	2.04	5.70%	-1.03%	6.73%	2.04
30	0.29%	0.21%	0.08%	2.08	5.98%	-0.84%	6.82%	2.08

Vi observerer en markant forskjell mellom de to periodene. De største forskjellene i daglige meravkastninger finner vi på dag 0, dag 1 og dag 5 etter annonseringene, med en differanse på henholdsvis 0,81%, 0,97% og 1,68%. Resultatene er imidlertid kun signifikant på dag 1. Her observerer vi en t-verdi på hele 2.44, og kan derfor forkaste nullhypotesen på et 5% signifikansnivå.

Ser vi på de kumulative avkastningene, er resultatene overbevisende. Den største kumulative forskjellen i meravkastninger finner vi på dag 13 etter annonseringene, med en differanse på 7,49%. Forskjellen er signifikant på 10% nivå fra dag 3 og ut eventvinduet. I perioden fra dag 5 til dag 21 er differansen signifikant på 5% nivå, og den er signifikant på 1% nivå fra dag 13 til dag 17. Figur 6.12 illustrerer tydelig denne forskjellen.

Figur 6.12 – Forskjell i gjennomsnittlig daglig og kumulativ meravkastning, metode 1.

Søylene i figuren viser forskjell i daglig gjennomsnittlig meravkastning for selskaper som annonserte ekstraordinære utbytter i periodene 1999-2005 og 2006-2007. Observasjoner i 2001 er utelatt grunnet den midlertidige utbytteskatten dette året. Kurven viser forskjell i kumulativ meravkastning i utfallsrommet. Meravkastningene er målt fra 30 dager før til 30 dager etter annonseringen.



T-testene av forskjell i meravkastning før og etter innføringen av skattereformen understøtter resultatene fra de andre testene. Med signifikansnivåer ned mot 1% er resultatenes grad av robusthet høy. Det hersker dermed liten tvil om at nyheten om ekstraordinært utbytte blir mottatt langt mer negativt etter 1. januar enn den ble tidligere.

7 Oppsummering og konklusjon

Resultatene vi kom frem til i analysen av hele perioden januar 1999 til desember 2007, bryter med Miller & Modiglianis irrelevansteorem. Dette blir enda tydeligere når vi analyserer perioden før innføringen av den nye skattereformen i 2006 isolert sett. Resultatene tyder her i enda større grad på at investorer oppfattet annonseringer av ekstraordinære utbytter som positive signaler. Den gjennomsnittlige daglig meravkastningen er høyest på selve annonseringsdagen, hvor den er 1,44%. Med en t-verdi på 3,36 og en p-verdi på 0,1%, kan vi forkaste nullhypotesen som sier at den daglige gjennomsnittlige meravkastningen er null, på et 1% signifikansnivå. Konklusjonen er enda tydeligere for den kumulative meravkastningen. Denne når sin topp på dag 13 etter annonseringen, hvor CAAR = 6,28%. Her er resultatene sterkt signifikante i hele perioden etter annonseringen, og vi kan forkaste nullhypotesen på et 1% signifikansnivå.

Vi har identifisert flere mulige årsaker til resultatene. For det første kan det være at ekstraordinære utbytter oppfattes som signaler om at selskapets ledelse forventer en styrket fremtidig fortjeneste, noe som innebærer at det foreligger asymmetrisk informasjon. Dette strider imidlertid med konklusjonene fra de fleste empiriske studier, for eksempel Crutchley et al.(2003), som sier at det eksisterer liten eller ingen sammenheng mellom annonseringer av ekstraordinære utbytter og fremtidig inntjening. Da vi ikke har tilgang til empiriske analyser av dette på norske data, kan vi ikke utelukke at en slik sammenheng eksisterer i Norge. Vi kan heller ikke utelukke at norske investorer opptrådte irrasjonelt, og oppfattet ekstraordinære utbytter som signal om fremtidig styrket inntjening selv om det ikke var tilfelle. Tilsvarende amerikanske studier, for eksempel Crutchley et al (2003), finner imidlertid liknende resultater som dem vi har kommet fram til, og dette svekker irrasjonalitetsargumentet.

