



Markedsreaksjon ved annonsering av SCRIP-program

En begivenhetsstudie om markedsreaksjon ved annonseringen av et SCRIP/utbytteaksje-program, med Statoil som case-eksempel

Harald Hovde Buberg Jonas Kvalheim Klock

Veileder: Thore Johnsen

Masterutredning i økonomi og administrasjon

Hovedprofil: Økonomisk styring og Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen tar vi for oss annonseringseffekten av SCRIP-utbytteprogrammer og Statoils implementering av SCRIP for utbyttet i fjerde kvartal 2015. Hensikten med denne utredningen er å finne ut om det foreligger unormal avkastning ved annonseringen av at selskap ønsker å tilby SCRIP (utbytteaksjer). Vi tar for oss 33 ulike SCRIP-annonseringer i perioden 2000-2016 på den britiske børsindeksen FTSE All-Share. Samtidig ønsker vi å undersøke hvilke implikasjoner SCRIP-programmet har for Statoils finansielle situasjon.

Vi estimerer effekten av SCRIP-annonseringer ved å gjennomføre en begivenhetsstudie, hvor vi beregner unormal avkastning i aksjemarkedet for de aktuelle selskapene. Vi finner ingen signifikant effekt på annonseringsdagen, men estimert verdi er marginalt positiv. Da SCRIP programmer har tilsvarende trekk som en reduksjon av kontantutbytte, er dette resultatet noe overraskende. Årsaken til dette ligger i at utbyttereduksjon tradisjonelt er forbundet med negativ unormal avkastning. SCRIP virker derfor å sende signaler til markedet om at selskapet ønsker en opprettholdelse av utbytte, og man unngår de negative signalene forbundet med et utbyttekutt. Videre antyder resultatene at selskapene som tilbyr SCRIP er større, har svakere inntjening, dårligere kontantdekning for kortsiktig gjeld og reinvesterer mer enn kontrollgruppen det året de annonserer SCRIP. Vi mener disse resultatene indikerer at SCRIP benyttes av selskap med midlertidig inntjenings- og likviditetsproblemer, som ønsker å oppfylle utbytteforpliktelsen samtidig som de opprettholder finansiell fleksibilitet for å betjene gjeld og fortette å investere.

I tilfellet for Statoil vil et SCRIP-program kunne gi betydelig større tilgang på kortsiktige finansielle midler til å dekke fremtidige forpliktelser og investeringer. Dette vil igjen kunne gi bedret troverdighet i obligasjonsmarkedet og øke tilgangen til fremtidig ekstern finansiering for selskapet. På bakgrunn av argumentene i utredningen virker en implementering av et SCRIP-program å være rasjonelt i Statoils tilfelle.

Forord

Denne utredningen er skrevet som en avsluttende del av vår mastergrad i Økonomisk styring og Finansiell økonomi. I utgangspunktet var temaet for oppgaven en gjennomgang av SCRIP-utbytteprogram og om et slikt program ville være hensiktsmessig for å hjelpe Statoils finansielle posisjon. Underveis i utredningen annonserte Statoil nettopp et slikt utbytteprogram, så aktualiteten økte betydelig og vi fikk dermed bekreftet at vi var inne på et interessant tema.

Temaet i utredningen innehar begrenset med tidligere empiri og vi har derfor funnet det interessant å fremstille nye funn rundt dette emnet.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder Thore Johnsen, som har gitt oss god og konstruktiv tilbakemelding gjennom arbeidet med denne utredningen. Vi ønsker også å rette en takk til aksjeanalytiker Karl Johan Molnes med gode analytiske innspill og kommentarer.

Norges Handelshøyskole

Bergen, juni 2016

Harald Hovde Buberg

Jonas Kvalheim Klock

Innhold

Sammendrag	iii
Forord	iv
1. Introduksjon	1
2. Problemstilling og avgrensning.....	3
2.1 Definisjoner:.....	4
3. Bakgrunn for studien	5
4. Teori	8
4.1 Hva er utbytte?	8
4.2 SCRIP	8
4.3 Modigliani & Millers irrelevansteorem.....	10
4.4 Markedseffisiens og reaksjoner på ny informasjon.....	10
4.5 Signalteori	12
4.6 Utbytte og livssyklusmodellen	14
4.7 Utbytte og agentteori.....	15
4.8 Skatt.....	15
5. Empiriske studier av SCRIP	17
5.1 Selskapskarakteristika ved SCRIP-tilbydere.....	17
5.2 Markedsreaksjoner på annonsering av SCRIP	19
5.3 Implikasjoner for Statoil.....	20
6. Metode.....	21
6.1 Begivenhetsstudie.....	21
6.2 Valg av datatype.....	21
6.3 Unormal avkastning	22
6.4 Lineær regresjon (OLS - ordinary least squares)	24
6.4.1 Hypotesetesting	24
6.5 AR og CAR	25

6.6 Valg av begivenhetsvindu	26
6.7 Risikofritt aktivum	26
6.8 Manglende handelsdager	26
6.9 Betaestimering.....	27
6.9.1 Valg av estimeringsperiode	27
6.9.2 Valg av tidsintervaller	28
6.9.3 Justering av beta	29
6.10 Hypoteser	29
6.10.1 Karakteristika av SCRIP-selskap	30
7. Data	32
7.1 Innsamling av data	32
7.1.1 The FTSE All-Share Index.....	33
7.1.2 Risikofritt aktivum	33
7.2 Utvalg	34
7.2.1 Parameterestimering.....	34
7.2.2 Utvalgskriterier.....	35
7.3 Deskriptiv statistikk.....	36
7.3.1 Prisserie - FTSE All-Share	36
7.3.2 Betaestimerer	37
8. Resultater og Analyse.....	38
8.1 SCRIP-annonseringer	38
8.2 Karakteristika av SCRIP-selskap	40
8.3 Delkonklusjon SCRIP	43
9. Statoil	44
9.1 Vilkårene i SCRIP-programmet	44
9.2 Analyse av Statoils SCRIP-implementering	46
9.3 Endret utbyttevaluta fra NOK til USD	53

9.4 Delkonklusjon analyse Statoil	57
10. Robusthet og svakheter	58
10.1 Robusthet.....	58
10.1.1 Betaestimer	59
10.2 Svakheter.....	59
10.3 Forslag til videre studier.....	61
11. Konklusjon	62
Bibliografi	64
Appendiks.....	71
Appendiks A: Teori.....	71
A1: OLS-utledning	71
Appendiks B: Litterære studier	74
B1: Opptak av SCRIP med rabatt	74
Appendiks C: Data	75
C1: Liste over alle begivenheter.....	75
C2: Sektorinndeling.....	76
C3: Oversikt over seleksjon	78
Appendiks D: Deskriptiv statistikk	79
D1: Histogram daglig volatilitet.....	79
D2: Betaverdier	79
Appendiks E: Analyse.....	82
E1: Resultater unormal avkastning	82
E2: Karakteristika SCRIP-selskap	85
E3: Ratingtabell.....	87
E4: Generalforsamling 11.mai 2016	88
E5: Endret utbyttevaluta fra NOK til USD	89

1. Introduksjon

Denne utredningen skal ta for seg annonseringseffekten av at selskap ønsker å tilby utbytteaksjer til aksjonærene, og avdekke markedsreaksjonene ved å introdusere et slikt tilbud. En mer tidsmessig og internasjonal betegnelse på utbytteaksjer er SCRIP-utbytte, og vi benytter denne termen videre i avhandlingen. SCRIP er et reinvesteringsprogram som selskap i økende grad tilbyr aksjonærer som ønsker å reinvestere kontantutbytte i nyutstedte aksjer. Ønsker aksjonæren å benytte seg av dette, mottas verdien av kontantutbytte i form av nye aksjer. Dette er nylig blitt omdiskutert mye i norsk media etter at Statoil ønsket å implementere et SCRIP-program for sine aksjonærer. Thore Johnsen opplyser at i norsk sammenheng ble dette først introdusert av Forenede-Gruppen og Forretningsbanken i perioden 1985/86 (personlig kommunikasjon, 15. juni 2016). I nyere tid er dette blitt benyttet av Aker ASA (2015) og John Fredriksens Ship Finance¹ (Børskommentar DN, 2016), men er ikke spesielt vanlig i norsk sammenheng.

Oljeprisen har siden juni 2014 falt fra \$ 114,25 per fat til et foreløpig bunnivå på \$ 27 i januar 2016. Dette har gitt en rekke store oljeselskaper alvorlige inntjeningsproblemer og bransjen som helhet preges av kostnadskutt i alle ledd. I norske medier har Statoil vært mye omdiskutert da over 3000 stillinger er kuttet siden begynnelsen av 2014. Til tross for denne nedgangskonjunkturen i bransjen har Statoil, gjennom lånefinansiering, opprettholdt utbyttebetalingen. Dette har blitt kritisert av en rekke politikere og gitt blandet medieomtale (NTB, 2015; Kommentargruppe, Aftenposten, 2016).

Statoil annonserte i sin fjerdekvartals-presentasjon for 2015 at de ønsket å tilby et SCRIP-program overfor sine aksjonærer. Utfyllende beskrivelse av vilkårene i programmet finnes i kapittel 9.1. Mottakelsen blant analytikerne og media har vært blandet, hvor blant annet John Olaisen fra ABG Sundal Collier har vært kritisk til Statoils SCRIP-program, og uttalt til DN (Jensen T. C., 2016) at Statoil like gjerne kunne kuttet utbytte til null dersom bakgrunnen for programmet er kontantbesparelse. Teodor Sveen-Nilsen fra Swedbank er mer positiv, og mener Statoil signaliserer ønske om å opprettholde sin utbytteforpliktelse overfor eierne (Hartwig, 2016). Han er derimot usikker på markedets reaksjon på annonseringen av SCRIP-programmet. Statoil uttaler også i fjerdekvartalsrapporten for 2015 (Statoil ASA, 2016a) at Regjeringen, som majoritetsaksjonær gjennom Olje- og energidepartementet, støtter forslaget.

¹ Ikke notert på Oslo Børs

Staten søker da å matche minoritetsaksjonærenes deltakelse i programmet for å opprettholde sin eierandel på 67 %, (Hentet fra Bloomberg 24.05.2016) og dermed unngå en utvanning som følge av programmet. Dette er nærmere forklart i kapittel 9.1 om Statoil.

For Statoil ble aksjekursutvikling meget positiv den påfølgende dagen, men annonseringen av SCRIP-programmet ble gitt sammen med en kapitalmarkedsoppdatering med oppnådde kostnadskutt og CAPEX-guiding bedre enn forventet, noe som har bidratt til å heve kursen. Vi ønsker derfor å undersøke hvordan markedet generelt reagerer på SCRIP-annonseringer og gjøre en gjennomgang av effekten for Statoil.

2. Problemstilling og avgrensning

Utredningen tar for seg et utvalg aksjer som inngår i FTSE All-Share indeksen, hvor vi analyserer effekten på aksjekursene av at selskap annonserer SCRIP-programmer i det britiske markedet. For Statoils tilfelle ville en effekt fra det norske markedet vært mest relevant, men det finnes svært få observasjoner av SCRIP i Norge, og datagrunnlaget ville vært for lite til å trekke konklusjoner. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i FTSE All-Share indeksen, hvor det foreligger større datagrunnlag. Å ta utgangspunkt i selskap på S&P500 ble også vurdert, men det viste seg vanskelig å finne annonseringsdatoer på en pålitelig måte. Vi har avgrenset studien til å innebære perioden 2000-2016, grunnet forhold knyttet til datainnsamlingen. Dette er grundigere behandlet i kapittel 7.

Vi har utledet følgende hovedproblemstillinger:

- 1. Foreligger det unormal avkastning ved annonsering av SCRIP?*
- 2. Hvordan kan et SCRIP-program påvirke Statoils kapital- og utbyttesituasjon?*

Med tilhørende underproblemstilling:

- 3. Hva karakteriserer selskap som tilbyr SCRIP?*

2.1 Definisjoner:

I utredningen benyttes ulike ord og terminologier som vi kort ønsker å definere:

Perfekt kapitalmarked: (Fama, 1970)

- i. Det foreligger ingen transaksjonskostnader.
- ii. All tilgjengelig informasjon er kostnadsfritt tilgjengelig for markedsaktørene.
- iii. Samtlige markedsaktører er enige i at all tilgjengelig informasjon er priset inn i markeds- og futurespriser.

I et slikt marked reflekteres all tilgjengelig informasjon fullt ut i prisene i markedet og markedet er således effisient.

- Random walk: Prisene beveger seg tilfeldig over tid, og sannsynligheten for om avkastningen er høy eller lav en gitt dag er like stor, uavhengig av hvordan prisene har beveget seg tidligere. (Brealey, Myers, & Marcus, 2009)
- Utbytteaksjer: Utbytte gitt i form av aksjer, ikke kontanter. NB: Brukes mye feilaktig i media om aksjer som generelt betaler kontantutbytte, og må ikke forveksles.
- I oppgaven blir "Oljepris" definert som Brent blend, som er benchmark-prisen for omtrent $\frac{2}{3}$ av den handlede oljen i verden (Store norske leksikon, 2009)
- boe (barrels of oil equivalent/fat oljeekvivalenter): Et mål på å kvantifisere mengden råolje, våtgass og naturgass ved bruk av samme basis-måleenhet. Volumet av naturgass blir omdannet til fat basert på energiinnholdet. (Statoil ASA, 2012a)
- NOK = Norske kroner
- USD = Amerikanske dollar
- American depositary receipt (ADR) er et omsettelig aktivum som representerer et underliggende aktivum for et ikke-amerikansk selskap, men som gjennom ADR kan handles i det amerikanske markedet. (Statoil ASA, 2013)
- CAPEX: Capital Expenditure. Beløp selskapet investerer i materielle driftsmidler/eiendeler.
- Gjeldstak: Netto rentebærende gjeld i forhold til sysselsatt kapital: $\frac{NRBG}{SK}$
- Cash cow: Veletablert og modent selskap med få vekstmuligheter og stabil inntjening.

3. Bakgrunn for studien

Det kraftige oljeprisfallet som startet sommeren 2014 har ført til alvorlige inntjeningsproblemer i hele oljeservice-bransjen, hvor store kostnadskutt og nedbemanninger har blitt gjennomført. Eksempler på selskaper som har gjennomført kutt internasjonalt er oljegiganter som BP, ConocoPhillips, Shell og Baker Hughes. (TDN Nyhetsbyrå, 2015; Olson, 2015; Macalister, 2016; BBC, 2016). Statoil, som største selskap på Oslo Børs og en betydelig bidragsyter til statskassen, har også kommet i store inntjeningsproblemer og har den siste tiden prioritert kostnadskutt og en estimert nedbemanning på 4500 fra 2013 til utgangen av 2016 (Takla & Laustsen, 2015). For å belyse de store problemene oljebransjen og Statoil har stått overfor, har markedsverdien til Statoil falt fra over NOK 624 milliarder siden oljepristoppen i 2014 og ned til en markedsverdi på under 320 milliarder ved bunnivået i januar. I den samme perioden har Statoil valgt å opprettholde sitt utbytte på NOK 1,8 per aksje hvert kvartal. Utbytte gikk fra å bli annonsert i NOK til USD fra og med andrekvartal 2015, hvor da NOK 1,8 tilsvarte USD 0,2201 (Statoil ASA, 2016d). Dette medførte en total utbytteforpliktelse på omtrent NOK 23 milliarder årlig, dersom man opererer med tall fra 2015 hvor årlig gjennomsnittskurs for USD/NOK var 8,0739 (Norges Bank, 2016). Beslutningen om opprettholdelsen av utbytte har vært mye omtalt i media, og både kritisert og støttet av analytikere og akademikere.

Blant de negative synene var fokuset rettet mot Statoils kapitaltilgang og gjeldsgrad. Teodor Sveen-Nilsen i Swedbank uttalte for DN at Statoil måtte låne NOK 57 milliarder ved opprettholdelsen av utbyttene hvor en oljepris på 39 dollar fatet ble lagt til grunn (Takla & Laustsen, 2015). Analytiker John Olaisen i ABG Sundal Collier uttalte at et lånefinansiert utbytte ville medføre at Statoil bryter gjennom selskapets gjeldstak på 30 % (Lohne & Løvås, 2015). Trond Omdal i Pareto Securities støttet John Olaisen med tanke på at Statoil ville bryte gjennom gjeldstaket dersom oljeprisen holder seg på 40 dollar fatet eller lavere i utgangen av 2016, da det vil bli krevende for selskapet å selge flere eiendeler. Omdal mente dette ville føre til at selskapet blir tvunget til å kutte utbytte, noe han begrunnet med at utbyttet ikke kan opprettholdes dersom man ikke har noe å betale ut (Laustsen, 2016). John Olaisen uttrykte også at utbyttet opprettholdes fordi aksjonærene ønsker det, hvor staten er siste instans med en eierandel på 67 % (70,23 % med Folketrygdfondet) og dermed alene har kvalifisert flertall² ved avstemming. (Kongsnes & Lewis, 2016)

² Minst $\frac{2}{3}$ av stemmeberettigete aksjer i selskapet

Direktør for aksjer i Folketrygdfondet, Nils Bastiansen, uttalte at Statoil kunne bli mindre attraktivt for investorer dersom et utbyttekutt ble vedtatt. Bastiansen begrunnet dette med at et utbyttekutt kunne medføre at Statoil ville fått høyere kostnader gjennom kapitalmarkedet med å finansiere fremtidig vekst (Hellesnes & Nicolajsen, 2016). Dette er grundigere analysert i kapittel 9.2. Også professor i petroleumøkonomi ved Universitetet i Stavanger, Klaus Mohn, har forsvart milliardutbyttet og påpekte at det ikke er tilgangen til kapital eller kontanter som begrenser aktiviteten til Statoil, men tilgangen til lønnsomme prosjekter. Med andre ord har utbyttebetalingene begrenset relevans for de operasjonelle aktivitetene. Videre uttalte Mohn at dersom selskapet kutter utbyttet og dermed besitter for mye kapital, kan det bli investert i ulønnsomme prosjekter og gi arbeidsplasser som ikke er bærekraftig over tid. Gjennom dette kan til og med de ansatte være tjent med at Statoil betaler utbytte til aksjonærene (Topdahl, 2015).

Statoil meldte selv at CAPEX-guidingen for 2016 er på omtrent USD 13 milliarder. I dagens situasjon hvor Statoil leverte negativ kontantstrøm på NOK 18 milliarder for 2015, gjennomførte omfattende kostnadskutt og betydelige nedbemanninger, er det flere som kritiserer opprettholdelsen av utbytteneivået. Da selskapet har bundet seg til utbygging av Johan Sverdrup-feltet, et av de største oljefeltene funnet på norsk sokkel, betyr dette at likvide midler vil forsvinne fort fra selskapet ved en vedvarende lav oljepris. Dette påvirker også Statoils balanse og gjeldsgraden begynner å nærme seg taket på 30 %, som er øvre grense for hva Statoil har uttalt som ønsket intervall (Statoil ASA, 2016d). Kredittratingbyrået SEB (2016) nedgraderte Statoil sin kredittrating fra AA- til A+ i februar 2016³, samtidig som Moody's og S&P satte Statoil under observasjon⁴: "We lowered our ratings on Royal Dutch Shell PLC to `A+/A-1` from `AA-/A-1+` and placed the long-term rating on CreditWatch with negative implications. We also placed on CreditWatch negative our ratings on BP PLC, Eni SpA, Repsol S.A, Statoil ASA, Statoil Forsikring AS, Statoil US Holdings Inc., and Total S.A." (S&P, 2016). Dette er alle eksempler på at Statoils finansielle situasjon begynner å bli presset.

På kapitalmarkedsdagen for fjerdekvartal 2015 (Statoil ASA, 2016a) uttalte konsernsjef Eldar Sætre at utbyttebetalingen ble opprettholdt på USD 0,2201 per kvartal, men at Statoil ønsket å implementere et SCRIP-program hvor eierne ville få mulighet til å velge mellom å motta aksjer med 5 % rabatt eller ordinært kontantutbytte. Med bakgrunn i foregående avsnitt og

³ Se Tabell E3 i appendiks for ratingtabell

⁴ Moody's og S&P har i senere tid nedgradert ratingen til Statoil

Sætres uttalelser ønsker vi å gjennomføre en begivenhetsstudie av SCRIP for å undersøke hvordan markedet generelt reagerer på annonsering av slike programmer, og skape en bedre forståelse av hva et slikt program innebærer for aksjonærene og selskapene som tilbyr det. Vi ønsker videre å bruke Statoil som et case-eksempel for å belyse hvordan et slikt program vil påvirke Statoils finansielle posisjon, utbyttekostnad og markedsverdi.

4. Teori

For å gi en forståelse av hva vi baserer vår analyse på, skal vi i denne delen av oppgaven ta for oss ulike relevante teorier hva gjelder utbyttepolitikk, og hvordan denne utvikler seg over livssyklusen til mange selskap. Dette er relevant for å forstå hvorfor selskap betaler utbytte, hvilke typer selskap som er utbyttebetalere og hvordan markedet oppfatter endringer i utbyttepolitikk. I kapittel 5 vil vi legge frem enkelte empiriske funn hva gjelder ledelsen og investorenes persepsjon av SCRIP.

4.1 Hva er utbytte?

Utbytte er utbetalinger fra selskaps overskudd normalt i form av kontanter, men selskap kan også betale ut dette i form av nyutstedte aksjer. Selskapet kan også distribuere midlene gjennom tilbakekjøp av egne aksjer eller i form av tilbakebetaling av innskutt egenkapital, men vi velger å ikke fokusere på denne typen utbetalinger i vår utredning. Sett fra et regnskapsmessig perspektiv er utbytte generelt en reduisering av selskapets akkumulerte overskudd som overføres direkte til aksjonærene.

Til tross for en rekke teorier om hvordan en optimal utbyttepolitikk skal føres, finnes det i dag flere selskap med samme selskapskarakteristika, på tvers og innad i bransjer, som opererer med forskjellig utbyttepolitikk. Flere teorier og empiriske analyser har forsøkt å belyse hvorfor dette er tilfellet. I det følgende vil vi derfor søke å presentere noen av de utbytteteoriene som benyttes i klassisk finansteori for å skape en forståelse av vår oppfatning av utbytte og hvordan SCRIP passer inn i dette.

4.2 SCRIP

Ettersom oppgaven eksplisitt omhandler annonseringer av SCRIP, ønsker vi å utdype hva et slikt program innebærer. Selskap som tilbyr SCRIP gir investorene en mulighet til å reinvestere utbytte i nyutstedte aksjer, hvor antallet aksjer hver aksjonær mottar avhenger av verdien av kontantutbytte. Aksjonærfordelene med SCRIP er at denne type reinvestering av utbytte reduserer transaksjonskostnadene betraktelig eller fullstendig. I enkelte tilfeller tilbys også SCRIP-aksjene til rabatt, noe som kan gi investorene økt incentiv til å velge SCRIP, og gjennom dette øke aksjonærenes goodwill overfor selskapet (Pettway & Malone, 1973). Et SCRIP-program vil føre til at selskapet må trykke opp og utstede nye aksjer. SCRIP kan derfor bli sett på som en form for emisjon, og selskapet vil gjennom dette få en kapitalutvidelse. Aksjekapitalen må øke med den nominelle verdien av de nylig utstedte aksjene. Dette avhenger av hvor mange aksjonærer som velger å tegne seg i SCRIP-

programmet. For selskap som tilbyr SCRIP kan slike programmer gjennom emisjonseffekten gi økt finansiell fleksibilitet ved at ingen kontanter må utbetales til de investorene som takker ja til programmet. Dette kan gi selskapene en mulighet til å holde igjen kapital for å finansiere potensielle investeringsmuligheter eller å innfri sine fremtidige forpliktelser uten å måtte kutte utbytte under resesjoner eller selskapsesifikke krevende perioder. Dette er mer diskutert rundt case-eksempelet med Statoil i kapittel 9.

Dersom 100 % av aksjonærene velger å tegne seg for nye aksjer gjennom SCRIP-programmet vil dette innebære at utbyttet er kuttet til null den inneværende perioden. Samtlige aksjonærer innehar ved dette samme eierandel før og etter SCRIP-utbyttet og selskapet har ikke utbetalt noen kontanter. Gitt at SCRIP tilbys og samtlige aksjonærer velger å tegne seg for nye aksjer i *all overskuelig framtid*, vil SCRIP-annonseringen være ekvivalent med at selskapet kutter utbyttet. Selv om dette vil være et tilfelle med begrenset sannsynlighet, er det en interessant visualisering, da annonseringen av SCRIP, ved dette tilfellet, hadde vært ekvivalent med en annonsering om at selskapet kutter utbytte.

Alternativt dersom ingen av aksjonærene tegner seg for SCRIP-alternativet vil dette være en situasjon som er ekvivalent med ordinært kontantutbytte, da ingen nye aksjer blir utstedt og 100 % av utbyttet blir utbetalt i kontanter.

Realiteten ligger antakelig en plass i mellom disse to nevnte ekstrempunktene, og en mer positiv markedsreaksjon ved SCRIP-annonsering reflekterer trolig at aksjonærene anser tilbudet som en økt forpliktelse til fremtidige utbyttebetalinger. Samtidig signaliserer lederne til investorene at prospektene vil bedre seg, og ved å benytte SCRIP antyder de overfor markedet at de ønsker at utbyttet opprettholdes eller økes gjennom økt fremtidig inntjening per aksje.

SCRIP-program gis i mange ulike former, både i forhold til hvor stor del av utbytte som kan reinvesteres, hvordan kjøpsprisen fastsettes og om det gis rabatt på aksjeprisen. For eksempel var kun halvparten av utbyttet i Aker ASA (2015) tilgjengelig for nytegning gjennom SCRIP. Statoil foreslår i sitt program en rabatt på 5 %, hvor fullstendige vilkår blir gjengitt i kapittel 9.1.

4.3 Modigliani & Millers irrelevansteorem

Økonomene Modigliani & Miller (1958; 1961) utledet tidlig klassiske teorier om at utbyttepolitikken i et perfekt og effisient kapitalmarked ikke har noen påvirkning på verdien av et selskap, dens aksjekurs eller selskapets kapitalkostnad. Denne teorien støttes av flere akademiske kilder den dag i dag og er først og fremst et relevant rammeverk for diskusjon framfor å trekke konkrete slutninger (Gifford Jr., 1998; Berk & DeMarzo, 2014). Videre påviser de at et selskaps forhold mellom egenkapital og gjeld i et effisient marked og perfekt kapitalmarked er irrelevant for selskapsverdien. Verdien vil dermed være den samme uansett om selskapets inntekter blir fordelt mellom kreditor eller eier. Denne teorien holder så lenge markedet er perfekt effisient. Dette impliserer at utbyttepolitikken ikke påvirker investeringsbeslutninger, og gjennom dette fremtidig kontantstrømmer.

Videre stiller Berk & DeMarzo (2014) spørsmålsteget om hvorvidt markedet er perfekt eller ikke. Faktorer som kan påvirke graden av markedseffisiens sett i sammenheng med utbyttepolitikk er ulike investorers preferanser, lederes oppfatninger og påvirkning på markedet og ulike signaliseringseffekter.

4.4 Markedseffisiens og reaksjoner på ny informasjon

Økonomer refererer ofte til at aksjemarkedet er effisient. Denne antakelsen er viktig i debatten om forskjellig utbyttepolitikk og dens formidling til markedet vil være relevant for verdien av et selskap.

Fama (1970) uttrykket at prisene ikke alltid reflekterte et perfekt kapitalmarked og all tilgjengelig informasjon, og utledet derfor tre typer markedseffisiens: svak, semi-sterk og sterk

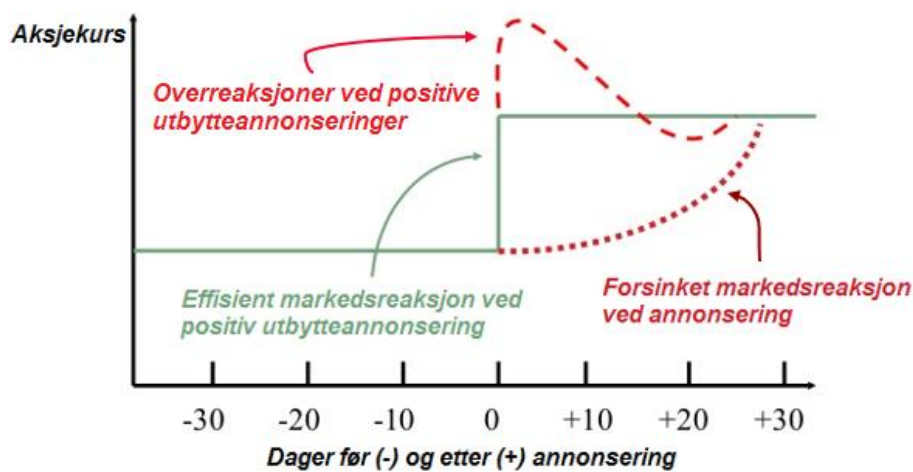
I et marked med *svak form for markedseffisiens* reflekterer prisene allerede informasjonen i historiske kurser. Søken etter kurstrender og annen teknisk analyse er verdiløst i et slikt marked da aksjekursene følger en random walk, og tidligere kursutvikling gir derfor ingen informasjon om fremtiden.

Semi-sterk markedseffisiens beskriver et marked hvor i tillegg til å benytte historiske kurser og markedsinformasjon, reflekteres også all offentlig tilgjengelig informasjon inn i prisen. I et slikt marked er det nytteløst å skaffe seg meravkastning gjennom å lese analyser og finansielle rapporter, ettersom den nye informasjonen blir reflektert i kursene momentant (se Figur 1).

I et marked med *sterk form for markedseffisiens* reflekterer prisene alt av historiske priser og informasjon, all offentlig tilgjengelig informasjon, samt all innsideinformasjon. I et slikt marked er det med andre ord i tillegg umulig å tjene på innside-handel, da resten av markedet også besitter denne informasjonen.

Vi antar at det foreligger semi-sterk effisiens i markedet, altså at all offentlig tilgjengelig informasjon reflekteres i prisene. Dette støttes også av flere studier (Pettit, 1972; Aharony & Swary, 1980). Sterk markedseffisiens er en urimelig antagelse som krever at all innsideinformasjon reflekteres i prisene.

Figur 1: Markedsreaksjoner på positive nyheter



Jegadeesh & Titman (1995) uttrykker at selskaps aksjekurser overreagerer på selskaps-spesifikke nyheter og informasjon. De uttrykker at overreaksjonen over tid vil reversere grunnet markeds-korreksjon eller prispress fra likviditets-motiverte handler. Under denne tolkningen vil omfanget av avkastningen reversere over tid når likviditeten i markedet bedrer seg.

Det er empirisk bevist at markedet reagerer sterkt på utbytteannonsering, hvilket strider med Modigliani & Millers irrelevansteorem. Aksjekursen for selskap som annonserer utbytteøkning assosieres med positiv unormal avkastning. Tilsvarende er det empirisk bevist at utbyttereduksjon/-kutt er assosiert med negativ unormal avkastning (Brealey, Myers, & Marcus, 2009).

4.5 Signalteori

Lintner (1956) tok for seg utbyttepolitikk i perioden 1947 til 1953 og hvordan inntjening og kontantbesparelser påvirker denne. Lintner fant flere resultater, men hvor de viktigste var:

- Utbyttepolitikken fastsettes konservativt, og ledelsen ønsker sterkt å unngå avvik fra oppgitt og forventet utbyttebetaling. Dette fordi markedet primært har asymmetrisk reaksjon på økning og reduksjon av utbytte.
- Utgangspunktet for fastsettelsen av de fleste utbyttene var utbetalingsraten (vanlig er utbytte som en andel av inntjening). Dette førte til at utbytte per aksje tilsvarte differansen mellom forventet utbytte og tidligere utbytte per aksje multiplisert med en koeffisient.
- Endringer i et selskaps inntjening var hovedårsakene til at en endring i utbyttepolitikken ble foretatt, og utbytte reduseres derfor for å reflektere betydelig og/eller vedvarende reduksjon i inntjening.
- Selskap øker dermed utbyttet kun når de kan opprettholde vedvarende vekst i forventet fremtidig inntjening, og kutter utbyttet kun som en siste utvei.
- Videre var det ikke summen på selve utbyttet som var det essensielle knyttet til utbyttet, men hvordan årets utbytte skulle bli i forhold til fjorårets.

Det er i senere år gjort flere studier på om Lintners teorier og modeller holder for mer “moderne” utbyttepolitikk, og vi ønsker å belyse signalteorien ytterligere gjennom følgende studier:

John & Williams (1985), Miller & Rock (1985) og Yoon & Starks (1995) viser at signalteori antyder at ledere sitter på mye mer informasjon enn markedet. Dette kan bidra til at utbyttepolitikken signaliserer informasjon ut til markedet, som igjen bidrar til en reevaluering av selskapets aksjekurs og markedsverdi (Brealey, Myers, & Marcus, 2009). På den annen side kan ledelsen sitte på informasjon hva gjelder profitable investeringsmuligheter som de vanskelig kan få formidlet til markedet. Da kan det være kostbart å opprettholde utbytte dersom det kreves at profitable nyinvesteringer må gis opp eller finansieres eksternt. Lasfer (1997a) finner at lederne anser utbyttekutt som en siste utvei da dette uttrykker negative signaler til markedet.

Sudipto Bhattacharya (1979) utviklet en teoretisk modell som viste at i en verden der man ikke antok perfekte markeder, ville utbytte ha en verdi. Han forutsatte at det forelå asymmetrisk informasjon mellom ledelse og aksjonær, ulik investeringshorisont og

ufordelaktig skattlegging av utbytte. Modellen viser hvorfor selskap, selv om det er skattemessig ufordelaktig, velger å betale utbytte. Ledelsen besitter bedre informasjon om prosjekter enn investorene klarer å observere a priori, og trenger derfor en måte å signalisere denne informasjonen på. Bhattacharya finner at det å binde seg til et utbyttensnivå krever at ledelsen får tak i ekstern finansiering dersom dette nivået legges for høyt, noe som kan være kostbart. Dette gjør at utbyttebetalingen knyttes til forventet kontantstrøm og fremtidig inntjening, noe som betyr at utbytte gir den ønskede signaliseringseffekten.

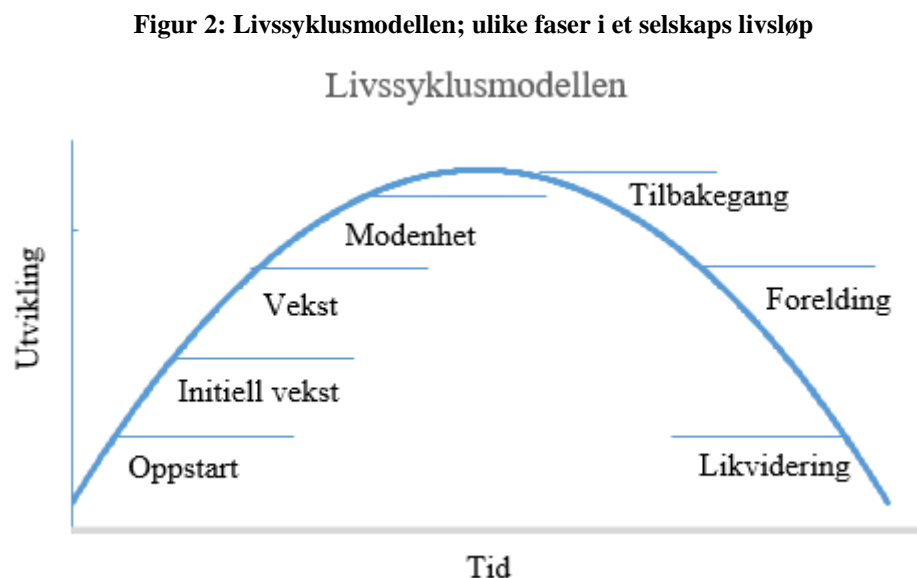
Brav, Graham, Harvey & Michaely (2005) gjennomfører dybdeintervju på 384 forskjellige bedrifters finanssjefer for å finne ut hvilke faktorer som påvirker utbyttepolitikken til selskapene. De konkluderer med at opprettholdelse av utbyttensnivået prioriteres på lik linje med investeringsbeslutninger i selskapet. En potensiell økning av utbytte vil derimot kun bli diskutert etter at investeringer og likviditetssituasjonen er tatt hensyn til. De finner også at enkelte ledere utelukker noen investeringer med netto positiv nåverdi dersom investeringen krever at utbytte kuttes. Videre uttrykker 65 % av lederne at de er sterkt eller veldig sterkt enig i at eksterne midler tas opp før utbytte kuttes. De finner at selskapene mener kostnadene ved å kutte utbytte er høyere enn å ta opp eksterne midler, og lederne i cash cow-selskaper føler de er mer forpliktet til å opprettholde utbyttebetaling enn andre selskap. Dette kan ofte begrunnes med at utbytte er sti-avhengig, og nivået på utbyttet for et gitt selskap i et gitt år er derfor kraftig påvirket av hvordan selskapet har kommet dit det er i dag. Brav et al. (2005) finner at nesten 40 % av lederne mener at utbytte gjør aksjen mindre risikabel. Dette er konsistent med oppfatningen av at selskap som øker utbytte gjør det når de modner og blir mindre risikabel. Videre anser lederne et utbyttekutt som et signal på langvarige likviditetsproblemer, og kortvarige likviditetsproblemer vil ikke gi grunnlag for å kunne kutte utbytte. Lederne ønsker derfor ikke å feilinformere markedet ved å kutte utbytte, og Brav et al. (2005) støtter Lintners konklusjon om at utbyttepolitikken er konservativ.

Jensen & Johnson (1995) tar for seg 268 forskjellige utbyttekutt for å finne selskapskarakteristika til selskap som kutter utbytte. De finner at selskapenes inntjeningsvekst er på sitt laveste når utbyttekuttet blir annonsert, og markerer starten på et selskaps restruktureringsaktiviteter. Likevel faller aksjekursen signifikant på annonseringsdagen. Dette mener de kan tyde på at kuttet gir investorene negativ informasjon om mer enn kun den kortsiktige inntjeningen. De mener mange investorer ser på utbyttekutt som et signal om vedvarende problemer for selskapet, som igjen kan påvirke selskapets langsiktige konkurransevne i bransjen. Dette synet er støttet av Yoon & Starks (1995), som viser at

analytikere gjør en signifikant nedgradering av selskapets langsiktige inntjeningsmuligheter etter annonsering av et utbyttekutt. Videre uttrykker Jensen & Johnson (1995) at selskapene som kutter utbytte oftere får problemer med å skaffe seg ekstern finansiering.

4.6 Utbytte og livssyklusmodellen

Grullon, Michaely & Swaminathan (2002) mener endringer i selskaps utbyttepolitikk er en konsekvens av at selskap har endret fase i livssyklusmodellen utviklet av Mason Haire (1959) (Se Figur 2). Haire benytter en biologisk modell og viser at bedrifters utvikling ofte følger et fast mønster. Valg av strategier varierer over bedrifters livsløp, og dette gjelder også for utbytte.



(Darf, Murphy, & Willmott, 2010)

Tidlig i livssyklusen har bedrifter gode investeringsmuligheter, og hovedproblemet er tilgangen på kapital og finansiering. Etterhvert som selskapet og markedet modnes, går selskapene over i en fase der de har lavere vekst. Selskapene har i stor grad tømt investeringsmulighetsrommet, men tjener fortsatt penger på tidligere investeringer og det vil skapes et kapitaloverskudd. Grullon et al. (2002) påpeker at dette er kapital som selskapet ikke lenger kan bruke på lønnsomme investeringer, og kapitalen bør derfor utbetales som utbytte til aksjonærene. De mener at oppstarten av en utbyttebetaling sender et signal om at selskapet er på vei over i en mer moden fase.

Dette har tre implikasjoner signalmessig:

1. For det første sender dette et negativt signal om at selskapet ikke har like gode vekstmuligheter som tidligere.
2. For det andre mener Grullon et al. (2002) at dette kan være et svakt positivt signal om at selskapet nå har lavere risiko enn tidligere.
3. For det tredje signaliserer det at ledelsen er villig til å dele ut pengene tilbake til investorene framfor å bruke pengene på egen vinning, grunnet mangel på investeringsmuligheter.

Med andre ord ønsker ikke ledelsen å sløse bort pengene, hvilket er et av hovedproblemene i agentteori som mener utbytte har en disiplinerende effekt. Dette betyr at ledelsen innser at selskapet ikke lenger har tilgjengelig investeringer med avkastning over selskapets avkastningskrav. Ledelsen signaliserer ved utbyttebetaling at de er villig til å betale tilbake opparbeidet overskudd, noe som er positivt for investorene.