Videre er det mulig at investorer i det norske aksjemarkedet er klar over den svake korrelasjonen mellom ekstraordinære utbytteutbetalinger og fremtidig fortjeneste, men at de ser på annonseringer som signaler om at dagens situasjon er solid, og at konkursrisikoen er lav. Dette stemmer overens med tidligere empiri som sier at det er sterk korrelasjon mellom ekstraordinære utbytter og resultatene det samme året, samt historiske resultater (Crutchley et al. 2003).

Vi har diskutert at det sannsynligvis ikke er signaliseringseffekten alene som ligger til grunn for meravkastningen vi observerer. Blant annet taler det faktum at Sandvik (2007) finner en lavere total meravkastning i forbindelse med vanlige utbytter enn vi finner for ekstraordinære utbytter imot dette. En tilleggsforklaring som ikke utelukker signaleffektsteorien, er at markedet reagerte positivt på annonseringene fordi de er med på å redusere agentkostnadene. En utbetaling av et ekstraordinært utbytte vil innebære at selskapsledelsen får redusert mulighetene til å drive imperiebygging eller investere i prosjekter med negativ nåverdi.

7.1 Forskjellen i meravkastning under de to skatteregimene.

Vi observerer et klart negativt omslag i meravkastningene i forbindelse med ekstraordinære utbytter etter innføringen av den nye skattereformen. T-testen av differansen mellom gjennomsnittsveravkastningene for de to periodene understøtter konklusjonen. Med signifikansnivåer ned mot 1% er resultatenes grad av robusthet høy. Det hersker dermed liten tvil om at nyheten om ekstraordinært utbytte blir mottatt langt mer negativt etter 1. januar enn den ble tidligere. Faktorene som gir positiv meravkastning før 2006, blir nå overskygget av den negative skatteeffekten: I det et utbytte blir utbetalt, overføres det verdier fra selskapet til skattemyndighetene.

7.2 Ekstraordinære utbytter etter 1. januar 2006

Etter 1. januar 2006 er det vanskelig å trekke klare konklusjoner om hva den faktiske meravkastningen i forbindelse med annonseringer av ekstraordinære utbytter er, på grunn av mangelen på signifikante resultater. Vi forkaster ikke nullhypotesene om at meravkastningen er null. På tross av at dette, konkluderer vi ikke med at forutsetningene for irrelevansteoremet er oppfylt. I stedet later det til at de ulike effektene helt eller delvis oppveier hverandre.

I og med at den samme skattekostnaden som er innført på utbytte også rammer aksjegevinsten, er det oppsiktsvekkende at den nye skattereformen påvirker markedets

reaksjon på ekstraordinære utbytter i så stor grad. Dette tyder på at den potensielle reduksjonen i nåverdi av skattekostnader gjennom realisering av gevinster og tap samtidig, og utsettelse av realisering, blir høyt verdsatt av investorer i aksjemarkedet.

Det er også mulig at den store endringen i forbindelse med den nye skattereformen er preget av irrasjonalitet, ved at investorer har blitt for negative til utbetalinger av ekstraordinære utbytter. Videre kan det også bero på investorenes oppfattelse av selskapets ledelse og deres kompetanse eller motiver. Ulempene forbundet med utbetalinger av utbytter tatt i betraktning, kan det oppfattes som svakt å benytte seg av denne utbetalingsmetoden, eller det kan indikere at de ikke har aksjonærenes beste i fokus. Ved å utbetale et utbytte, sier man indirekte at man ikke har evne eller mulighet til å skape større meravkastning for aksjonærene ved å investere pengene i prosjekter med positiv nåverdi, selv med den uheldige skatteeffekten.