4.7 Utbytte og agentteori

En rekke studier (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000; Fama & French, 2001; DeAngelo & DeAngelo, 2006; DeAngelo, DeAngelo, & Stulz, 2006; Denis & Osobov, 2008) viser at det finnes prinsipal-agent argumenter for hvorfor eierne foretrekker kontantutbytte. Ved å kreve at selskapet opprettholder kontantutbytte begrenses ledelsens frie kontantstrøm. Ettersom kontantstrømmen ledelsen styrer over begrenses, medfører dette at ledelsen må foreta en strengere vurdering av sine investeringsbeslutninger. Alternativt kunne ledelsen brukt midlene til egen vinning eller sløst bort overflødig kapital. Derfor har utbytte en disiplinerende effekt.

4.8 Skatt

Skatteetaten har informert per e-post at skattebehandlingen av SCRIP i Norge behandles på lik linje som med kontantutbytte (personlig kommunikasjon, 24. februar 2016). Skattepliktig inntekt vil være verdien av kontantutbytte, som tilsvare verdien av aksjene som mottas gjennom SCRIP. Eksempelvis vil en aksjonær som mottar 5 aksjer à NOK 1000 få en skattepliktig inntekt på NOK 5000. Ervervelsen av rabatterte aksjer vil kunne medføre gevinstbeskatning ved realisasjon hvor inngående aksjekurs er prisen på de rabatterte aksjene. Holdes aksjen over tid vil denne skattleggingen flyttes fram i tid og skattekostnaden blir noe lavere i et nåverdiperspektiv ved utbytteaksjer enn kontantutbytte.

For denne oppgaven vil vi stor grad se bort ifra de skattemessige insentivene og hvordan dette kan ha påvirket resultatene våre. Årsaken til dette er at vi har et begrenset datautvalg, og selv om undersøkelse av endring i annonseringseffekten som følge av endring i skattelovgivningen ville være interessant, har vi ikke tilstrekkelig data til å kunne gjennomføre en slik analyse. Dette er mer et tema for eventuell videre forskning, og strekker seg utenfor omfanget av denne utredningen. Det er likevel greit å være klar over at skattelovgivningen har endret seg en del i estimeringsperioden vår og at det kan være med på å påvirke resultatene.

5. Empiriske studier av SCRIP

I denne delen av utredningen ønsker vi å gjennomgå og vise til tidligere empirisk utredning av SCRIP-utbytte. I første del vil vi ta for oss typiske selskapskarakteristika for de selskapene som tilbyr SCRIP, og hva som motiverer disse selskapene til å benytte seg av denne mekanismen. Videre vil vi greie ut om tidligere studier av markedsreaksjoner ved at selskap tilbyr SCRIP.

5.1 Selskapskarakteristika ved SCRIP-tilbydere

Lasfer (1997b) tar for seg 250 selskap som minst en gang har tilbudt aksjonærene SCRIP i løpet av perioden 1987 til 1992. Et kontrollutvalg ble konstruert ved å sammenligne hvert selskap som betalte SCRIP med et tilsvarende selskap som kun betalte utbytte i kontanter for å finne ut hvorfor enkelte selskap velger å betale utbytte i form av aksjer framfor kontanter. Kontrollselskapene ble matchet på selskapenes markedsverdi. Lasfer finner at selskap som betaler SCRIP har høyere gjeldsgrad og høyere utbytte-yield relativt til kontrollgruppen. Det er derimot ingen indikasjoner på at selskap tilbyr SCRIP grunnet manglende finansiering, da SCRIP-selskapene genererer tilnærmet samme størrelse på kontantstrøm og tar opp samme mengde egenkapital som kontrollgruppen. Videre finner Lasfer støtte for at SCRIP-selskapene har vesentlig lavere vekstmuligheter enn kontrollselskapene. Dette er et noe overraskende resultat, men det er viktig å poengtere at SCRIP-gruppen er signifikant større sammenlignet med kontrollgruppen, på tross av at selskapene er matchet på markedsverdi. Dette kan ha påvirket resultatet. I følge Lasfer er det ikke større sannsynlighet for at SCRIP-selskapene genererer høyere inntekt eller får økt likvidbeholdning i forhold til kontrollselskapene. Både kontantutbytte og SCRIP gir positive unormale avkastninger ved annonsering, men Lasfer finner ingen signifikante forskjeller mellom disse to utbytteformene. Men ettersom annonseringen av SCRIP skjer samtidig som kvartalsrapportene blir utlevert, kan de unormale avkastningene være påvirket av andre faktorer enn selve SCRIP-annonseringen.

Tidligere samme år gjorde Lasfer (1997a) en undersøkelse blant ledere i 84 selskap som hadde tilbudt SCRIP og et kontrollutvalg med selskap som kun betalte kontantutbytte på London Stock Exchange i perioden 1987-1992 for å finne insitamentene bak tilbud av SCRIP. Hovedfunnet i undersøkelsen er at lederne uttrykker at aksjonærene har en signifikant påvirkning ved tilbudet av SCRIP gjennom at ikke-institusjonelle aksjonærene uttrykker på generalforsamling et ønske om å få implementert et slikt tilbud. Dette begrunnes videre med at aksjonærene har tro på at kontantbesparelsen benyttes til å finansiere vekstmuligheter og

investeringer med netto positiv nåverdi. Dette er også konsistent med at 81,4 % av lederne i SCRIP-selskap tror tilbudet av SCRIP gir positive signaler hva gjelder fremtidig utbytte og inntjeningsvekst. De selskapene som ikke betaler SCRIP rapporterer at de ikke har tilbudt dette da det ikke er etterspurt av investorene.

David & Ginglinger (2015) tar for seg 288 franske selskap i perioden 2003 til 2012 for å analysere, i en skattenøytral økonomi, hva som motiverer selskap til å tilby SCRIP, ved å sammenligne selskapskarakteristika for SCRIP-selskap med selskap som velger å kutte utbytte eller kun benytte seg av kontantutbytte. De slår fast at modne selskap som har høy andel av institusjonelle investorer, og er dermed mest forpliktet til å betale utbytte, har større sannsynlighet for å benytte seg av SCRIP framfor å kutte utbyttet når de står overfor finansielle problemer. I motsetning til tilbakekjøp av egne aksjer, som er karakterisert som veldig fleksibelt med tanke på om det skal kuttet eller økes, så er utbytte en forpliktelse i fremtiden. Dette symboliserer at ledelsen har mindre frihet til å justere utbytter betalt i kontanter den dagen de trenger likvider. Selskapet mister med andre ord finansiell fleksibilitet. David & Ginglinger (2015) finner at modne, høyt belånte selskap i et likvid aksjemarked og med en større prosentandel av deres kapital holdt av institusjonelle investorer tilbyr SCRIP til deres investorer når de har liten tilgang på likvider. Dette er også støttet av en rekke studier (Bushee, 1998; Graham, Harvey, & Rajgopal, 2005; Derrien, Kecskés, & Thesmar, 2013). Disse synene antyder at tegningsraten av SCRIP øker med størrelsen av kapital som godt informerte og/eller langtids investorer besitter i selskapet, typisk “blockholders” eller institusjonelle investorer. Dette impliserer at dess større andel av selskapet en investor eier og dess lengre investeringshorisont han har, jo større andel SCRIP ønsker investoren å tegne seg for. SCRIP kan på bakgrunn av dette være en mekanisme som brukes for å imøtekomme institusjonelle investorers forventninger når selskapet har lite likvider. David & Ginglinger (2015) påviser at dersom 100 % av aksjonærene velger SCRIP, vil kapitalen til selskapet øke med i gjennomsnitt 4,2 %. Gjennomsnittlig tegnings-rate er 54,8 % med en gjennomsnittlig rabatt på 8,5 % etter tegningsperioden, noe som betyr at mer enn halvparten av aksjonærene velger aksjer framfor cash ved en slik rabatt⁵. Dette medfører en faktisk gjennomsnittlige likviditetsøkning på 2,3 %. De finner videre at SCRIP hyppigere benyttes under resesjon. Nettoinntekten er ikke signifikant forskjellig mellom cash og SCRIP-betalende selskap, men selskap som kutter utbytte skiller seg signifikant ut ved å ha gjennomsnittlig negativ netto-inntekt. Generelt støtter resultatene synet til Lasfer (1997b) om

⁵ Se Tabell B1 i appendiks for opptaksstatistikk ved ulike rabattnivåer

at selskapskarakteristika spiller en viktig rolle på valget om å tilby SCRIP. Nærmere bestemt er sannsynligheten større for å tilby SCRIP når et selskap har sterkere forpliktelser til å betale utbytte, under en resesjon eller når gjeldsgraden øker behovet for ny egenkapital.

5.2 Markedsreaksjoner på annonsering av SCRIP

David & Ginglinger (2015) observerer ved hjelp av kumulativ unormal avkastning (CAR) at aksjeprisene faller signifikant ved annonsering av utbyttekutt. I kontrast er CAR signifikant positiv ved annonsering av SCRIP, men ikke signifikant forskjellig fra opprettholdelse av tradisjonelt kontantutbytte. I gjennomsnitt, etter at det er kontrollert for variasjon på utbytter og andre selskaps-spesifikke karakteristika opplever SCRIP 1,5 % større positiv markedsreaksjon på annonseringsdagen enn utbyttekutt. Den positive markedsreaksjonen på 1,5 % antar at SCRIP-variabelen er eksogen, men selskap som later å pådra seg større negativ markedsreaksjon ved å kutte utbytte kan ha større sannsynlighet for å foretrekke SCRIP. Kontrollerer de for endogenitet i SCRIP-variabelen finner de at aksjemarkedet reagerer 4 % mer fordelaktig til annonsering av SCRIP enn utbyttekutt. David & Ginglinger (2015) finner at det ikke foreligger noen forskjell i markedsreaksjon ved annonseringen av kontantutbytte relativt til SCRIP. Videre finner de at markedet tolker annonseringen av SCRIP som bedre nyheter enn annonseringen av utbyttekutt (selv om selskapet presterer å spare i snitt halvparten av kontantene ved hjelp av dette, på kort sikt) og bedre nyheter enn annonseringen av å betale ut fullt utbytte i kontanter, for senere å ta opp ny egenkapital gjennom emisjon. Videre finner de at aksjonærene velger aksjer framfor kontanter når rabatten er høy. Som tidligere nevnt øker opptaket av SCRIP med andelen av kapital som besittes av godt informerte eiere som institusjonelle investorer og blokk-eiere. David & Ginglinger (2015) begrunner dette med at disse eierne vil opprettholde sin eierandel før og etter allokeringen av nye aksjer og for å utnytte den positive informasjonen de besitter om selskapet dersom de føler aksjen er underpriset. Videre antyder de at det er selskapenes mulighet og vilje til å betale nominelle utbytter som er den viktige faktoren, og ikke om utbyttet blir utbetalt i kontanter. På tildelingsdagen finner man en noe negativ unormal avkastning og unormalt høyere volum. Dette antyder at også arbitrasjesøkende investorer og ikke bare langsiktige aksjonærer tegner seg for SCRIP, gjennom at aksjonærer som tegner seg for nye aksjer simultant er selgere av aksjen på tildelingsdagen.

5.3 Implikasjoner for Statoil

I henhold til livssyklusmodellen mener vi Statoil passer best mellom modenhet eller begynnelsen av en tilbakegang. Dette kan indikere at mange investorer anser selskapet som forpliktet til å opprettholde utbyttepolitikken de har praktisert over lengre tid. I lys av den siste tids inntjeningsproblemer i oljebransjen er det flere som har hevdet at Statoil vil ha problemer med å gjennomføre en forsvarlig utbyttebetaling for 2016. Dette i stor grad grunnet en presset likviditetssituasjon og svak kontantstrøm.

I en virkelig verden finnes det asymmetrisk informasjon mellom investorer og ledelsen i selskapet. Dette betyr at signaleffekter er av vesentlig betydning. I henhold til signalteorien vil et utbyttekutt sende langvarige negative signaler til markedet om fremtidig inntjeningssevne for Statoil. Det vil med andre ord være sannsynlig å observere negativ unormal avkastning ved et utbyttekutt for selskapet. På bakgrunn av dette vil et SCRIP-program bidra til at Statoil får informert markedet, ved hjelp av signalteori, et ønske om å opprettholde selskapets langvarige utbyttepolitikk, også under forbigående nedgangskonjunkturer. Samtidig kan selskapet oppnå noe finansiell fleksibilitet dersom de oppnår en tegningsrate over 0 %.

I tilfellet for SCRIP-selskap kan flere av investorene ha priset inn et mulig utbyttekutt i forkant av annonseringen. En SCRIP-annonsering, samt opprettholdelse av utbytte, vil derfor kunne tolkes som en positiv nyhet. Dette kan føre til at man observerer en positiv unormal avkastning. For Statoil virket det også å være priset inn et mulig utbyttekutt, og SCRIP-annonseringen kan ha bidratt til en positiv unormal avkastning.

6. Metode

I følgende kapittel vil vi gjennomgå metoden vi har benyttet for gjennomførelse av vår begivenhetsstudie for SCRIP-annonseringer på FTSE All-Share. Vi baserer metodikken rundt begivenhetsstudien på diskusjonen i Chris Brooks «Introductory Econometrics for Finance» (2014), samt MacKinlays «Event Studies in Economics and Finance» (1997).

6.1 Begivenhetsstudie

En begivenhetsstudie benytter finansiell markedsdata om selskap for å måle effekten en bestemt type begivenhet har på en eller annen finansiell størrelse. Denne størrelsen er vanligvis verdsettelsen av selskapet, og er også hva vi har valgt å se på. En begivenhetsstudie er et svært anvendelig og populært verktøy i økonometri og finans. Noe av årsaken til dette er så lenge man antar at markedene er effisiente på semi-sterk form⁶ vil effekten av en slik hendelse umiddelbart bli priset inn i aksjen, selv om det ikke får konsekvenser for selskapets regnskapsstørrelser før på et senere tidspunkt. For å beregne effekten av en slik begivenhet må det beregnes unormal avkastning, ved å skille ut effekten av markedsbevegelsene. Deretter må det benyttes statistiske tester for å konkludere om den observerte unormale avkastningen er signifikant ulik 0.

Et kritisk punkt ved begivenhetsstudier er at dato for annonseringen kan identifiseres med høy presisjon. Dette betyr at man ikke kan se på når selskap har innført programmene, men når programmene første gang ble kommunisert til markedet.

6.2 Valg av datatype

Brooks (2014) påpeker at det første man må bestemme seg for er hvor frekvent data man ønsker å benytte seg av. Dette kan være høyfrekvent data intradag, daglig, ukentlig, månedlig, årlig eller hvilken som helst annen frekvens man ønsker å benytte.

For vår studie har vi valgt å benytte daglige data. Årsaken er at dette tilsvarer nøyaktigheten i innsamlingen av annonseringstidspunktet informasjonen ble sluppet til markedet. Alternativt kunne vi valgt å bruke intradagdata dersom vi hadde tilgang på klokkeslettene, eller vi kunne valgt ukentlig eller månedlig. Ulempen ved å velge mindre frekvent data er at effekten kan være vanskelig å identifisere fordi mye annet kan inntreffe mellom hver observasjon, i tillegg til den begivenheten vi ønsker å observere. Også styrken av statiske tester reduseres ved å

⁶ Vi antar at det foreligger semi-sterk markedseffisiens i vår utredning

benytte mindre frekvent data, da antall observasjoner (n) reduseres jo lengre intervall man benytter for gitt tidsperiode.

6.3 Unormal avkastning

Ved estimering av annonseringseffekten for begivenhetsstudien er det nødvendig å definere hvordan vi beregner unormal avkastning. I slike studier kan man velge mellom alternative prisingsmodeller for å justere observert avkastning. I vår studie er ikke valg av metode for å finne unormal avkastning så kritisk, da vi har et meget kort begivenhetsvindu, utdypet i kapittel 6.6. Vi har likevel valgt å inkludere det for å vise strukturen i hvordan dette kan gjøres.

Klassikeren og mest benyttet prisingsmodell i finans er kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM antar at alle aksjer blir påvirket av en felles systematisk risiko og at enkeltaksjer har idiosynkratisk/selskapsspesifikk risiko. Den idiosynkratiske risikoen kan investor diversifisere bort ved å spre investeringen sin over flere aksjer, men den systematiske risikoen er felles for hele markedet og kan ikke diversifiseres bort. Derfor skal man kompenseres for denne. Hvor stor del av den systematiske risikoen en aksje skal kompenseres for avhenger av i hvor stor grad denne aksjen korrelerer med markedet, målt ved beta (β). Et annet alternativ er å benytte Fama-French modellen. Fama-French modellen er en videreutvikling av CAPM, og justerer også for effekten av størrelse og om selskapet er i vekst. Fama-French er en mer sofistikert variant, og har stor empirisk støtte. Et tredje alternativ er å benytte en arbitrage pricing theory modell (APT). APT beregner normal avkastning som en lineær sammenheng av flere ulike makroøkonomiske risikovariabler.

Vi har i vår oppgave valgt å ta utgangspunkt i CAPM for å estimere beta og unormal avkastning. Begrunnelsen for å benytte CAPM er at denne modellen er forholdsvis enkel, mest kjent, og valg av justeringsmetode er ikke av stor betydning grunnet vårt korte begivenhetsvindu.

$R_{i,t}$ = avkastning på aksje i på dag t

$r_{m,t}$ = avkastning på markedet på dag t

$r_{f,t}$ = risikofri avkastning dag t

$R_{m,t} = r_{m,t} - r_{f,t}$ = markedets risikopremie dag t

$E(R_{i,t})$ = forventet avkastning for aksje i på tidspunkt t

$AR_{i,t}$ = unormal avkastning for aksje i på tidspunkt t

$CAR_{i,t}$ = kumulativ unormal avkastning for selskap i på tidspunkt t

Vi har benyttet disse størrelsene til å beregne forventet avkastning for aksje i på dag t ved bruk av likningen:

$E(R_{i,t}) = \hat{\beta}_i R_{m,t}$ = forventet avkastning på aksje i på tidspunkt t

Det er verdt å merke seg at α er ekskludert ved beregning av forventet avkastning. Dette er i samsvar med diskusjonen i Brooks (2014). Et annet argument for å anta at α er 0 er at dersom CAPM er den korrekte modellen for verdsettelse av aksjer skal en aksjes prisendring i snitt kunne forklares ved endringer i markedsindeksen og aksjens relative eksponering til denne, altså beta. Ved å anta at det ikke finnes noen grunn til å drive aksjeplukking kan man anta at α vil være 0. Tilstedeværelse av en positiv eller negativ α vil gjøre det mulig for investorer å tjene penger ved å drive aksjeplukking, og argumentasjonen bak CAPM faller sammen.

Unormal avkastning beregnes ved hjelp:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

For periodene T-1, T og T+1. Der T er annonseringstidspunktet.

Beta er estimert ved hjelp av følgende likning:

$$R_{i,x} = \alpha + \beta_i r_{m,x} + \epsilon_{i,x}$$

Der

$R_{i,x}$ = månedlig avkastning for aksje i i måned x

$r_{m,x}$ = månedlig avkastning for markedsindeksen i måned x

For en tidsperiode som strekker seg fra annonseringsdato og 3 år (36 måneder) bakover i tid. Videre utdypning av estimeringsmetode for beta finnes i kapittel 6.9, med redegjørelse om hvorfor vi har valgt å benytte månedlige data framfor daglige. Parameterne estimeres ved hjelp av minste kvadraters metode/OLS.

6.4 Lineær regresjon (OLS - ordinary least squares)

Lineær regresjon er en metode for å estimere verdier basert på en statistisk sammenheng mellom en avhengig variabel (y) og en eller flere forklaringsvariabler (X_i), gjennom en lineær sammenheng. Dette gjør den ved å finne den lineære sammenhengen mellom Y og X som minimerer kvadratsummen av feilleddene (ε_i).

Standard OLS modell:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_{1,i}X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Estimerer vi denne ved hjelp av OLS får vi:

$$\hat{Y}_{i,t} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_{1,t}X_{i,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t}$$

Estimatoren for β_1 kan vises at gis ved formelen:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})(X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} = \frac{\text{cov}(Y, X)}{\text{var}(X)}$$

Denne forklarer samvariasjonen mellom avhengig variabel (Y) og forklaringsvariabelen (X).

Vi benytter denne metoden for å estimere betaverdier til CAPM. Full utledning av OLS estimatoren finnes i appendiks A1.

6.4.1 Hypotesetesting

Ved hypotesetesting etableres en nullhypotese og en alternativ hypotese. Dersom man motbeviser nullhypotesen, antar man at alternativ hypotesen er sann. For å kunne gjennomføre testen trenger man en testobservator med en kjent fordeling. Anta at vi ønsker å teste:

$$H_0: \beta_1 = \mu$$

$$H_A: \beta_1 \neq \mu$$

I tillegg kan det vises at⁷

$$E(\hat{\beta}_1 | X) = \beta_1$$

$$\text{Var}(\hat{\beta}_1 | X) = \frac{\sigma^2}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

⁷ Full utledning finnes i appendiks A1

Man kan da benytte testobservatoren t , som er standard normalfordelt:

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \beta_1}{\sqrt{\frac{\sigma^2}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}}} \sim N(0,1)$$

Siden σ er ukjent må vi benytte $\hat{\sigma}$. Testobservatoren blir dermed ikke standard normalfordelt, men t-fordelt med $n-2$ frihetsgrader.

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \beta_1}{SE(\hat{\beta}_1)} \sim t_{n-2}$$

Vi kan benytte dette til å teste hypotesen vår ved

$$t = \frac{\hat{\beta}_1 - \mu}{SE(\hat{\beta}_1)}$$

Deretter sammenlikne t -verdien med passende kritisk verdi fra t -fordelingen, der man forkaster nullhypotesen dersom $|t| > t(\text{krit})$ fra t -fordelingen med $n-2$ antall frihetsgrader. Denne testen er asymptotisk normalfordelt, hvilket betyr at denne fordelingen beveger seg mot normalfordelingen ved økende antall observasjoner, n .

6.5 AR og CAR

Vi har valgt å beregne \overline{AR}_t ved å ta gjennomsnitt over selskap. For CAR har vi valgt å beregne ved å summere $AR_{i,t}$ for hvert selskap, deretter over tid. Dette betyr at:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=T-1}^{T+1} AR_{i,t}$$

$$\overline{CAR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_i$$

Dette gir oss varians og standardavvik:

$$\sigma_{AR_t}^2 = \sum_{i=1}^n (AR_i - \overline{AR})^2$$

$$\sigma_{AR_t} = \sqrt{\sigma_{AR_i}^2}$$

$$\sigma_{CAR_t}^2 = \sum_{i=1}^n (CAR_{i,t} - \overline{CAR}_t)^2$$

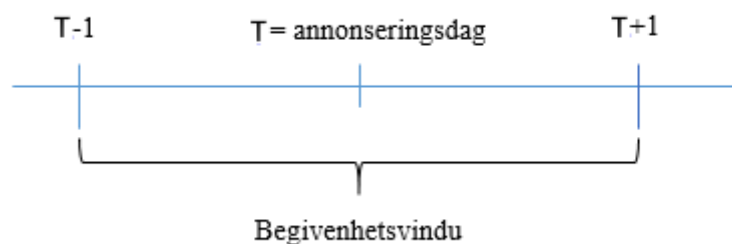
$$\sigma_{CAR_t} = \sqrt{\sigma_{CAR_t}^2}$$

6.6 Valg av begivenhetsvindu

Ved gjennomførelse av begivenhetsstudier er det nødvendig å definere et begivenhetsvindu. Dette er den tidsperioden vi ønsker å observere effekten over. Denne kan strekke seg fra kun én dag til å dekke mange år etter begivenheten.

I denne oppgaven har vi valgt kun å se på den kortsiktige effekten. Hovedårsaken til dette er at vi ønsker å identifisere annonseringseffekten i markedet, ikke den langsiktige effekten. Vi har i vårt datasett definert annonseringsdatoen som T , hvor begivenhetsvinduet strekker seg fra $T-1$ til $T+1$, altså én dag før og én dag etter. Vi har valgt å ha med $T-1$ i tilfelle det er noe innsidehandel i forkant av annonseringen for å fange opp en eventuell unormal avkastning av dette. T er åpenbart inkludert, da det er på denne datoen vi forventer å se effekten. $T+1$ er inkludert da avkastningene er beregnet på justerte sluttkurser. Dette betyr at dersom annonseringen er blitt gjort etter børsstutt vil ikke avkastningen på tidspunkt T fange opp dette, men vil fanges opp i $T+1$.

Figur 3: Begivenhetsvindu



6.7 Risikofritt aktivum

Vi har valgt å beregne risikofritt aktivum på daglig form ved å ta utgangspunkt i britiske 10-årige statsobligasjoner. Denne variabelen vil være mikroskopisk og mindre relevant, gitt vårt korte tidsintervall, men videre utdypning om valg av risikofritt aktivum finnes likevel i kapittel 7.1 om data.

6.8 Manglende handelsdager

For enkelte aksjer vil det forekomme handelsfrie dager da aksjen er stoppet for handel av ulike årsaker, eller at aksjen er illikvid. For vårt datasett er det handelsdagene i estimerings- og begivenhetsvinduet som er av interesse. For flere av aksjene våre er annonseringsdatoen for SCRIP-programmet forholdsvis kort tid etter de ble notert på børsen, i gjennomsnitt ca.

1000 handelsdager⁸ etter første noteringsdag, noe som er overraskende. Grunnen til at dette er overraskende er at disse selskapene betaler utbytte så tidlig etter børsnotering. En alternativ forklaring kan være endring av ticker, fusjoner eller liknende, som gjør at vi ikke kan observere kurser lenger tilbake i tid. En del av disse selskapene blir selektert bort, på grunn av manglende data for betaestimering, redegjort for i kapittel 7.2 om utvalg.

Mangel på likviditet i aksjen påvirker valg av estimeringsmetode for betaestimatet i stor grad, og hvordan vi håndterer dette blir gjennomgått i neste kapittel.

6.9 Betaestimering

Ved betaestimering har vi gjort vurderinger og benyttet metode som er diskutert i Damodaran (1999). Damodaran introduserer også alternative metoder for å beregne beta som ikke baserer seg på historisk data, men dette er metoder vi har valgt å se bort i fra på grunn av oppgavens omfang, samt begrenset utbredelse i akademia og praksis. Som nevnt tidligere estimerte vi betaer ved hjelp av følgende modell:

$$R_{i,x} = \alpha + \beta_i r_{m,x} + \epsilon_i$$

Ved estimering av beta basert på en slik modell er det to vurderinger man må gjøre. Det første er lengden på estimeringsperioden og det andre er på hvor lange tidsintervaller. I vår utredning har vi valgt å benytte månedlige data, 36 måneder tilbake i tid (3 år).

6.9.1 Valg av estimeringsperiode

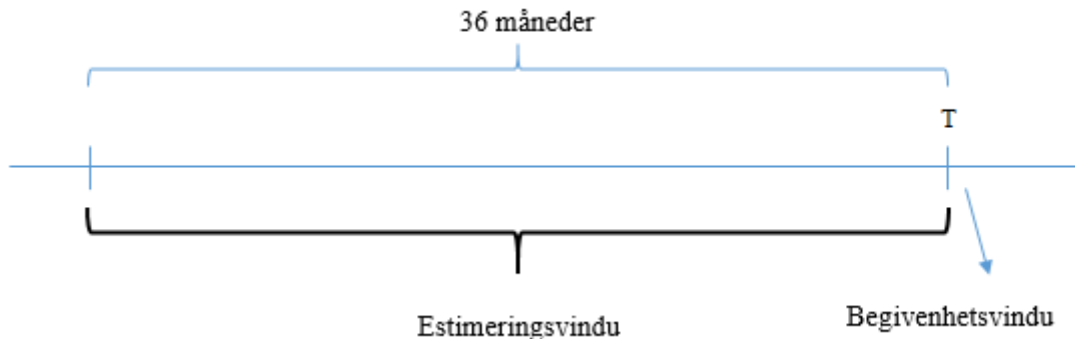
Ved valg av estimeringsperiode må man gjøre enkelte vurderinger i forhold til lengden. Ved å velge en lengre periode vil man få flere observasjoner til regresjonen, og man får økt presisjon - hvilket er positivt. Dette behovet for presisjon må vektas mot det faktum at selskap kan endre seg over tid, da selskapet kan ha endret bransje, solgt unna kjernevirksomhet og/eller beveget seg inn i andre forretningsområder enn hva betaen er estimert på.

Ettersom vi har valgt å benytte månedlige data, noe vi skal argumentere for i neste delkapittel, har vi valgt å benytte 3 år med historisk data for å estimere beta. Årsaken til dette er at vi føler dette gir tilstrekkelig presisjon samtidig som vi ikke mister for mange observasjoner. Ved å korte ned estimeringsperioden til, for eksempel 2 år, kunne vi fått noen flere observasjoner,

⁸ Gjennomsnitt beregnet for de selskapene som ble notert mellom 31.12.1999 - 20.04.2016, hvor det foreligger annonseringsdato. Selskaper notert før 2000 er ikke med i denne beregningen.

men samtlige betaer ville være mindre presise og preget av mer støy i estimatene (Damodaran, 1999).

Figur 4: Estimeringsvindu



6.9.2 Valg av tidsintervaller

Ved valg av tidsintervall for estimeringen må man gjøre et valg for hvordan data man ønsker å estimere på, dette kan være ekstremt høyfrekvent data intradag, daglig, ukentlig, månedlig, kvartalsvis eller årlige data. Fordelen med å benytte kortere tidsintervaller for estimeringen er at man også kan klare seg med en kortere estimeringsperiode, da man har mer frekvent data. Benytter man daglige data får man 252 (antall handelsdager per år) observasjoner, ved kun å bruke 1 års estimeringsmetode. Både DN og E24 oppgir betaer for 1. år med data. Hovedårsaken til at vi benytter månedlige data er for å unngå forventningsskjevhet i betaestimatene på grunn av lite likvide aksjer i estimeringsperioden.

Estimerer man beta på en illikvid aksje på daglige data vil dette betaestimatet være lavere enn hva den reelle betaen skulle vært, og illikvide aksjer vil framstå som mindre risikabel enn hva de reelt sett er. Samtidig vil likvide aksjer framstå som relativt sett mer risikable enn hva de egentlig er. Fordi illikvide aksjer ofte er mindre selskap, som er kjent for å være mer risikable, utgjør dette et alvorlig problem. Betaestimatene vil derfor være forventningsskjev for illikvide aksjer, trukket mot 0. Dette kan vises ved å ta utgangspunkt i følgende OLS modell:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

OLS-estimatoren for β_i er da gitt ved:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(Y,X)}{\text{var}(X)} = \frac{\sum(Y-\bar{Y})(X-\bar{X})}{\sum(X-\bar{X})^2}$$

For illikvide aksjer vil $(Y - \bar{Y})$ variere mindre enn hva som er reelt og betaestimatet blir trukket mot 0.

På grunn av dette problemet, kombinert med det faktum at vi har flere aksjer i vårt datasett som ikke handles spesielt aktivt i estimeringsvinduet, har vi derfor valgt å benytte månedlige data for å estimere betaene. Dette begrenser problemet ved at minimum en handel i løpet av tidsintervallet medfører at aksjen reagerer noe på markedets bevegelse i tiden mellom estimeringsintervallene.

6.9.3 Justering av beta

Som følge av bransjepraksis har vi valgt å bruke justert beta (adjusted beta) på lik linje som Bloomberg (Damodaran, 1999). Justeringen gjøres ved følgende formel:

$$\beta = \lambda \hat{\beta} + (1 - \lambda) \hat{\beta}$$

$$\lambda = \text{justeringsfaktor} = \frac{2}{3}$$

$$\hat{\beta} = \text{estimert beta}$$

6.10 Hypoteser

Vi ønsker å teste om annonsering av SCRIP-program fører til en unormal avkastning.

Hypotesene vi derfor ønsker å undersøke ved t-tester er som følger:

Unormal avkastning:

$$H_{0,A}: \overline{AR}_t = 0 \text{ der } t \in [T - 1, T + 1]$$

$$H_{1,A}: \overline{AR}_t \neq 0 \text{ der } t \in [T - 1, T + 1]$$

Kumulativ unormal avkastning

$$H_{0,C}: \overline{CAR}_t = 0 \text{ der } t \in [T - 1, T + 1]$$

$$H_{1,C}: \overline{CAR}_t \neq 0 \text{ der } t \in [T - 1, T + 1]$$

Dersom disse hypotesene kan forkastes, og det finnes statistisk signifikant unormal avkastning, vil dette vise at SCRIP-annonseringer har en informasjonseffekt til markedet.

I samsvar med diskusjonen i kapittel 4.2. kan man trekke likheter mellom et SCRIP-program og et kutt i kontantutbytte, ved at selskapet faktisk holder igjen kontanter. Dersom markedet tolker SCRIP på samme måte som et utbyttekutt, i samsvar med Olaisens uttalelser, vil det være rimelig å forvente negative unormale avkastninger.

Vi forventer å observere marginale effekter for SCRIP-annonseringen, men vi har mer tro på negative effekter da SCRIP er en utbyttebetaling kombinert med en emisjon, og har likhetstrekk med utbyttekutt/-reduksjon.

6.10.1 Karakteristika av SCRIP-selskap

For å svare på problemstillingen om hvorfor enkelte selskap tilbyr SCRIP har vi valgt å sammenlikne våre SCRIP-selskap med tilsvarende kontroll-selskap som ikke tilbyr SCRIP. I denne delen av analysen har vi inkludert de selskapene som ble ekskludert på grunn av manglende handelsdager eller tid på børs, redegjort for i kapittel 7.2. Oversikt over disse selskapene finnes i appendiks E3.

Vi har valgt kontroll-selskaper ved å se på selskaper innen samme sektor⁹ og nærmest i markedsverdi, for det aktuelle året for SCRIP-annonseringen. Årsaken til at vi har valgt denne framgangsmåten er at når selskapene er i samme sektor vil dette hindre en sammenlikning av helt forskjellige type selskap. Vi har også valgt å sammenlikne selskapene i samme år. Dette vil fange opp bransjespesifikke forhold og gjør selskapene godt egnet for sammenlikning. Vi gjorde dette ved å velge det kontroll-selskapet som har minst avvik i absoluttverdi på markedsverdi i forhold til det SCRIP-selskapet, innen samme sektor og år.

$$\min_i |Avvik_i| = |MarketCap(SCRIP - selskap) - MarketCap(Kontroll-selskap samme sektor)|$$

Med bakgrunn i de kontantbesparende karakteristikkene for SCRIP-program finnes det to sannsynlige forklaringer på hvorfor selskap ønsker å implementere SCRIP-utbytte. Felles for begge forklaringene er at selskapene har mangel på likvide midler:

Den ene muligheten er at selskapene er i en periode med kortsiktig inntjeningssvikt kombinert med forfallende gjeldsforpliktelser. Ettersom selskapet mener inntjeningssvikten er forbigående ønsker de ikke å sende de negative signalene som er assosiert med utbyttereduksjon/-kutt, men på grunn av de kortsiktige forpliktelsene trenger selskapet tilgang på likvide midler. SCRIP innføres derfor for å kunne utbetale kontantutbytte til de aksjonærene som ønsker det, samtidig som selskapet har mulighet til å spare kontanter. I

⁹ Vi har benyttet klassifiseringen i henhold til industry classification benchmark (ICB). Vi har benyttet sektor code, som er en 3-siffer kode. ICB systemet er utviklet av Dow Jones og FTSE i 2005. For selskapene hvor aktuell periode er før 2005, har vi benyttet den ICB klassifiseringen de har hatt etter 2005. Se tabell C2 i appendiks.

tillegg vil selskapet premiere aksjonærene som tror sterkere på selskapet i framtiden ved å gi de mulighet til å oppnå relativt høyere eierandeler.

En annen mulighet er at selskapet er i en periode der de tror det vil gå bedre framover, og ønsker derfor å øke investeringene sine. På grunn av likviditetsmangel ønsker de derfor, i likhet med forklaringen over, å opprettholde utbytteforpliktelsen overfor aksjonærene samtidig som selskapet holder igjen kontanter. Dersom dette er tilfelle vil det være naturlig å se bedre inntjening, kombinert med lav kontantbeholdning og høye investeringer.

7. Data

I dette kapitlet skal vi ta for oss hvordan de ulike selskapsdataene bli innhentet og hvilke databaser vi benyttet oss av. Vi vil også gi en begrunnelse av valgt markedsindeks og for hvilket utvalg vi gjorde analysen.

I utgangspunktet skulle utvalget vårt være selskap som tilhører S&P500-indeksen i USA. Denne indeksen tar for seg 500 ledende selskap og dekker omtrent 80 % av den tilgjengelige markedsverdien i markedet (S&P Global, 2016). Dette viste seg å være vanskelig, da annonseringsdatoene for majoriteten av selskapene ikke var offentlig tilgjengelig informasjon. Etter korrespondanse med over 130 Investor Relations-ansatte som ikke hadde opplysningene vi etterspurte, bestemte vi oss for å endre fokus mot det britiske markedet.

7.1 Innsamling av data

Selskapene vi tok for oss i vårt utvalg ble manuelt håndplukket fra FE Investegate (FE Investegate, 2016a). FE Investegate er Storbritannias mest omfattende kilde for tilgang til både forskriftsmessige og ikke-forskriftsmessige meldinger fra selskap som er etablert i Storbritannia (FE Investegate, 2016b). FE Investegate samler inn selskapsmeldinger fra flere store distributører av meldingstjenester som Globenewswire, RNS, PRNewswire, MarketWired, Businesswire, Cision og Newslink. FE Investegates database begrenser seg ved å kun oppgi selskapsmeldinger tilbake til 1999. Vi valgte derfor å begynne innsamlingen av data fra og med 31.12.1999. Selskapene ble manuelt håndplukket ved å søke i databasen etter selskaps-spesifikke-meldinger som omhandlet SCRIP. Deretter ble hvert enkelt selskaps meldinger nøye gjennomgått for å identifisere når selskapet første gang annonserte ønsket om å etablere et SCRIP- program for sine aksjonærer. Mange av selskapenes respektive års- og kvartalsrapporter ble også benyttet for å bekrefte annonseringsdatoene.

Aksjekurser, i perioden 31.12.1999 - 20.04.2016, for de respektive aksjene i utvalget¹⁰ ble hentet fra Thomson Reuters Datastream. Samtlige aksjekurser er sluttkursen den respektive datoen og kursene er justert for utbytte samt andre selskaps-spesifikke hendelser. Vi har benyttet dette til å beregne daglige avkastninger, ved formelen:

$$r_{i,t} = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

¹⁰ Se kapittel 7.2

7.1.1 The FTSE All-Share Index

Vi har valgt å ta for oss selskap som er notert på The FTSE All-Share Index, som representerer utviklingen til alle størrelse- og likviditetskvalifiserte selskap som er notert på London Stock Exchanges hovedmarked. Denne indeksen fanger opp 98-99 % av Storbritannias markedsverdi, og blir ansett for å være den indeksen som best reflekterer utviklingen for Londons egenkapitalmarked (FTSE Russel, 2016). Markedsverdiene for selskapene i utvalget varierer fra 250 til 76000 millioner pund ((London Stock Exchange, 2016a) Hentet 21.04.2016).

The FTSE All-Share Index er en markedsverdivektet fellesindeks bestående av indeksene FTSE 100, FTSE 250 og FTSE SmallCap. Indeksen ble utviklet 10. april 1962 med en indeksverdi på 100 (Bloomberg, 2016).

Vi hentet ut kursene til The FTSE All-Share Index fra Yahoo! Finance¹¹ for perioden mars 1999 til april 2016. Årsaken til at vi hentet kurser for markedsindeksen tidligere enn januar 2000 er begrunnet med at et selskap i vårt utvalg annonserte SCRIP i 2002, og vi benytter 36 måneders data for å estimere betaverdi. Dermed trenger vi markedsdata lenger tilbake enn 2000.

7.1.2 Risikofritt aktivum

For å finne unormale avkastninger ved å benytte CAPM må vi definere et risikofritt aktivum. Vi har valgt å benytte månedlige oppdateringer for “British Government Securities - 10 year Nominal Zero Coupon” for perioden januar 2000 til mars 2016. Dette er en britisk 10-årig statsobligasjon og skal reflektere en tilnærmet realistisk forventet risikofri avkastning for en investor (Crew & Kleindorfer, 2010).