Sammenlignet med det amerikanske skattesystemet, har vi i Norge hatt en omvendt utvikling de siste årene, mot et system hvor det er mindre gunstig å utbetale utbytte. DeAngelo et al. (1999) finner i sine studier at endringer i skattesystemet har hatt liten effekt på selskapenes bruk av ekstraordinære utbytter i USA. I løpet av de første to årene etter innføringen av den nye skattereformen i 2006, finner vi til motsetning at norske selskaper har redusert bruken av disse markant. Vi ser imidlertid ikke bort fra at dette i alle fall delvis kan skyldes tilpasninger i for- og etterkant av reformprosessen, og det er for tidlig å si om den nye skatteloven har redusert bruken av ekstraordinære utbytter permanent.

Et interessant utviklingstrekk i USA som vi også finner i Norge, er at mens de ekstraordinære utbyttene har blitt færre, har de også blitt større. DeAngelo et al., knytter denne utviklingen til signaleffektsteorien, og forklarer dette med at de små utbyttene har blitt oppfattet som svake signalbærere, uegnet til å formidle signaler differensierte fra vanlige utbytter. Store utbytter vekker oppmerksomhet i seg selv rett og slett ved å være store.

Den samme mekanismen kan også ha spilt en rolle i det norske aksjemarkedet. Vi tillegger imidlertid skatteargumentet en større viktighet enn DeAngelo et al., og mener den nye skattereformen reduserer tilbøyeligheten til å benytte ekstraordinære utbytter. En vel så viktig årsak kan derfor være at det ikke eksisterer gode alternativer til disse når man ønsker å utbetale store mengder kapital over en kort periode. Dermed kan selskapene finne det hensiktsmessig å utbetale ekstraordinære utbytter på tross av de uheldige skatteeffektene.

Vi merker oss også at selskapene som utbetaler ekstraordinære utbytter har blitt signifikant større, noe som i alle fall delvis kan forklare at utbyttene har blitt større. Selv om dette til en viss grad skyldes generell børsvekst, har veksten blant selskapene som annonserer ekstraordinære utbytter vært mye kraftigere. Det er interessant å observere dette, fordi store selskaper har andre muligheter til å tilpasse seg skattemessig enn små. Vi sikter her spesielt til det nye skjermingsfradraget. Dette gir selskaper med høy markedsverdi mulighet til å utbetale større utbytter, i absolutte termer, skattefritt. Som forklart i kapittel 3, beregnes skjermingsfradraget på grunnlag av aksjenes kostpris.

7.3 Avsluttende kommentarer

Hva årsaken enn er til den negative trenden, så er den utvilsomt interessant både for ledelsen i børsnoterte selskaper, for investorer, og for skattemyndighetene. Der det tidligere var åpenbart at markedet verdsatte ekstraordinære utbytteutbetalinger, er det nå lite som tyder på at det samme er tilfelle. Den ene analysen vår indikerer sågar at markedet nå reagerer negativt på ekstraordinære utbytter. I større grad enn tidligere bør selskaper derfor vurdere andre metoder for å foreta utbetalinger til sine aksjonærer, som tilbakekjøp av aksjer eller utbetaling av ordinært utbytte. Dette kan også resultatene fra kapittel 3 tyde på at de gjør, med tanke på det store fallet i antall annonseringer fra 2005 til 2006.

En investor kunne før 2006 benytte en kortsiktig strategi hvor han kjøpte aksjer i det et ekstraordinært utbytte ble annonsert, og i snitt få en meravkastning på mellom 3% og 4,5%, avhengig av om metode 1 eller metode 2 blir lagt til grunn. Våre resultater viser at denne strategien ikke lenger er lønnsom. Faktisk tyder resultatene fra metode 1 på at det nå heller kan være fornuftig å gå kort i aksjen på det samme tidspunktet. På grunn av den store usikkerheten i resultatene, og de få annonseringene vi har å forholde oss til, har vi imidlertid ikke nok informasjon til å fastslå dette med sikkerhet.