Vi regnet så disse årlige renteverdiene om til daglige renter ved hjelp av formelen¹²:

$$r_{f,d} = \left[\left(1 + \frac{r_{f,m}}{100} \right)^{1/365} - 1 \right]$$

¹¹ Symbol: ^FTAS

¹² r_{fm} er årlig risikofri rente for måned m , r_{fd} er effektiv daglig rente og 365 er antall rentedager i året.

7.2 Utvalg

Etter denne innsamlingen av data identifiserte vi 53 selskap som er/har vært listet på FTSE All-Share som tidligere har annonsert SCRIP for første gang. Av disse var det 7 vi ikke var i stand til å identifisere annonseringsdato på med tilstrekkelig trygghet, hverken gjennom gamle års-/kvartalsrapporter, Investegate eller andre ressurser på selskapets hjemmesider.

7.2.1 Parameterestimering

Som tidligere definert måtte vi benytte et estimeringsvindu for å estimere parameterverdiene til CAPM. En hel del av selskapene i vårt utvalg har annonseringsdato av SCRIP-program relativt kort tid etter at de ble listet på FTSE All-Share. Dette medfører at flere av våre aksjer har begrenset likviditet i estimeringsperioden før annonseringsdatoen, noe som gjorde estimering av beta svært sensitiv for valg av estimeringsmetode. Vi valgte derfor å estimere beta på månedlige data, og trengte 3 år med data (36 måneder) for estimeringen. Dette gav oss tilstrekkelig med observasjoner, og vi minimerte forventningsskjevhet betaestimatet (bias).

I vårt datasett er det i gjennomsnitt 19 % av dagene hvor aksjene ikke handles. Dette varierer i intervallet fra 4,76 % til 60,21 % (justert for dager der børsen er stengt). Vi krever mer enn 378 dager (50 %) med handel i estimeringsperioden.

10 selskap ble ekskludert på grunn av for lite historisk data, og 2 selskap falt ut grunnet lite likviditet.

For å ekskludere annonseringseffekt av å starte utbyttebetaling generelt, har vi valgt å eliminere selskap som annonserer SCRIP samtidig som de enten gjenopptar eller annonserer utbytte for første gang. Ett selskap gjorde dette.¹³

Tabell 1: Antall selskap på FTSE All-Share som har tilbudt SCRIP¹⁴

	Antall
Selskap som har tilbudt SCRIP	53
Antall hvor det foreligger annonseringsdato	46
- Antall ekskludert grunnet for kort estimeringsvindu	10
- Antall ekskludert grunnet lite likviditet	2
- Antall ekskludert grunnet gjenopptatt utbytte	1
Antall med 3-årig data før annonseringsdato i endelig utvalg	33

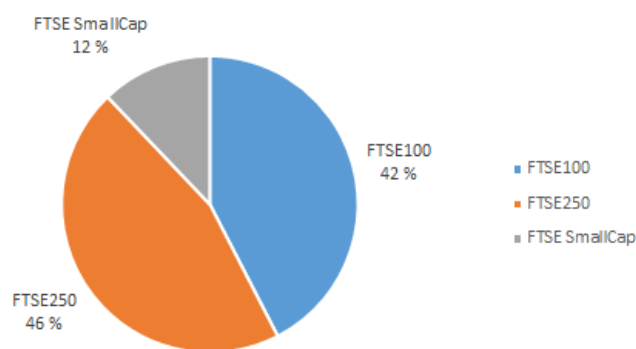
¹³ Komplette liste over ekskluderte selskap finnes i Tabell C3 i appendiks

¹⁴ Fullstendig liste over hvilke selskap som inngår i endelig utvalg finnes i Tabell C1 i appendiks

Videre satte vi som krav at aksjen var handlet på annonseringsdatoen. Alle selskapene tilfredsstilte dette kravet og ingen ble ekskludert fra utvalget på grunn av dette kriteriet. Dette er i og for seg ikke overraskende, da annonseringsdatoene i stor grad falt på samme dag som resultatannonsering. Kvartalsrapporter fremlegges som regel på dager hvor aksjen er åpen for handel og slike selskapsspesifikke annonseringer utløser typisk handel.

Endelig utvalg består dermed av 33 selskap som alle tilbyr SCRIP. Disse selskapene har følgende fordeling på de forskjellige indeksene som inngår i FTSE All-Share:

Figur 5: Fordeling av selskap i utvalget på indeks



Ved analyse av selskapskarakteristika tok vi utgangspunkt i samtlige 46 selskap hvor det forelå annonseringsdato. Begrunnelsen for dette er at betaestimatet ikke har betydning i en slik analyse.

7.2.2 Utvalgskriterier

Følgende liste over utvalgskriterier ble derfor gjeldende:

1. Selskapet er/har vært notert på FTSE All-Share.
2. Selskapet har annonsert et SCRIP-program, identifisert gjennom Investegate.
3. Vi var i stand til å identifisere annonseringsdatoen for programmet med tilstrekkelig sikkerhet, enten gjennom Investegate, års-/kvartalsrapporter eller selskapets hjemmesider.
4. Aksjen må ha vært handlet i minst 3 år før annonseringsdatoen.
5. Aksjen skal ha mer enn 378 handelsdager i estimeringsvinduet.
6. Kursdata må være tilgjengelig gjennom Thomson Reuters Datastream.
7. Aksjen må være handlet på annonseringsdagen.
8. SCRIP-annonseringen skal ikke annonseres samtidig med første eller gjenopptatt utbyttebetaling

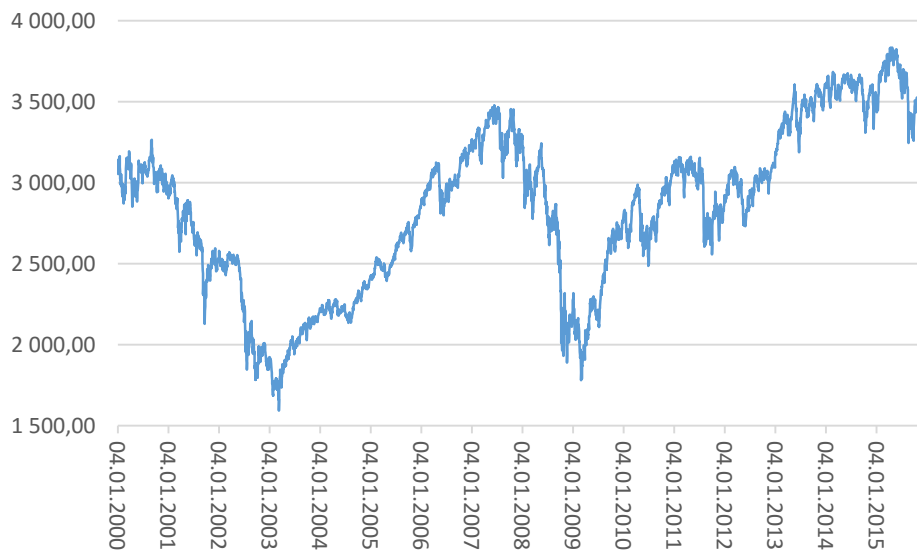
7.3 Deskriptiv statistikk

For å belyse våre metodevalg og hvordan dataene oppfyller forutsetningene bak testene og metodene, ønsker vi å presentere data og deskriptiv statistikk.

7.3.1 Prisserie - FTSE All-Share

Som nevnt innledningsvis har vi sett på prissammenhenger mellom FTSE All-Share og de selskapene vi identifiserte annonseringstidspunkt for.

Figur 6: FTSE All-Share – Pris (justert sluttkurs)

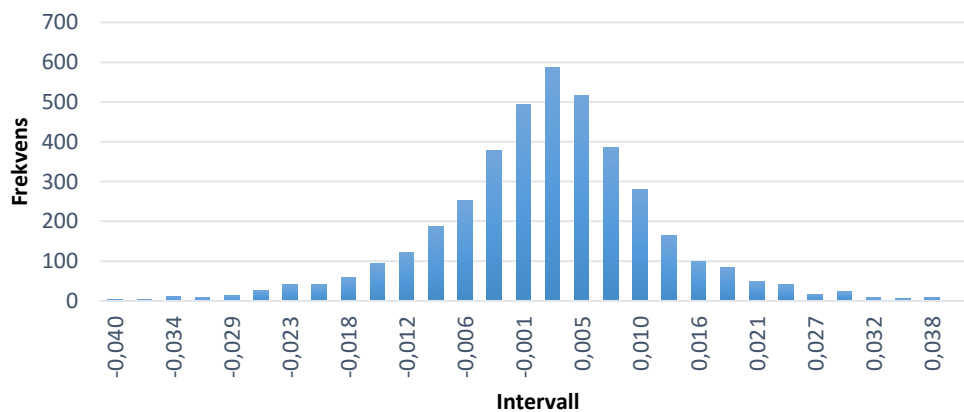


(Kurser hentet fra Yahoo! Finance)

Vi benyttet prisserien i figur 6 til å regne om til avkastningstall. Dette er gjort ved formelen:

$$r_{m,i} = \frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}}$$

Figur 7: Histogram – Daglig avkastning FTSE All-Share



Tilsvarende metode er brukt for å beregne daglig avkastning for selskapene i utvalget, hvor prisdata¹⁵ er hentet fra Thomson Reuters Datastream i perioden 31.12.1999 - 20.04.2016.

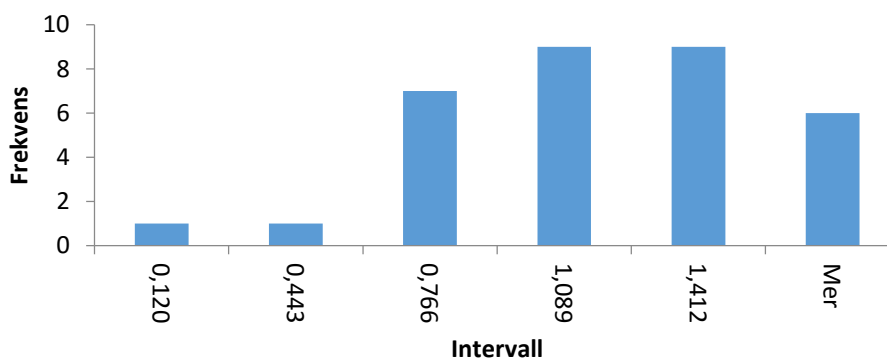
7.3.2 Betaestimer

Betaestimatene gjort som gjengitt i kapittel 6.9 har betydelig spredning. Spredningen kan skyldes ulike type selskap i forskjellige bransjer.

Tabell 2: Beta-verdier (justert) for SCRIP-selskap

Gjennomsnitt	1,01
Median	0,99
Standardavvik	0,41
Minimum	0,12
Maksimum	1,73
Antall	33

Figur 8: Histogram – Beta justert



Av Tabell 2 ser vi at medianen ligger under gjennomsnittet noe som indikerer at vi har flere ekstremverdier i positiv retning. Av Figur 8 ser vi at fordelingen avviker noe fra normalfordelingen, og svært mange av observasjonene ligger i intervallet 1-1,4. De to laveste betaestimatene tilhører Tarsus Group og Pennon Group. Disse selskapene opererer i henholdsvis mediebransjen og utilities-bransjen. For utilities virker det rimelig å observere en lav beta. For medieselskap er en så lav beta overraskende, men annonseringsdatoen i 2002 kommer i etterkant av dotcom-krisen, noe som kan ha påvirket estimatet. Selskapet er likevel inkludert da det oppfyller utvalgsriteriene, og justeringen av avkastning er ikke av stor betydning¹⁶.

¹⁵ Price adjusted close

¹⁶ Dette er diskutert i kapittel 6.3

8. Resultater og Analyse

8.1 SCRIP-annonseringer

Etter å ha gjennomført seleksjonen og beregnet unormal avkastning for tidsperioden T-1, T og T+1 fikk vi følgende resultater:

Tabell 3: Resultat unormal avkastning for fullt datasett (33 observasjoner)

	AR(T-1)	AR(T)	AR(T+1)	CAR(T-1)	CAR(T)	CAR(T+1)
Gjennomsnitt	-0,002 %	0,082 %	-0,250 %	-0,002 %	0,080 %	-0,171 %
Standardavvik	1,57 %	3,39 %	2,55 %	1,57 %	3,92 %	4,24 %
T-stat	-0,01	0,14	-0,56	-0,01	0,12	-0,23
Min	-3,83 %	-8,48 %	-4,64 %	-3,83 %	-8,32 %	-10,43 %
Max	4,80 %	6,62 %	8,92 %	4,80 %	8,01 %	11,15 %
Median	0,01 %	0,28 %	-0,41 %	0,01 %	-0,24 %	0,41 %

Av Tabell 3 ser vi at ingen av resultatene er signifikante. Vi kan derfor ikke forkaste nullhypotesene:

$$H_{0,A}: \overline{AR}_t = 0 \text{ der } t = [T - 1, T + 1]$$

$$H_{0,C}: \overline{CAR}_t = 0 \text{ der } t = [T - 1, T + 1]$$

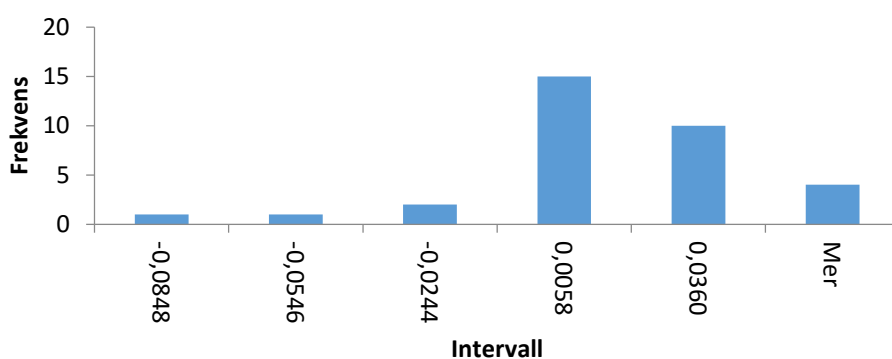
Resultatene er derimot ikke helt uinteressante. Ettersom SCRIP er en utbyttebetaling kombinert med en slags emisjon, er det et interessant resultat i seg selv at AR(T) har positivt fortegn. Videre er det bemerkelsesverdig at det foreligger marginalt positiv unormal avkastning på annonseringstidspunktet, da SCRIP innehar likhetstrekk med en reduksjon i kontantutbytte.

Som nevnt i kapittel 4.5 er det empirisk bevist at kutt i utbytte normalt blir mottatt som negativ informasjon av aksjemarkedet, og er derfor forbundet med negativ unormal avkastning. At et slikt program blir oppfattet som marginalt positivt/nøytralt er derfor interessant. Dette indikerer at aksjemarkedet oppfatter SCRIP-annonseringer som mer positivt enn et utbyttekutt. Effekten er likevel begrenset. Både AR(T-1) og AR(T+1) er marginalt negative, den kumulative effekten av disse for våre observasjoner er større enn for AR(T). Dette ser vi ved at $\overline{CAR}(T + 1) < 0$. For CAR(T+1) er median positiv, så det virker som resultatene kan være påvirket av negative ekstremverdier. Dette blir videre diskutert i kapittel 10 om robusthet.

Den positive unormale avkastningen på annonseringsdagen kan forklares av ulike faktorer. Selskapet kan stå overfor ulike inntjenings- og likviditetsproblemer, som gjør det vanskelig å opprettholde utbytte på kort sikt. Dersom selskapet tror disse problemene vil være midlertidige kan et SCRIP-utbytte signalisere at de ønsker å opprettholde utbytte på lang sikt. Inntjenings- og likviditetsproblemene kan bidra til at selskapet får vanskeligheter med å opprettholde fullt kontantutbytte i dag, noe som kan bidra til at forventningene om et utbyttekutt øker. Annonseringen av SCRIP kan bidra til at selskapet signaliserer til markedet at de ønsker en opprettholdelse av utbytte også i denne problemfasen, noe som kan gi en overraskende positiv unormal avkastning i markedet.

I Figur 9 ser vi at den unormale avkastningen på annonseringstidspunktet er til en viss grad tilnærmet normalfordelt, men har noen interessante haler. I distribusjonen virker den venstre halen å være lengre enn den høyre, men den høyre er tykkere. Dette betyr at vi har mer ekstreme negative avvik, men overvekt av positive. I appendiks E1 kan vi se at fordelingene for tidspunkt T-1, T+1 og CAR er tilnærmet normalfordelt, og virker derfor å være godt egnet for hypotesetesting. I tillegg er det enkelte avvik, særlig i negativ retning, som trekker ned gjennomsnittet. Dette medfører at hypotesetestingen ikke vil være optimal, særlig ved få observasjoner.

Figur 9: Histogram – AR (T)



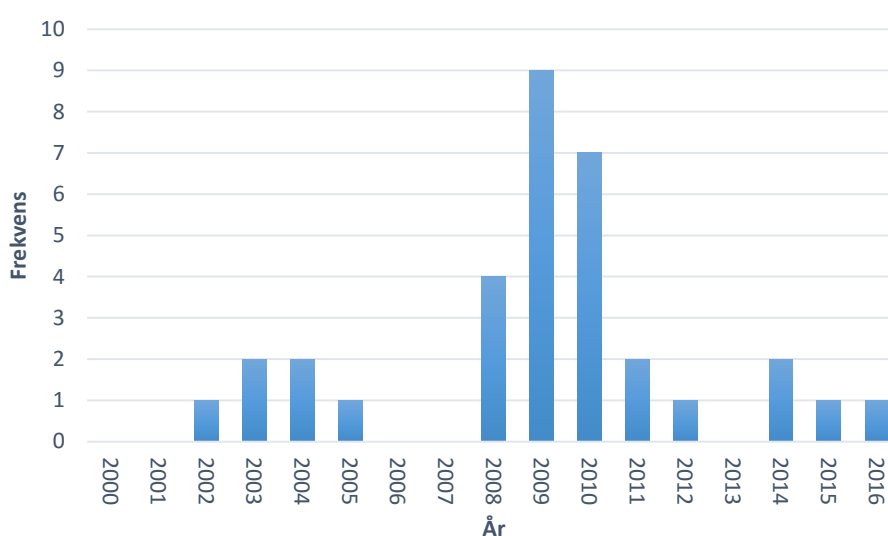
Tabell 4: Deskriptiv statistikk - AR(T)

Gjennomsnitt	0,000819
Standardfeil	0,005897
Median	0,002818
Standardavvik	0,033875
Minimum	-0,084800
Maksimum	0,066223

Som nevnt virker venstre hale å være lengst, samtidig som medianen ligger over gjennomsnittet. Dette bekrefter at vi har mest ekstreme observasjoner i negativ retning, som er med på å trekke gjennomsnitt i negativ retning.

Vi finner videre at det er økt sannsynlighet for å observere en SCRIP-annonsering i perioden etter finanskrisen i 2008 (se Figur 10). Dette understøtter funnene til David & Ginglinger (2015). Dette funnet indikerer at SCRIP benyttes av selskaper med inntjeningsproblemer.

Figur 10: SCRIP-annonsering fordelt på år



8.2 Karakteristika av SCRIP-selskap

I Tabell 5 presenterer vi de mest interessante resultatene fra analysen av selskapskarakteristika. Kontrollselskapene matches etter markedsverdi innenfor samme sektor og år, forklart i kapittel 6.10. I denne analysen tok vi utgangspunkt i de 46 selskapene hvor det forelå annonseringsdato, men flere av disse selskapene hadde hull i datasettet fra Datastream, og falt derfor ut på enkelte variabler (se «n» Tabell 5). Enkelte av selskapene hadde såpass mye hull i datasettet at vi ekskluderte de helt. Vi valgte å ikke håndplukke de manglende dataene fra andre kilder, grunnet ønske om konsistens og på grunn av potensielle ulikheter i dataframstillingen¹⁷.

¹⁷ Potensielle forskjeller i data kan skyldes ulik valutavekslingskurs, ulik bruk av regnskapsstørrelser og/eller forskjeller i multipler

Lasfer (1997b) finner at selskap som betaler SCRIP har høyere gjeldsgrad, høyere utbytteyield, høyere gjeld/egenkapital-forhold og lavere net cash flow fra operasjonell drift. Vi finner antydning til at SCRIP-selskapene er større, har mer gjeld, lavere inntjening og gjør mer investeringer:

Tabell 5: Sammenlikning SCRIP-selskap og kontrollselskap

	SCRIP	Kontroll	Differanse	n	t
Market Value	7 130	2 039	5 091	38	1,96*
Dividend yield	5 %	4 %	1 %	38	0,94
Enterprise Value (EV)	11 536 115	3 033 651	8 502 464	38	1,75*
Earnings per Share	35	95	-60	32	-1,25
Cash/D	7	30	-23	37	-0,76
Cash/SLD¹⁸	23	51	-28	25	-0,61
Total Debt/Total assets	30,3 %	26,9 %	3,4 %	37	0,77
CapEx/Total assets	5,5 %	3,3 %	2,2 %	33	1,90*

*Signifikans på 10 %-nivå, *Signifikans på 5 %-nivå, ***Signifikans på 1 %-nivå
Fullstendig oversikt finnes i Tabell E2 i appendiks

Vi ser at ingen av resultatene er signifikant forskjellig på 5 %-nivå. Studien er begrenset av få observasjoner, noe som medfører at selv store forskjeller ikke er signifikante. Det er likevel verdt å legge merke til de størrelsene som er signifikant på 10 %-nivå. Av disse ser vi at SCRIP-selskapene virker å ha høyere enterprise value og gjør mer investeringer (CapEx/Total assets). Det skal også nevnes at EPS-, Cash/SLD og Cash/D variablene er vesentlig lavere for SCRIP-selskapene, selv om disse ikke er signifikant. Vi ser med andre ord at SCRIP-selskapene har lavere kontantbeholdning relativt til gjeld (ikke signifikant, men kontrollselskapene har 3 ganger større dekning), høyere gjeldsgrad og investerer mer.

Våre resultater i helhet virker å indikere at selskapene benytter SCRIP når de har forbigående inntjeningsproblemer. At selskapene har lavere EPS, men samtidig ønsker å investere, illustrerer dette. Dette indikerer at selskapene tror situasjonen vil bedre seg, men nåværende inntjeningsproblemer og manglende kontantdekning gjør det vanskelig å betale utbytte. Samtidig ønsker de ikke å bryte utbytteforpliktelsen overfor investorene. Dette er i tråd med tidligere empiriske funn (Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005). Vi ser også at SCRIP-selskapene har tilnærmet samme gjeldsgrad som kontrollselskapene¹⁹, men dårligere

¹⁸ SLD = Short and long term debt due this year

¹⁹ Total debt/Total assets

kontantdekning for gjelden som forfaller inneværende år. Dette kan indikere at et insentiv bak SCRIP-annonseringen er å spare kontanter for å dekke forpliktelsene i selskapet.

Totalt sett virker derfor SCRIP å være et verktøy utbyttebetalende selskap benytter framfor utbyttekutt; som sender mer langsiktig negative signaler til markedet, i perioder der de har forbigående inntjeningsproblemer. Vi skal være forsiktig med å ilegge resultatene for stor vekt da ingen av de er statistisk signifikant på 5 % nivå, men dette kan skyldes et begrenset antall med observasjoner.

8.3 Delkonklusjon SCRIP

Vi finner at det ikke foreligger noen signifikant unormal avkastning ved annonseringen av SCRIP, men estimert verdi er marginalt positiv. Da SCRIP-utbytte har likhetstrekk med en reduksjon i kontantutbytte er dette resultatet likevel interessant. Årsaken er at det er godt dokumentert empirisk at utbyttereduksjon/-kutt er forbundet med negativ unormal avkastning.

Vi finner at selskapene som benytter SCRIP er større, har lavere inntjening, lavere kontantdekning av gjeld og investerer mer enn kontrollgruppen. Dette resultatet foreligger på tross av at selskapene er matchet på markedsstørrelse og bransje. Vi finner også at det er økt sannsynlighet for annonsering i perioden like etter finanskrisen, noe som samsvarer med funn gjort i tidligere studier.

På bakgrunn av resultatene over mener vi SCRIP-annonseringer er drevet av at selskapet er i midlertidige inntjenings- og likviditetsproblemer, hvilket gjør det vanskelig å utbetale fullt kontantutbytte rundt annonseringstidspunktet. Dette skyldes den lave inntjeningen kombinert med svak kontantdekning for gjeld, samt ønske om høye investeringer. Vi tror selskapene ønsker å unngå de langsiktige negative signalene om framtidig inntjeningsevne et utbyttekutt sender, samtidig som de ikke ønsker å betale fullt kontantutbytte på kort sikt. Selskapet gir derfor investorene anledning til å velge mellom å motta kontantutbytte eller opprettholde relativ eierandel. SCRIP kan gjennom kontantbesparelse gjøre at selskapene kan opprettholde utbytte på lang sikt, samtidig som de fortsetter å investere og betjene sine forpliktelser.

9. Statoil

Ved fremleggelsen av resultatet for fjerde kvartal 2015 ønsket Statoil å implementere et toårig SCRIP-program. I denne delen av utredningen ønsker vi å gjøre en analyse av mulige årsaker til at selskapet ønsker, som en av få selskap i Norge, å implementere et slikt program i sin langvarige og stabile utbyttepolitikk. Først vil vi presentere en mer detaljert fremleggelse av de ulike vilkårene i SCRIP-programmet som ble godkjent på generalforsamlingen (GF) 11. mai 2016.

9.1 Vilkårene i SCRIP-programmet

11.mai 2016 godkjente aksjonærene i Statoil et utbytte på USD 0,2201 med en mulighet for å motta utbytte i form av aksjer gjennom et toårig SCRIP-program. I forbindelse med SCRIP-programmet og muligheten for å tegne seg for nyutstedte aksjer, ble det vedtatt at aksjekapitalen til selskapet kan økes med mellom NOK 2,50²⁰ til NOK 400 millioner for utbyttet vedtatt i forbindelse med fjerde kvartal 2015. Med andre ord er pålydende av Statoilaksjen NOK 2,50 og aksjekapitalen vil da øke avhengig av hvor mange aksjonærer som velger å tegne seg i SCRIP-programmet. Tegningsperioden varer fra 30.05.2016 til og med 10.06.2016. Offentliggjøringen av tildelingen i forbindelse med SCRIP-programmet foreligger etter vi har levert denne utredningen; 22.06.2016.

Tegningskursen ble vedtatt å fastsettes som følger:

1. Tegningskursen skal tilsvare volumvektet gjennomsnittlig aksjekurs på Oslo Børs de siste to handelsdagene i tegningsperioden (09.06.2016 - 10.06.2016) for utbytteemisjonen, fratrukket en rabatt på 5 %. Kursen kan likevel ikke være lavere enn NOK 50 eller høyere enn NOK 500.
2. Aksjonærer gjennom ADR-programmet får omregnet tegningskursen i NOK til USD basert på gjennomsnittet av Norges banks USD-valutakurs de siste to dagene i tegningsperioden. Totalt skal et samlet utbytte for fjerde kvartal 2015 på over USD 701 millioner omgjøres til NOK.

I punkt 1. under vilkårene skulle tegningskursen tilsvare volumvektet gjennomsnittlig aksjekurs i perioden 09.06.2016 – 10.06.2016. Gjennomsnittlig aksjekurs tilsvarte NOK 137,52. Fratrukket en rabatt på 5 % ble dermed tegningskursen NOK 130,64 (Newsweb, 2016e).

²⁰1 Statoil aksje har pålydende NOK 2,50 → Utstedelse av 1 ny aksje gir en økning i aksjekapitalen på NOK 2,50

For å finne ut hvor mange aksjer hver aksjonær har rett til å tegne gjennom SCRIP, blir utbyttet som er fastsatt i USD omregnet til NOK i samsvar med punkt 2. ovenfor. Videre vil alle tegninger rundes ned til nærmeste hele aksje, og den del av utbyttet som ikke benyttes til oppgjør av tegnede aksjer skal utbetales i kontanter (Newsweb, 2016c). Aksjonærer som ikke eksplisitt velger å delta i SCRIP-programmet vil få kontantutbytte utbetalt som vanlig (Newsweb, 2016d).

Tabell 6: Stemmeberettigete aksjer representert på GF 11.mai 2016

	Antall	Andel
Totalt antall stemmeberettigete aksjer*	3 179 792 008	100 %
Sum Minoriteter	924 201 182	29,06 %
Sum Majoritet representert ved Staten Norge	2 255 590 826	70,94 %
Sum Minoritet representert på GF	186 094 492	5,85 %
Totalt antall stemmeberettiget representert på GF	2 441 685 318	76,79 %

Tall er hentet fra protokoll fra Generalforsamling avholdt 11.mai 2016 (Statoil, 2016c)

**Under totalt antall stemmeberettigete aksjer er andelen av Statoils egne aksjer på 8 855 095 fratrukket totalt antall utstedte aksjer på 3 188 647 103, da disse aksjene ikke er stemmeberettiget.*

På GF var 76,79 % av de stemmeberettigete aksjene representert. Av Tabell 6 ser vi at statens andel (inkluderer Folketrygdfondet) av stemmeberettigete aksjer på GF utgjorde 70,94 % av totalt antall stemmeberettigete aksjer i selskapet. Staten har allerede uttalt at den er positiv til et SCRIP-program. Med andre ord er 100 % av majoritetsandelen positiv til implementeringen av et SCRIP-program. På generalforsamling møtte 20,14 % av minoritetsaksjonærene, minoriteten representerte derfor 5,85 % av totalt antall stemmeberettigete aksjer i selskapet. Antallet som stemte imot en forhøyelse av aksjekapitalen i forbindelse med SCRIP-utbytte var 329 180. Dette utgjør kun 0,18 % av minoriteten som var representert på GF, mens 99,74 % av minoritetsinteressene representert på GF var positiv til implementeringen av et SCRIP-program (se Tabell 7). Videre skal vi analysere og se på mulige årsaker til hvorfor selskapet velger å implementere et slikt program, og hvorfor så stor andel av aksjonærene er positiv til dette.

Tabell 7: Minoritetsinteresse representert på GF 11.mai 2016

	Antall	Andel
Sum Minoritetsinteresse	924 201 182	100 %
Sum Minoritetsinteresse representert på GF	186 094 492	20,14 %
Andel av Minoritetsinteressen representert på GF som stemte imot SCRIP	329 180	0,18 %
Andel av Minoritetsinteressen representert på GF som stemte for SCRIP	185 617 646	99,74 %

Tall er hentet fra protokoll fra Generalforsamling avholdt 11.mai 2016 (Statoil, 2016c)

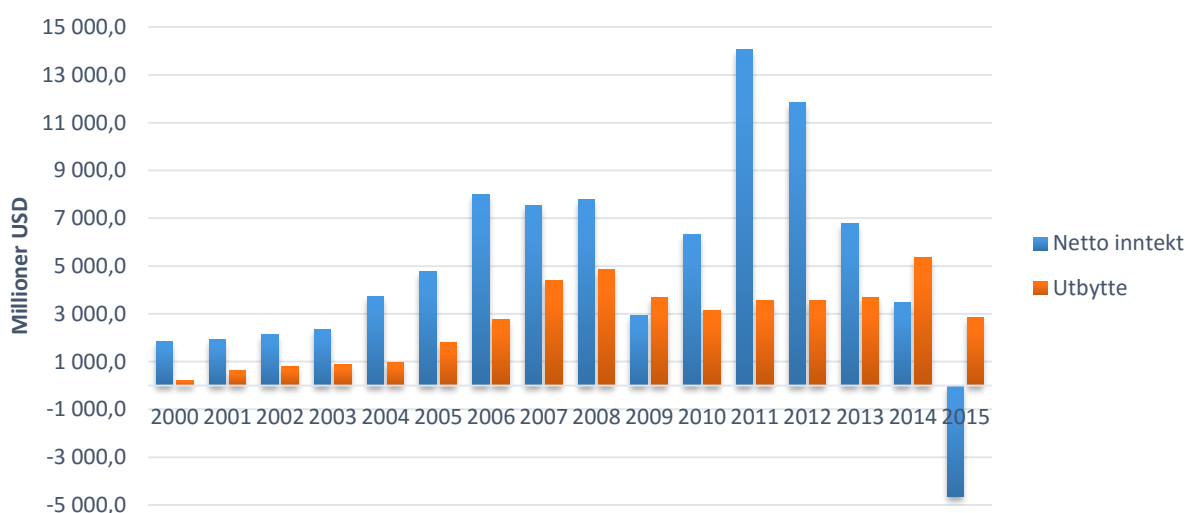
0,08 % av minoriteten representert på GF var avholdende

0,18 % = 329 180/186 094 492

9.2 Analyse av Statoils SCRIP-implementering

Siden 2011 har Statoil gått fra et årlig overskudd etter skatt på NOK 78,4 milliarder til et underskudd på NOK 37,3 milliarder i 2015 (Statoil ASA, 2012 b; Statoil ASA, 2016d). I 2011 endret Statoil sin utbyttepolitikk ved å gå fra et utdelingsforhold på halvparten av overskuddet til å øke utbyttene årlig. Utbyttet førstekvartal 2015 ble fastsatt til NOK 1,80, som er tilsvarende for samtlige kvartal i 2014. Fra og med andre kvartal 2015 er utbyttet fastsatt til USD 0,2201, ekvivalent med NOK 1,80 ved daværende vekslingskurs på USD/NOK 8,1781. Med andre ord har ikke Statoil økt, men opprettholdt utbytte fra 2014 til 2015.

Figur 11: Statoils årlige netto inntekter og utbytter²¹



(Tall hentet fra Bloomberg)

²¹ Utbyttet fram til andre kvartal 2015 er fastsatt i NOK (som nevnt ble utbytte fra og med andre kvartal 2015 oppgitt i USD). Utbyttet i figur 12 er oppgitt i USD og begrunnelsen for at utbyttet er relativt lavere i 2015 er at USD/NOK kursen er høyere i 2015.

Modigliani & Miller (1961) uttrykker i tradisjonell utbyttepolitikk at et selskaps finansiering og utdelingsforhold er irrelevant for selskapets markedsverdi. Derimot uttrykker mer moderne teori at et selskaps utbyttepolitikk kan signalisere signifikant informasjon hva gjelder framtidsutsikter og forventet framtidig inntjening. Dette gjelder spesielt for modne selskap som har hatt en stabil utbyttepolitikk over lengre tid (David & Ginglinger, 2015). Vi definerer Statoil som et modent selskap med en langvarig stabil utbyttepolitikk, og et kutt i utbytte vil basert på signalteori kunne være meget uheldig for selskapet.

26. november 2014 kuttet Seadrill Limited utbytte til null, og annonserte at dette ville vedvare over tid, etter å ha vært en utbyttedividende i årevis (Lorentzen, 2014). Dette medførte at aksjekursen falt med over 18 %²² påfølgende dag (Yahoo!, 2014), og senere samme år ble selskapet saksøkt av investorene grunnet dette utbyttekuttet (NTB, 2014). Dette viser hvor viktig en stabil og fast utbyttepolitikk er for enkelte modne selskap, da det å få store eiere på strupen vil kunne være meget uheldig. Dette eksemplifiserer signalteorien og underbygger funnene til Grullon et al. (2002) ved at markedet priser inn høyere risiko i et selskap som har kuttet en fast og sikker utbetaling. Videre signaliserer dette stor usikkerhet knyttet til selskapets framtidige operasjonelle kontantstrøm. Statoil-sjef Eldar Sætre uttalte i oktober 2015 at det var uaktuelt å gjøre noe med det kvartalsvise utbytteneivået på daværende tidspunkt. Også informasjonssjef i Statoil, Knut Rostad uttrykker at [...] Dagens utbyttepolitikk bygger på en tro på langsiktig lønnsomhet for bransjen og, mer spesifikt, en tro på Statoil sin prosjektportefølje”] (Lohne & Løvås, 2015). Dette viser viktigheten av selskapets ønske om å tilfredsstille aksjonærenes forventninger også i konjunkturrelle nedgangstider, da også et midlertidig kutt kan gi feil signaler til markedet. Dette er også poengtert av David & Ginglinger (2015) da de uttrykker at et kutt i utbytte ikke engang er et alternativ for mange selskap, grunnet mangelen på fleksibilitet utbyttepolitikken har, og de negative markedetsreaksjonene man observerer ved å kutte eller redusere utbytte. Dette er nok også tilfellet for Statoil og ledelsens negative holdning til et omdiskutert kutt i utbytte, da både et midlertidig og et langvarig kutt i utbytte vil kunne gi overdrevet negativ informasjon til markedet.

Som nevnt uttrykker David & Ginglinger (2015) at mange ledere velger å opprettholde et høyt utbytteneivå for å tilfredsstille institusjonelle investorer. Majoriteten av Statoils eiere er institusjonelle investorer, hvor staten er største eier med tilsammen 67 % gjennom Olje- og

²² $(142-116)/142=18,3\%$

energidepartementet (eksklusive Folketrygdfondets eierandel på 3,6 % (Hentet fra Bloomberg 01.06.2016)). Gjennom denne andelen mottar Olje- og energidepartementet alene over NOK 15 milliarder²³ i årlig utbytte kun fra Statoil ved den tidligere utbyttebetalingen på 23 milliarder. Dette utgjør omtrent 5 % av samlet petroleumsinntekt for staten (Det Kongelige Finansdepartement, 2016). Staten har garantert for at den skal tegne like mange aksjer som minoritetsandelen og ønsker derfor å opprettholde lik eierandel før og etter allokeringen fra SCRIP-programmet (Se Tabell 8, for eksempel). Med andre ord er det minoritetsaksjonærene som bestemmer tegningsraten fullt ut.

Tabell 8: Majoritets- og minoritetsandeler før og etter SCRIP-allokering ved en tegningsrate på 10 %²⁴

	Andel før SCRIP	Antall aksjer før tildeling	Utbytte	Nye aksjer ved 10 % tegning	Antall aksjer etter tildeling	Andel etter SCRIP
Olje- og energidepartementet	67 %	2 130 Mill	NOK 3 751 mill	2,89 mill ²⁵	2 132,89 mill	67 %
Minoritetsaksjonærer	33 %	1 050 Mill	NOK 1 849 mill	1,42 mill	1 051,42 mill	33 %
Sum	100 %	3 180 Mill	NOK 5 599 mill	4,31 mill	3 184,31 mill	100 %

Staten støtter dermed Statoil indirekte i denne nedgangskonjunkturen gjennom at det må dekkes inn over NOK 15 milliarder i statsbudsjettet dersom 100 % av minoritetsaksjonærene tegner seg for aksjer. Dette er NOK 15 milliarder²⁶ Statoil kan benytte på å bedre sin likviditetsposisjon i markedet. Andre institusjonelle investorer som inngår i Statoils aksjonærliste er mange utenlandske utbyttefond. Analytiker i Norne Securities Karl Johan Molnes opplyser per e-post at disse fondene ved et eventuelt utbyttekutt ville måtte selge store deler av deres beholdning grunnet fondenes mandat. Videre forteller Molnes at “Det som kjennetegner aksjonærstrukturen i Statoil nå er en enorm bredde i investorer med mer enn 100,000 aksjer. Dersom utbytte hadde skuffet ville denne bredden utløst et snøskred av salgsordrer” (personlig kommunikasjon, 8. februar 2016). Med andre ord vil et utbyttekutt

²³ 23 milliarder * 67%

²⁴ Antar en tegningskurs på NOK 130 (fratrasket rabatt på 5 %), og en USD/NOK valutakurs på 8.

²⁵ Utbytte / tegningskurs = (0,2201 * 8 * 2 130 mill) / 130

²⁶ NOK 23 milliarder hvis du inkluderer minoritetsandelen.

kunne gi salgspres i markedet og påvirke aksjekursen samt verdiene i Statoil negativt. Aksjonærstrukturen i Statoil er i stor grad preget av eierskap gjennom forvalter/nominee-banker, og det er derfor vanskelig for oss å analysere dette videre. Ledere i selskap som har mange institusjonelle investorer vil unngå et kutt i utbytte i frykt for å bli straffet av disse investorene, noe som også kan være tilfellet for Statoil. Dette underbygges av funnene til Allen, Bernardo og Welch (2000) som indikerer at mange ledere betaler utbytte kun for å tilfredsstille institusjonelle investorer som har en overvåkende rolle overfor selskapet.