Myndighetene bør være klar over at endringer i skattepolitikken får konsekvenser både for hvordan selskaper benytter seg av utbytter, og hvordan de mottas av markedet. Våre studier tyder for eksempel på at endringer i skatteloven generelt, og utbytteskatten spesielt, kan hindre optimal ressursallokering. Dette har vi imidlertid kun studert indirekte, og videre undersøkelser er nødvendig for å avgjøre om så er tilfelle.

Det må fremheves at vi har tilgang til relativt få observasjoner fra perioden etter at den nye skattereformen ble innført. Vi kan heller ikke se bort fra at det har forekommet ekstreme utfall i overgangsperioden rundt det nye skattesystemet. Vi har nevnt tidligere at mange selskaper gjorde tilpasninger til den nye skatteloven i forkant av denne. Spesielt fant vi en stor økning i antall utbytter i en toårsperiode før innføringen av skattereformen. Det er derfor plausibelt at frekvens og volum av ekstraordinære utbytter både før og etter innføringen av reformen har blitt påvirket av selve omleggingen av skattesystemet, og derfor har vært unormale. Markedet kan også ha oppfattet ekstraordinære utbytter spesielt positivt i forkant, og spesielt negativt i etterkant av innføringen, da det var økonomisk mye gunstigere å ta penger ut av selskapene før enn etter 2006.

7.4 Videre forskning

Da vi kun har hatt tilgang til data fra to år etter at den nye skattereformen ble innført, vil det være hensiktsmessig å gjøre nye undersøkelser når selve reformprosessen tilhører fortiden, og vi kan observere hvordan selskaper og markedet på sikt tilpasser seg det nye skattesystemet. Våre analyser på data tilgjengelige i dag, har ikke gitt signifikante resultater for perioden etter 1. januar 2006. En undersøkelse på et større tallmateriale, over en lengre periode, vil derfor kunne gi nye svar.

Vi har heller ikke undersøkt den langsiktige meravkastningen for selskaper som utbetaler ekstraordinære utbytter, da dette ikke ville vært mulig for annonseringene etter 2006. En slik undersøkelse vil kunne avdekke hvorvidt ekstraordinære utbytter forteller noe om fremtidige resultater, og om den umiddelbare markedsreaksjonen er knyttet til rasjonelle forventninger.

Til slutt ville det også vært interessant å se mer direkte beviser på selskapslederes og investorers holdninger til ekstraordinære utbytter. En måte å skaffe til veie dette på, kan være å gjennomføre kvalitative og/eller kvantitative undersøkelser, for eksempel gjennom intervju og spørreundersøkelser.

KILDEHENVISNING

Bhattaacharya, S. (1979): Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand. (Fallacy Bell Journal of Economics. Vol. 10. side 259-270)

Bodie,Z., Kane, A. og Marcus, A.J.(2005): Investments. 6. utg. McGraw-Hill/Irwin, Boston

Boye,K. , Hveem, D.J. , Hansen,T., Torgrimsen,Bjørn. (2007) Personlig økonomi 2007

Boye,K. og Koekebakker, S. (2006) Finansielle emner. 14.utg. Cappelen akademisk., Oslo, kap. 8

Bredesen, I. (2005) Investering og finansiering, 3.utg. Gyldendal akademiske, Oslo

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

Brown, S., and Warner, J. (1985) Using daily stock returns: The case of event studies. (Journal of Financial Economics 14 side 3-31)

Brudvik, A.J. (2006) Skatterett for næringsdrivende. utg. 29. Cappelen akademisk forlag, Oslo.