Ved fremleggelsen av fjerdekvartal 2015 uttalte Statoil-sjef Sætre: “Vi står ved vår forpliktelse og opprettholder et konkurransedyktig utbytte, i tråd med vår utbyttepolitikk ... Vi innfører programmet for utbytteaksjer som et ytterligere verktøy for å styrke selskapets økonomiske fleksibilitet til å investere i prosjekter av høy kvalitet til riktig tid” (Statoil ASA, 2016a). Med andre ord har ledelsen eksplisitt gått ut i media og uttalt viktigheten av å opprettholde utbytte i kombinasjon med å ivareta en ønsket stabil og solid likviditetsposisjon. Disse signalene bekrefter funnene til Thomas & Ginglinger (2015) hva gjelder at SCRIP-utbytte tilbys av store modne selskap som er forpliktet til å betale utbytte overfor sine aksjonærer, når selskapet har vanskeligheter med å betale ut utbytte i kontanter. Trond Omdal i Pareto Securities mener tilbudet om et SCRIP-program kan gi Statoil større finansiell fleksibilitet til å foreta lønnsomme investeringer som vil generere positiv kontantstrøm over tid (Kongsnes & Lewis, 2016).

Gjennom SCRIP-programmet står aksjonærene i Statoil overfor en avveining mellom kontanter og relativ eierinteresse ved SCRIP-programmet, hvor det foreligger tre muligheter:

- Aksjonæren kan velge å motta kontanter, og dermed redusere sin relative eierandel etter allokeringen av nyutstedte aksjer fra SCRIP-programmet (Forutsatt at andelen av aksjonærer som velger aksjer > 0 %).
- Aksjonæren kan velge å tegne seg for nye aksjer og ikke motta kontanter, men innehar da minst like stor eierandel før og etter allokeringen av de nyutstedte aksjene fra SCRIP-programmet.
- Aksjonærene kan også velge en kombinasjon, hvor deler av utbyttet blir mottatt i form av aksjer, og resterende blir utbetalt i kontanter.

Velger samtlige minoritetsaksjonærer SCRIP-alternativet, må også staten gjennom sitt ønske om å opprettholde samme relative eierandel, velge dette alternativet. Blir dette tilfellet vil 100 % av aksjonærene i Statoil motta aksjer framfor kontanter, og som følge av dette blir ingen

kontanter utbetalt til aksjonærene. Dette vil også medføre at samtlige aksjonærer innehar samme eierandel før og etter allokeringen av de nye aksjene som blir trykket i forbindelse med SCRIP-programmet. I tilfellet for Statoil blir SCRIP-aksjene tilbudt med 5 % rabatt, og Thomas & Gøngler (2015) fant at andelen av aksjonærene som velger aksjer framfor kontanter med 5 % rabatt varierer fra 54,6 % til 56,9 % (hvor intervallet varierer fra en rabatt på [0 %;5 %] og [5 %;10 %])²⁷. Tar man utgangspunkt i disse tallene får man med 5 % rabatt en gjennomsnittlig SCRIP-deltakelse på 55,75 %.

En annen viktig faktor som kan påvirkes av et selskaps utbyttepolitikk er tilgangen på ekstern finansiering av framtidige og nåværende prosjekter samt forpliktelser som forfaller fortløpende gjennom obligasjonsmarkedet. Da oljeprisen falt fra 50 til 30 dollar økte spreaden på Statoils 5-årige CDS-er fra 50 til 140 punkter og en nedgradering av Statoils rating ble tilnærmet priset inn gjennom dette (Håland, 2016). Dersom Statoil fortsetter å betale ut 100 % av utbyttet sitt i kontanter må oljeprisen ifølge SEB ligge på et snitt på 59 USD/boe for at de skal gå break even fra fri kontantstrøm etter utbytte (SEB, 2016). Per 05. mai 2016 lå oljeprisen på 45 USD/boe, og dersom dette fortsetter gjennom året vil kontantbeholdningen til Statoil bli betraktelig redusert ved 100 % kontantutbytte, noe som igjen vil true kredittratingen til selskapet.

Ved et opptak på 55,75 % vil Statoil ved en utbyttebetaling på NOK 23 milliarder spare i underkant av NOK 13 milliarder²⁸ i kontanter i året gjennom SCRIP-programmet. Denne kontantbesparelsen vil kunne gi Statoil betydelig større spillerom i obligasjonsmarkedet og unngå en ekskludering fra det eksterne finansieringsmarkedet gjennom altfor høye spredder. For å eksemplifisere dette har Statoil gjeldsforfall på henholdsvis USD 153, 244 og 650 millioner i mai, oktober og november 2016 (Moody's, 2016). Med en dollarkurs på 8 USD/NOK gir dette forpliktelser i 2016 på NOK 8,4 milliarder²⁹.

Utbyttebetalingen for fjerdekvartal 2015 er annonsert planlagt i juni 2016 (Statoil ASA, 2016d), og står Statoil fast ved sin utbyttepolitikk vil det trolig bli utbetalt kvartalsvis utbytte for 2016 også i september og desember. Gitt en kvartalsvis utbetaling på USD 0,2201 og en kurs på 8 USD/NOK utgjør dette NOK 5,61 milliarder³⁰ i kvartalet. På to kvartal utgjør utbyttebetaling med andre ord NOK 11,22 milliarder, noe som overskrider de resterende

²⁷ Se Tabell B1 i appendiks for fullstendig tabell med ulike rabatter.

²⁸ $23 * 0,5575 = 12,82$ milliarder

²⁹ $(153+244+650) * 8 = 8,38$ milliarder

³⁰ $0,2201 * 8 * 3188647103 = 5,61$ milliarder

forpliktelsene som forfaller ut 2016. For at kontantbesparelsen gjennom SCRIP-programmet skal dekke forpliktelsene i hele 2016, på NOK 8,4 milliarder, kreves det at 74,9 %³¹ av aksjonærene velger aksjer framfor kontanter. Med andre ord vil SCRIP-programmet kunne gi signifikant positiv påvirkning på forholdet mellom tilgangen på kortsiktige finansielle midler og kortsiktige forpliktelser. Dette kan igjen gi viktige positive påvirkninger på obligasjons- og ratingmarkedet til Statoil gjennom bedret rating eller unngått nedgradering. Statoil antar en tegningsrate på 40 %, noe som utgjør 9,22 milliarder i årlige kontantbesparelser.

Tabell 9: Årlig kontantbesparelse for ulike tegningsrate av SCRIP

Tegningsrate	Kontantbesparelse (milliarder NOK)
40 %	9,22
55,75 %	12,82
74,9 %	17,26

Det er likevel vanskelig å estimere om opptaket vil ligge rundt 40 eller 55 % grunnet den ekstraordinære eierstrukturen til Statoil med utbyttefondene som den store usikkerheten. I forhold til hva David & Ginglinger (2015) fant, hvor staten i snitt eide 1,1 % av aksjene i selskapene som tilbydde SCRIP, er tilfellet for Statoil signifikant høyere med en statlig eierandel på over 70 %, noe som igjen gjør det vanskelig å trekke noen konkrete slutninger på hva andelen av tegnere i SCRIP-programmet blir. Det er likevel minoritetsandelen som til syvende og sist avgjør hvor stor den samlede tegningsraten blir, da staten som nevnt ønsker å matche minoritetens deltakelse i SCRIP-programmet. Som et eksempel vil 50 % SCRIP-deltakelse fra minoriteten medføre en total deltakelse på 50 %, da også majoriteten må tegne seg med 50 % for å opprettholde lik eierandel.

Har man et lengre perspektiv på Statoil sine nåværende forpliktelser, vil et høyt opptak av aksjer i forbindelse med et SCRIP-program også kunne gi signifikant påvirkning på tilgangen av finansielle betalingsmidler for selskapet:

³¹ $8,4/11,22=74,86\%$

Tabell 10: Tilbakebetalingsprofil for langsiktig finansiell gjeld

År	Gjeld (Milliarder NOK)
2017	22,5
2018	32,2
2019	25,1
2020	17,7
Etter 2020	163,0
SUM	260,5

Tall er hentet fra Statoil ASA sin fjerdekvartalsrapport for 2015 (Statoil ASA, 2016a)

Av Tabell 10 ser man at Statoil har forpliktelser som forfaller fortløpende fram til og med 2020 på til sammen NOK 97,5 milliarder. Det skal også nevnes at Statoil har CAPEX-forpliktelser til blant annet utbyggingen av Johan Sverdrup og Johan Castberg på USD 13 milliarder i 2016/2017 og USD 17 milliarder i 2018/2019 (Statoil ASA, 2016c). Vi velger å gjøre beregninger fram til 2020, selv om programmet kun er fastsatt til å vare i to år. Begrunnelsen for dette er å belyse de langsiktige effektene programmet kan ha for selskapet, samtidig som varigheten av programmet enkelt kan forlenges gjennom GF. Dersom man legger til grunn en årlig utbyttebetaling på NOK 23 milliarder (trolig vil dette bli høyere over tid jf. Statoils utbyttepolitikk³²) utgjør dette samlet utbyttebetalinger over perioden fram til 2020 på NOK 92 milliarder³³. Ved et gjennomsnittlig opptak på 55,75 % vil dette utgjøre besparelser på over NOK 50 milliarder³⁴ hva gjelder kortsiktige finansielle midler; eller sett på en annen måte, 52,6 %³⁵ av nåværende forpliktelser fram til 2020. Dette kan også gi signifikant påvirkning på Statoils kapitalsituasjon over tid, og for å poengtere påvirkningen et SCRIP-program kan ha for selskapet ønsker vi å sitere rating-byrået Moody`s da de nedgraderte Statoil 21.mars 2016 (Moody`s, 2016): [...]"Positive pressure could be placed on Statoil's a2 BCA and, by extension, on Aa3 rating, if it continues to strongly execute on the investment program and improve its financial profile, with retained cash flow/net debt recovering sustainably to 50 % level."]³⁶. Videre uttaler Moody`s at de foreløpig ikke forventer noe nedsidepress på den nye Aa3 ratingen. De påpeker derimot at dersom de finansielle måltallene; spesielt dersom $\frac{\text{Kontantstrøm}}{\text{Netto rentebærende gjeld}}$ ³⁷ forverrer seg, og staten

³² Statoil har siden 2011 gått fra en utbyttepolitikk med utdelingsforhold på halvparten av overskuddet til å øke denne årlig

³³ $23 \cdot 4 = 92$ milliarder

³⁴ $92 \cdot 0,5575 = 51,29$ milliarder

³⁵ $51,29/97,5 = 52,6\%$

³⁶ Se Tabell E3 i appendiks for rating-forklaringer

³⁷ KS = Kontantstrøm

skulle vurdere et nedsalg og dermed svekke sin posisjon som støttefunksjon for selskapet, kan en ny nedgradering bli vurdert.

Likviditetsproblemer kan med andre ord gi ytterligere risiko for å bli nedgradert i obligasjonsmarkedet, og gjøre det tilsvarende dyrt å anskaffe ekstern finansiering ved framtidige operasjonelle investeringer og forpliktelser. Som nevnt kan et SCRIP-program bidra til å dempe disse problemene og dermed forhindre en ny nedgradering, og til og med bidra til at selskapet igjen kan oppgraderes til Aa2-rating. Dersom andelen som velger SCRIP framfor kontanter er nevneverdig vil resultatet kunne bli at SCRIP-tilbudet er noe av det mest evnerike selskapet har gjort på flere år. Grunnen til dette er Statoils forfallende gjeld, investeringsbehov på Johan Sverdrup, samt vanskelighetene med å oppfylle forpliktelsene ved ordinært kontantutbytte. En ytterligere nedgradering kan utelukke selskapet fra å hente ekstern finansiering ved framtidige operasjonelle investeringer, da kapitalkostnaden hadde økt betraktelig. Videre måtte eierne da hyppigere skutt inn midler i selskapet, noe som kunne endret eierstrukturen i selskapet og påvirket aksjekursen i negativ retning. Resultatet kunne blitt en dominoeffekt hvor massive verdier i selskapet hadde forsvunnet på kort tid. Videre vil en nevneverdig andel som velger aksjer framfor kontanter med stor sannsynlighet bidra til at Statoil unngår å lånefinansiere den viktige utbyttebetalingen sin. Dermed unngår selskapet å bryte gjennom gjeldstaket sitt på 30 % og avverger en forverring av gjeldssituasjonen relativt til kontantbeholdningen (TDN Finans, 2016).

9.3 Endret utbyttevaluta fra NOK til USD

Som nevnt i kapittel 3 valgte Statoil i andrekvartal 2015 å oppgi utbytte i USD i stedet for NOK. Selskapet gikk da fra å oppgi NOK 1,8 i kvartalsvis utbyttebetaling per aksje til USD 0,2201 per aksje, som Statoil selv melder, innebærer en opprettholdelse av utbytte for den respektive valutakursen. Dette er ekvivalent til en kurs på ca. 8,1781³⁸.

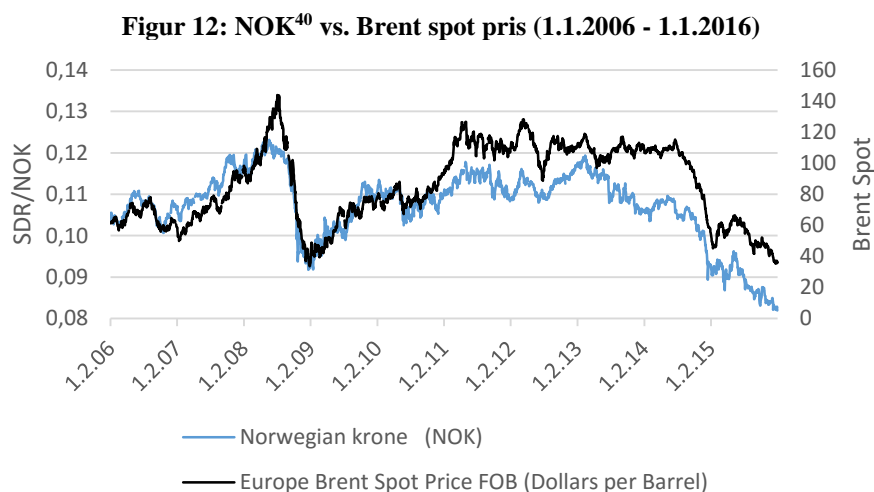
For å analysere dette har vi valgt å se hvordan NOK og USD beveger seg i forhold til oljeprisen (Brent), de siste 10 årene³⁹.

Sammenhengene mellom henholdsvis NOK/Brent kan vises grafisk på følgende måte:

NRBG = Netto rentebærende gjeld

³⁸ $1,8/0,2201=8,1781$

³⁹ 01.01.2006 - 01.01.2016



(Data hentet fra (U.S. Energy Information Administration) og (International Monetary Fund))

Vi kan se tendenser til at NOK korrelerer med Brent-oljen, ved at en oljeprisøkning øker verdien av NOK (se figur 12). Viktig punkt å merke seg er at korrelasjon ikke betyr kausalitet. Man kan med andre ord på bakgrunn av korrelasjonen ikke konkludere om det er oljeprisen som påvirker NOK eller omvendt. Det virker likevel å være en sammenheng. Vi har også sett på tilsvarende data for USD⁴¹.

Tabell 11: Korrelasjon mellom Brent og NOK vs. USD

Valuta	Korrelasjon
NOK/Brent	0,7513
USD/Brent	-0,6694

I henhold til korrelasjonen virker det naturlig å forvente at en oljeprisøkning vil føre til at NOK styrker seg. Dette betyr at Statoil betaler mindre utbytte i NOK ved en oljeprisøkning, gitt samme utbyttebeløp i USD.

⁴⁰ SDR står for Special Drawing Rights, og er en vektning av amerikanske dollar (USD), euro (EUR), japanske yen (YEN) og sterling pund (GBP).

⁴¹ Se figur E1 i appendiks, for grafisk framstilling av USD.

Figur 13: NOK per 1 USD: 01.01.2006 - 05.05.2016



Oransje strek markerer endringstidspunkt for utbyttevaluta

(Data hentet fra (International Monetary Fund))

Vi ser av Figur 13 at valutaendringen skjer på et forholdsvis høyt nivå sett fra et historisk perspektiv, da kursen på annonseringsdatoen var 8,1781⁴², sammenliknet med gjennomsnittskursen over perioden på 6,2688. Grafen underbygger også at NOK svekker seg betydelig i forhold til USD i perioden etter sommeren 2014 hvor oljeprisen falt kraftig.

Vi ønsker å illustrere valutaeffekten med følgende eksempel: Dersom vi antar at USD/NOK-kursen faller tilbake til gjennomsnittsnivået for perioden (6,2688), vil dette tilsvare et utbytte på NOK 1,38⁴³. Dette tilsvarer et redusert utbytte på 23 % i NOK, kun basert på valutaeffekten. Dette gir en besparelse på NOK 5,29 milliarder⁴⁴ årlig i utbytte. Denne «utbyttereduksjonen» kommer utelukkende av valutaendringen. At valutakursen endres så sterkt på kort sikt er en i overkant sterk forutsetning, men illustrerer poenget. I etterkant av valutaendringen har også oljeprisen steget og kronekursen appresiert. Ved å benytte siste kursinfo tilgjengelig i datasettet er nåværende utbytte på NOK 1,79⁴⁵.

⁴² 28.07.2015: $1,8/0,2201=8,1781009$

⁴³ $USD\ 0,2201 * 6,2688 = NOK\ 1,37976288$

⁴⁴ $23\ 000\ 000\ 000 * 0,23 = 5,29$

⁴⁵ 04.02.2016: $USD\ 0,2201 * 8,1191 = NOK\ 1,7870139$

Her finnes det åpenbart risiko. Dette ble illustrert på annonseringsdatoen for fjerdekvartalsutbyttet 2015 da utbyttet til Statoil økte til NOK 1,91⁴⁶ på grunn av valutaendringen. Dersom NOK svekkes ytterligere mot USD vil endringen være negativ. Denne risikoen virker å være begrenset på grunn av det høye historiske nivået av USD/NOK, samtidig som oljeprisen ligger på relativt lave nivåer.

⁴⁶ USD 0,2201*8,6791=NOK 1,9102699

9.4 Delkonklusjon analyse Statoil

Statoil har i over 20 år vært en utbyttmaskin for både private- og institusjonelle investorer, og flere av disse investorene har tilnærmet satt utbyttebetaling som et krav til selskapet. Gjennom dette er det flere investorrelaterte faktorer som gjør Statoil tilnærmet forpliktet til å opprettholde sin utbyttepolitikk. Ved å tilby et SCRIP-program kan en signifikant andel av Statoils finansielle midler som benyttes til utbyttebetaling forbli i selskapet. Statoil sjef Eldar Sæthre uttrykte også under fjerde kvartals-fremleggelsen 04. februar 2015 at dette skulle være et verktøy for å styrke selskapets økonomiske fleksibilitet. Dette gir muligheten til å kombinere en forpliktende utbyttepolitikk overfor investorene også i nedgangskonjunkturer hvor tilgangen på kapital er begrenset.

En opprettholdelse av utbyttebetaling på NOK 23 milliarder i året, i form av kun kontanter og ikke allokering av nye aksjer gjennom SCRIP-programmet, kan bidra til å gi et press på Statoils kredittrating og mulighetene selskapet har i obligasjons- og fremmedkapitalmarkedet. Dette kan videre gi betydelige begrensninger for selskapet hva gjelder fremtidige investeringer i prosjekter med positive netto nåverdier. Dette kan også påvirke egenkapitalmarkedet til selskapet ved at investorene priser inn høyere risiko i selskapet, og betydelige selskapsverdier kunne forduftet på kort tid som følge av dette.

Flere faktorer bidrar til at et SCRIP-program kan gi betydelige muligheter for Statoil i den finansielt pressede situasjonen selskapet befinner seg i per dags dato. Gitt at selskapet planlegger å følge sin fastsatte utbyttepolitikk i årene fremover, vil et SCRIP-program kunne bedre tilgangen på kortsiktige finansielle midler, og gjennom dette redusere gjelds- og selskapsrisikoen. Videre vil dette kunne gi selskapet mulighet til å opprettholde investeringer i fremtidige prosjekter også i tøffere tider og fortsette å forsvare en effektiv operasjonell drift.

Ved å ha endret fastsettelsen av utbytte fra NOK til USD, på et historisk høyt USD/NOK-nivå, virker det som Statoil har lagt inn et potensielt «skjult utbyttekutt» i NOK. En oljeprisstigning vil dermed, basert på korrelasjonen, trolig føre til lavere utbyttebetalinger i NOK.

10. Robusthet og svakheter

I dette kapittelet skal vi undersøke om resultatene er drevet av ekstremverdier. Dette er særlig en bekymring i vårt datasett da det er relativt få observasjoner. I kapittel 8.1 gjennomgikk vi den deskriptive statistikken for AR(T), hvor vi identifiserte at det er ekstremverdier, spesielt i negativ retning. Dette indikerer at resultatene våre kan være påvirket av outliers. Videre vil vi også ta for oss generelle svakheter ved studien.