Crutchley, C.E., ,Hudson, C.D, Jensen, M. R. H og Marshall, B.B (2003) Special Dividends, What Do They Tell Investors About Future Performance. (Financial Services Review side 129 – 141)

DeAngelo, H., DeAngelo, L. og Skinner, D.J. (2000) Special dividends and the evolution of dividend signalling. (Journal of Financial Economics 57 side 309-354)

Finansdepartementet, ”Ot.prp-nr.1”,(1997-98)

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/otprp/19971998/Otprp-nr-1-1997-98-/23/2/1.html?id=302126>] (14 november)

Finansdepartementet, ”St.prp.nr.-1”(2008-2009)

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/19971998/Stmeld-nr-41-1998-/6/2.html?id=317010>)] (15 november)

Finansdepartementet, "St.prp.nr.-1" (2008-2009)

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stprp/2008-2009/stprp-nr-1-2008-2009--2/6.html?id=530462>] (15 november)

Ikenberry, D., J. Lakonishok og T. Vermaelen (1995) The underreaction to open market share repurchases. (Journal of Financial Economics 39 side 181-208)

Jaganatthan, M., Stephens, C. og Weisbach, M. (2000) Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. (Journal of Financial Economics vol. 57, side 355-384)

Jarrow, R. A, Maksimovic, V., Ziemba, W. T. (1995) Handbooks in operations research and management science. Vol9, Amsterdam, North-Holland, kap. 25

Keller, G., Warrack, B., (2003) Statistics for management and economics. 6.utg, Thomson/Brooks/Cole, Pacific Grove, California

Kristiansen, E.G. FIE 427 (2008) Finansieringsvalg under asymmetrisk informasjon. (Forelesning 6, side 22)

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)

Louge, D.E, (1984) Handbook of modern finance. Boston, Mass.:Warren, Gorham & Lamont, Del 1-2

Mesquita, B.B. (2005) Principles of International Politics, 3 edition, Cq Press

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

Nærings_og_handelsdepartementet,

Bedriftsinformasjon, [http://www.bedin.no/php/d_emneside/cf/hApp_101/hPKey_2335/hDKey_1] (8 november)

Nærings_og_handelsdepartementet, "St.meld.nr.41", (1998),

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/19971998/Stmeld-nr-41-1998-/6/2.html?id=317010>] (16 november)

Næringslivets hovedorganisasjon, "Skatter og avgifter", [<http://www.nho.no/skatter-og-avgifter/fritaksmetoden-article16655-178.html>] (16 november)

PricewaterhouseCoopers(2008) "MentorAjour",

[[http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/A5CCEAFEF55A0EDA80257102002C4E2C/\\$file/MentorAjour_1_januar_2008.pdf](http://www.pwc.com/Extweb/pwcpublications.nsf/docid/A5CCEAFEF55A0EDA80257102002C4E2C/$file/MentorAjour_1_januar_2008.pdf)] (12 november)

Sandvik, J.K. (2007) Styring av aksjonærverdi - effekter av skatter og informasjonsasymmetri ved annonseringer om endret utbyttepolitikk i Norge og USA. Masterutredning i finansiell økonomi, Norges handelshøyskole, Bergen

Shapiro, A., (2004) *Multinational Financial Management*, 8th edition, Wiley Press.

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

Skatteetaten, "Foretaksmodellen" (2005)

[(<http://www.skatteetaten.no/Templates/Artikkel.aspx?id=29348&epslanguage=NO>)] (16 november)

Vormestrand, Ø. (2006) Opsjonsprising: utvikling og betydning av Black-Scholes-Merton-modellen. Masterutredning i finansiell økonomi. Norges Handelshøyskole, Bergen

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

8 APPENDIKS

Følgende observasjoner er brukt som datagrunnlag for studiet:

Selskap	Ticker	Annonseringsdato
ABG Sundal Collier	ASC	06.12.2002
ABG Sundal Collier	ASC	03.05.2006
Actinor Shipping	ACS	15.11.1999
Actinor Shipping	ACS	29.11.2000
AF Gruppen	AFG	26.04.2005
Aker	AKER	15.09.2005
Aker Kværner	AKVER	15.03.2007
Avantor	AVA	14.08.2000
Blom	BLO	12.05.2000
Bonheur	BON	28.10.2004
Bonheur	BON	27.05.2005
Bonheur	BON	28.09.2005
Bonheur	BON	30.08.2006
Bonheur	BON	23.11.2007
Borgestad	BOR	29.11.2006
Borgestad	BOR	20.11.2007
Camillo Eitzen & Co	CECO	29.11.2005
Deep Sea Supply	DESSC	29.08.2007
DNO International	DNO	08.06.2004
DNO International	DNO	22.11.2004
DOF	DOF	30.04.2002
Domstein	DOM	11.09.2002
Domstein	DOM	06.07.2005
Dyno	DYN	24.07.2000
Ekornes	EKO	02.03.2004
Eltek	ELT	30.11.1999
Eltek	ELT	29.09.2000
Expert	EXPERT	13.09.2002
Frontline	FRO	10.06.2003
Frontline	FRO	28.05.2004
Frontline	FRO	01.10.2007

Ganger Rolf	GRO	28.10.2004
Ganger Rolf	GRO	27.05.2005
Ganger Rolf	GRO	28.09.2005
Ganger Rolf	GRO	30.08.2006
Ganger Rolf	GRO	23.11.2007
Golar LNG	GOL	02.01.2004
Golar LNG	GOL	07.06.2007
H?G	HAG	24.08.2005
Hafslund ser, A	HNA	16.04.2007
I,M, Skaugen	IMSK	21.10.2003
I,M, Skaugen	IMSK	30.11.2005
IMAREX	IMAREX	10.11.2007
Industrifinans Boligeiendom	IFB	20.10.1999
Industrifinans Boligeiendom	IFB	05.04.2001
Industrifinans Boligeiendom	IFB	15.04.2002
Itera Consulting Group	ITE	12.07.2005
Klippen Invest	KLI	23.07.2004
Komplett	KOM	07.03.2005
Komplett	KOM	01.09.2005
Mefjorden	MEF	31.10.2003
Mefjorden	MEF	27.01.2004
Mosvold Shipping Ltd,	MSL	03.02.2000
Nera	NER	28.04.2004
Norman	NORMAN	08.12.2004
Norsk Vekst	NOV	26.10.2006
Norstat	NSTAT	19.06.2007
Odfjell ser, B	ODFB	09.12.2003
Odfjell ser, B	ODFB	05.11.2004
Odfjell ser, B	ODFB	02.10.2005
Odfjell ser, B	ODFB	05.05.2006
Odfjell ser, B	ODFB	06.09.2006
Olav Thon Eiendomsselskap	OLT	17.10.2005
Orkla	ORK	19.02.2004
Orkla	ORK	10.03.2005
P4 Radio Hele Norge	PFI	17.11.2005
Petroleum Geo-Services	PGS	18.05.2007
Prosafe	PRS	15.12.2003
Prosafe	PRS	15.11.2004
Prosafe	PRS	07.12.2005
Prosafe	PRS	08.12.2006
Prosafe	PRS	15.11.2007
Rieber & S?n	RIE	25.04.2003
Rieber & S?n	RIE	27.01.2005

Skiens Aktiem?lle	SKI	17.03.2005
Sparebanken ?st	SPOG	26.09.2005
StatoilHydro	STL	31.03.2005
StatoilHydro	STL	31.03.2006
StatoilHydro	STL	30.03.2007
Stolt-Nielsen	SNI	15.03.2005
Tandberg Data	TAD	28.06.2001
Technor	TEC	29.08.2005
Teco Maritime	TECO	09.08.2005
Teco Maritime	TECO	08.12.2005
Teco Maritime	TECO	15.11.2006
Tomra Systems	TOM	31.03.2005
Unitor	UTO	03.11.2004
Veidekke	VEI	03.11.2005
Vizrt	VIZ	09.05.2007
Wilh, Wilhelmsen ser, A	WWI	30.10.2003
Wilh, Wilhelmsen ser, A	WWI	22.09.2004
Wilh, Wilhelmsen ser, A	WWI	28.10.2005
Wilh, Wilhelmsen ser, A	WWI	30.10.2006
Wilh, Wilhelmsen ser, A	WWI	01.11.2007