10.1 Robusthet

Vi gjennomfører en robusthetstest ved å fjerne de observasjonene som ligger over og under ulike persentilnivåer. De persentilene vi ønsker å kontrollere for er 1 %, 5 % og 10 %. Vi har også valgt å kontrollere for de samme persentilene for observasjonenes absoluttverdier. For å skape den samme effekten fjerner vi dobbelt så store persentiler, da vi ved absoluttverdier kun fjerner observasjoner i den ene enden. Det er interessant å se om det er andre observasjoner som blir fjernet. Dette forteller oss noe om hvordan halene på fordelingen ser ut.

Vi har valgt å fokusere robusthetstesting på AR(T), da dette er det mest interessante tidspunktet. Som diskutert i kapittel 6, er det for AR(T) vi forventer å observere mesteparten av effekten.

Tabell 12: AR(T) – Robusthetstester

	AR(T) – fullt datasett	AR(T) - Fjernet ekstremverdi topp og bunn			AR(T) - fjernet absoluttverdier		
		1 % persentil	5 % persentil	10 % persentil	1 % persentil	10 % persentil	20 % persentil
Gj.snitt	0,082 %	0,147 %	0,152 %	0,139 %	0,349 %	0,152 %	0,302 %
Varians	0,115 %	0,122 %	0,131 %	0,153 %	0,767 %	0,599 %	0,397 %
n	33	31	29	25	32	29	26
t-verdi	0,1389	0,2341	0,2254	0,1772	0,2258	0,1055	0,2448
Min	-8,480 %	-6,429 %	-5,201 %	-2,236 %	-6,429 %	-5,201 %	-2,236 %
Maks	6,622 %	6,592 %	6,195 %	3,128 %	6,622 %	6,195 %	4,396 %

Vi ser av Tabell 12 at AR(T) øker for samtlige robusthetstilpasninger. Dette indikerer at hovedresultatet vårt om at SCRIP blir mottatt som et bedre alternativ enn utbyttekutt holder. Observasjonene er fortsatt langt fra signifikant større enn 0, men dette er ikke overraskende med så få observasjoner. Dersom alternativet for selskapene er utbyttekutt, som virker å være

alternativet for Statoil, vil en SCRIP-annonsering generelt bli mottatt mer positivt enn et utbyttekutt.

Ved å fjerne 10 % av absoluttverdiene ser vi at resultatet blir ekvivalent med å fjerne 5 % i topp og bunn. Med andre ord er det de samme observasjonene som blir fjernet, og observasjonene virker å være spredt jevnt. Når vi gjør det samme for 20 % av absoluttverdier for å sammenlikne med 10 % i topp og bunn er det flere negative observasjoner som forsvinner. Dette ser vi da gjennomsnittet øker. Dette indikerer at vi har mer ekstreme negative verdier enn positive.

Generelt virker det som hovedresultatet ikke er sensitivt for ekstremverdier. Dette hovedresultatet viser at det virker å være ingen eller en marginal positiv effekt av SCRIP annonseringer.

10.1.1 Betaestimer

Her vil vi diskutere betaestimatene og standardavviket knyttet til estimatet av beta. Enkelte av betaestimatene er negative i ujustert form. Dette er ikke et uvanlig problem med betaestimering på historisk data, men markedsmodellen håndterer ikke negative betaverdier på en god måte. CAPM gir aksjer med negativ beta lavere avkastningskrav enn risikofri rente, noe som åpenbart ikke gir mening. Etter justeringen som nevnt i kapittel 6.9 er ingen av betaestimatene negative. Vi har derfor valgt å ikke fokusere mye på problemet, samtidig er justering av unormal avkastning av begrenset betydning for denne utredningen. Oversikt over betaestimer finnes i Tabell D1 i appendiks.

10.2 Svakheter

Hovedproblemet med denne studien er at det finnes få observasjoner. Det eksisterer sannsynligvis flere observasjoner for S&P500, men grunnet problemer med å identifisere en nyhetsside ekvivalent til InvesteGate eller newsweb for de amerikanske selskapene, viste det seg problematisk å identifisere annonseringsdatoene. Selskapene selv er usikre på når de annonserte disse datoene, noe vi fikk merke etter å ha kontaktet 130+ investor relations, uten at én av disse klarte å informere oss om annonseringsdatoen for deres respektive selskap.

En annen betydelig svakhet ved denne studien er at vi ikke justerer for endringer i utbytte. Det ville være interessant å ta høyde for dette, men på grunn av det begrensede utvalget blir det lite hensiktsmessig å skille mellom ulike utbytteutviklinger. I tråd med diskusjonen innledningsvis virker SCRIP å kunne være et alternativ til utbyttekutt på kort sikt dersom man

tror at inntjeningssvikten vil være forbipasserende. I den forbindelse virker dette å potensielt være et mindre problem, da det virker usannsynlig å se SCRIP-annonseringer samtidig med utbytteøkninger.

En annen betydelig begrensning i vår studie er at omtrent samtlige av selskapenes annonseringsdatoer skjer samtidig med fremleggelsen av kvartals- eller årsrapporter. Dette er et generelt problem med samtlige utbytterelaterte studier, da slike annonseringer nesten utelukkende skjer i forbindelse med kvartals-/årsrapporteringer. Siden vi ikke korrigerer for konsensusestimater for resultatframleggelsen, vil vi ikke fange opp effekten av at resultatene kan fravike fra konsensus i markedet. Vi vet dermed ikke hvor stor andel av den unormale avkastningen som skyldes de forskjellige faktorene. Også andre selskaps-spesifikke nyheter som kan overraske markedet kan annonseres samtidig med kvartals- og årsrapporter, noe som også kan gi skjevheter i våre resultater. Dette vil derimot jevne seg ut for et stort datasett da store positive overraskelser blir nøytralisert av tilsvarende negative overraskelser, gitt at man har mange nok observasjoner.

En svakhet ved våre betaverdier er at de estimeres basert på historiske aksjekurser. Dette er en svakhet, da historiske data ikke trenger å predikere fremtidig kursutvikling, og betaene trenger ikke være stabile over tid (Berk & DeMarzo, 2014). Som nevnt tidligere har vi et problem hvor det er lite likviditet i våre aksjer i perioden for betaestimeringen. For å minimere denne problemstillingen valgte vi å benytte mindre frekvente estimeringsintervaller⁴⁷, som igjen krever data lengre tilbake i tid. Våre betaestimerer er derfor i stor grad basert på noe eldre historisk data, og det kan være at selskapene har endret seg over tid.

En ytterligere svakhet ved våre betaestimerer er at enkelte av selskapene har store standardavvik. Dette gir stor usikkerhet rundt hva den riktige betaverdien egentlig er. Som et eksempel vil 95 % konfidensintervall være omtrent [-1, 3], ved estimert betaverdi 1 og standardavvik 1, og det er enorm forskjell på en betaverdi på -1 og 3, noe som er med på å påvirke måten vi beregner unormal avkastning. Som tidligere nevnt er vår metode for justering av unormal avkastning av begrenset betydning da vi benytter et meget kort begivenhetsvindu. Oversikt over betaverdier finnes i Tabell D1 i appendiks.

Videre virker Datastream å ha hull i dataseriene for sektorkoder. Vi sammenstilte det selskapet for det aktuelle året som er nærmest vårt SCRIP-selskap i størrelse innen samme sektorkode. Da det mangler sektorkodeinformasjon for flere selskaper i Datastream er det ikke

⁴⁷ Månedlige data

sikkert vi sammenlikner med det selskapet som faktisk er nærmest i størrelse målt i markedsverdi. Dette kan påvirke resultatene.

I vår metode benytter vi CAPM for å oppnå de forskjellige avkastningstallene. En svakhet med CAPM er at den forutsetter kostnadsfrie transaksjoner, ingen restriksjoner hva gjelder shorting og gearing, samt skattenøytrale marked. Dette er ikke et realistisk bilde på hvordan markedet fungerer i praksis. Samtidig forutsettes det at samtlige investorer har fri tilgang til all tilgjengelig informasjon, og at det ikke foreligger noen innsideinformasjon. Dette er også en bastant forutsetning.

10.3 Forslag til videre studier

Våre forslag til videre studier bygger på de svakhetene vi påpeker ovenfor. Å justere for resultatforventninger og ulike konsensusestimater ville vært en betydelig forsterkning av analysen, da dette ville fjernet skjevheter for overraskende resultatfremleggelse. En historisk analyse av konsensusforventninger til selve utbyttebetalingen kunne også være relevant; hva gjelder investorers forventninger om sannsynligheten for et mulig utbyttekutt og hvor overraskende opprettholdelsen av utbytte er på investorene og markedet.

Studien vil kunne gjentas på et senere tidspunkt. Årsaken til dette er at det da burde være mulig å identifisere flere annonseringsdatoer som ville gi flere observasjoner. Dette gir økt styrke til de statistiske testene.

En annen interessant vinkling ville være å gjennomføre studien på et annet marked, for eksempel det amerikanske. For å kunne gjennomføre denne studien vil det være nødvendig å finne en effektiv måte å identifisere annonseringsdatoer.

11. Konklusjon

Vi finner i denne utredningen at SCRIP-program har likhetstrekk med utbyttekutt, da selskapene betaler ut mindre i netto kontanter enn ved vanlig kontantutbytte. Et SCRIP-utbytte er i prinsippet en kombinasjon av vanlig kontantutbytte kombinert med en emisjon. Vi tar for oss 33 ulike SCRIP-annonseringer i perioden 2000-2016 på FTSE All-Share, og finner ingen effekt på annonseringsdagen (\overline{AR}_t), men estimert verdi er marginalt positiv. Dette er noe overraskende ettersom SCRIP-utbytte har mye av de samme egenskapene som utbyttekutt. Vi mener SCRIP-annonseringer sender signaler til markedet om ønsket opprettholdelse av utbytteforpliktelsen overfør aksjonærene i forbigående inntjening- og likviditetsproblemer. Disse signalene tolkes mer positivt enn utbyttekutt/-reduksjon av markedet, til tross for at selskapet oppnår kontantbesparelser. Til sammenligning er det godt dokumentert at utbyttekutt/-reduksjon er forbundet med negativ unormal avkastning (Brealey, Myers, & Marcus, 2009). Antall observasjoner er dog lavt, men resultatet understøttes av robusthetstesting hvor effekten er noe høyere når vi fjerner ekstremobservasjoner.

Ettersom SCRIP-program har noen tilsvarende egenskaper som en utbyttereduksjon, er det naturlig å forvente at selskapene som ønsker å benytte SCRIP-utbytte har likviditet-/inntjeningsproblemer. \overline{AR}_{T-1} og \overline{AR}_{T+1} er marginalt negativ, og effekten totalt gjør at \overline{CAR}_{T+1} er negativ, men utslagene er meget små.

Vi finner indikasjoner på at selskapene som betaler SCRIP er større, har svakere inntjening, dårligere kontantdekning for kortsiktig gjeld og investerer mer enn kontrollgruppen det året de annonserer SCRIP. Dette tyder på at selskapene har likviditetsinsentiver for å velge SCRIP-utbytte framfor vanlig kontantutbytte. Samtidig virker det som SCRIP benyttes som et midlertidig virkemiddel av selskap som tror problemene vil være forbigående, da selskapene i SCRIP-gruppen investerer mer enn kontrollgruppen. Samtidig viser selskapet handlekraft overfor investorene ved ønske om opprettholdelse av investeringer også i dårlige tider. Studien er hindret av få observasjoner, og selv ved store differanser er ingen av funnene signifikante på 5 %-nivå. Vi mener likevel resultatene om positiv unormal avkastning på annonseringsdagen og selskapskarakteristikaene for SCRIP-selskap er interessante.

Basert på tidligere empiri virker det som Statoil kan forvente at omtrent 55 % tegningsrate gjennom SCRIP-programmet, noe som er høyere enn selskapets forventninger på 40 %. 55 % tegningsrate vil føre til en kontantbesparelse på omtrent NOK 13 milliarder i året, ved opprettholdelse av utbytte på omtrent NOK 23 milliarder. Kontantbesparelsen selskapet

oppnår gjennom SCRIP-programmet vil kunne gi en vesentlig forbedring på forholdet mellom tilgangen på kortsiktige finansielle midler og kortsiktige forpliktelser. En deltakerrate på 75 % vil være tilstrekkelig til å dekke Statoils gjeldsforpliktelser ut 2016. Ettersom Olje- og energidepartementet ønsker å matche tegningsraten til minoriteten, og dermed opprettholde en eierandel på 67% etter SCRIP-tildelingen, er det minoritetsaksjonærene som fullt ut bestemmer tegningsraten i SCRIP-programmet. En tegningsrate på over 50 % i henhold til funnene til David & Ginglinger (2015) er derfor ikke usannsynlig, selv med Statoils spesielle eierstruktur.

Samlet virker et SCRIP-program å være hensiktsmessig i den finansielt pressede situasjonen Statoil befinner seg i per dags dato. Begrunnelsen for dette er at SCRIP-programmet kan gi Statoil forbedret likviditetssituasjon gjennom redusert kontantutbetalinger, samtidig som utbytte opprettholdes. Ved å gi aksjonærene fleksibilitet mellom å motta kontantutbytte eller opprettholde relativ eierandel før og etter utbyttebetalingen, unngår Statoil de negative signalene assosiert med et utbyttekutt, samtidig som de oppnår kontantbesparelse. I en samlet vurdering virker Statoils SCRIP-implementering å være rasjonell.

Bibliografi

- Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 35(1), ss. 1-12.
- Aker ASA. (2015, Februar 27). *Aker ASA: Fourth-quarter results 2014 - Net Asset Value of NOK 17.7 billion*. Hentet fra akerasa:
<https://www.akerasa.com/Media/Boersmeldinger/Financial-Reports/Aker-ASA-Fourth-quarter-results-2014-Net-Asset-Value-of-NOK-17.7-billion>
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance*, Vol.55(6), ss. 2499-2536.
- BBC. (2016, februar 4). *BBC*. Hentet fra Shell shares up as it confirms 10,000 job cuts and falling profits: <http://www.bbc.com/news/business-35490364>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance, Third Edition- Global Edition*. Edinburgh Gate: Pearson Education Limited.
- Bhattacharya, S. (1979, Spring). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Policy . *Bell Journal of Economics* vol.10 nr.1, ss. 259-270.
- Bierman, H. J. (1997, Juli). The dividend reinvestment plan puzzle. *Applied Financial Economics*, ss. 267-271.
- Bloomberg. (2016). *bloomberg*. Hentet fra Bloomberg Markets, ASX:IND:
<http://www.bloomberg.com/quote/ASX:IND>
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, ss. 483-527.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Education.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge: Cambridge University Press .
- Bushee, B. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review*, 73, ss. 305-333.
- Børskommentar DN. (2016, Februar 2). *DN*. Hentet fra Statoil hermer etter Røkkes fattigmansutbytte «scrap», unnskyld «scrip»:

<https://www.dn.no/nyheter/finans/2016/02/04/1111/Brskommentar/statoil-hermer-etter-rkkes-fattigmannsutbytte-scrap-unnskyld-scrip>

- Crew, M. A., & Kleindorfer, P. R. (2010). Risk free asset. I M. A. Crew, & P. R. Kleindorfer, *Heightening Competition in the Postal and Delivery Sector* (ss. 360-361). Cheltenham UK: Edward Elgar Publishing.
- Damodaran, A. (1999). Estimating Risk Parameters. *New York University, Leonard N. Stern School Finance Department Working Paper Seires*.
- Darf, R. L., Murphy, J., & Willmott, H. (2010). Organizational Life Cycle. I R. L. Darf, J. Murphy, & H. Willmott, *Organization Theory and Design* (ss. 356-362). Andover: South-Western Cengage Learning.
- David, T., & Ginglinger, E. (2015, Mai). *When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends*. Hentet fra Social Science Research Network: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2714915
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (2006). The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics* 79 (2), ss. 293-315.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/contributedcapital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81 (2), ss. 227-254.
- Denis, D., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the deter-minants of dividend policy. *Journal of Financial Economics* 89 (1), ss. 62-82.
- Derrien, F., Kecskés, A., & Thesmar, D. (2013). Investor Horizons and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, ss. 1755-1780.
- Det Kongelige Finansdepartement. (2016). Statsbudsjettet 2016. (s. 215). Oslo: Det Kongelige Finansdepartement.
- Fama, E. F. (1970, Mai). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2., ss. 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics orlower propensity to pay? . *Journal of Financial Economics* 60 (1), ss. 3-43.

-
- FE Investegate. (2016a). *Investegate*. Hentet fra FE Investegate:
<http://www.investegate.co.uk/>
- FE Investegate. (2016b). *About Us*. Hentet fra Investegate:
<http://www.investegate.co.uk/About.aspx>
- FTSE Russel. (2016, April 26). *ftse*. Hentet fra FTSE All-Share Indices:
<http://www.ftse.com/Analytics/FactSheets/temp/d174b4a4-8365-49d5-a049-308a23f35b0c.pdf>
- Gifford Jr., D. (1998, juli 1). MM 40 years later. *After the Revolution: Forty years ago, the Modigliani-Miller propositions started a new era in corporate finance. How does M&M hold up today?* Hentet fra
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/articles/MM40yearslater.htm
- Graham, J., Harvey, C., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, ss. 3-73.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002, Juli 1). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, ss. 387-424.
- Haire, M. (1959, Mai). Psychological problems relevant to business and industry. *Psychological Bulletin*, ss. 169-194.
- Hartwig, K. (2016, Februar 4). *dn.no*. Hentet fra Jeg er usikker på hvordan markedet kommer til å tolke det: <http://www.dn.no/nyheter/energi/2016/02/04/0857/Statoil/-jeg-er-usikker-p-hvordan-markedet-kommer-til--tolke-det>
- Hellesnes, P., & Nicolajsen, S. (2016, Januar 14). *Klassekampen*. Hentet fra Håver inn på Statoil: <http://www.klassekampen.no/article/20160114/ARTICLE/160119915>
- Håland, S. (2016, Februar 16). Utbytte på markedets nåde. *DN*, s. 31.
- International Monetary Fund. (2016). *imf*. Hentet fra IMF Exchange Rates:
<http://www.imf.org/external/np/fin/ert/GUI/Pages/CountryDataBase.aspx>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1995, Vinter). Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits. *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4, ss. 973-993.
- Jensen, G. R., & Johnson, J. M. (1995, Winter). The dynamics of corporate dividend reductions. *Financial Management vol.24 No.4*, ss. 31-51.

-
- Jensen, T. C. (2016, Februar 6). Statoils utbytteforslag er ren tryllekunst. *DN*, s. 36.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance* 40, ss. 1053-1070.
- Kommentargruppe, Aftenposten. (2016, Januar 11). *aftenposten.no*. Hentet fra Utbytte kan gjøre Statoil til bedre selskap: <http://www.aftenposten.no/meninger/leder/Utbytte-kan-gjore-Statoil-til-bedre-selskap-8314131.html>
- Kongsnes, E., & Lewis, H. Ø. (2016, Februar 5). Statoil endrer litt på utbytte-politikken. *Stavanger Aftenblad*, s. 6.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000, Februar). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55 (1), ss. 1-33.
- Lasfer, M. A. (1997a). Scrip dividends: the management's view. *European Financial Management*, Vol 3, No.2, ss. 237-249.
- Lasfer, M. A. (1997b, Spring). On the Motivation for Paying Scrip Dividends. *Financial Management*, Vol.26, No.1, ss. 62-80.
- Laustsen, E. (2016, Januar 11). *DN*. Hentet fra Statoil ønsker ikke å være de første som gir etter: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/01/11/1717/Statoil/-statoil-nsker-ikke--vre-de-frste-som-gir-etter>
- Lintner, J. (1956, Mai 1). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *American Economic Review*, ss. 97-113.
- Lohne, L., & Løvås, J. (2015, Desember 16). ...men utbyttet er hellig. *DN*, s. 10.
- London Stock Exchange. (2016a). *Londonstockexchange*. Hentet fra Homepage: <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
- Lorentzen, M. (2014, November 26). *E24*. Hentet fra Fredriksen sliter i riggmarkedet: Seadrill fryser utbytte: <http://e24.no/energi/seadrill/fredriksen-sliter-i-riggmarkedet-seadrill-fryser-utbytte/23343428>
- Macalister, T. (2016, Februar 2). *theguardian*. Hentet fra BP makes record loss and axes 7,000 jobs: <https://www.theguardian.com/business/2016/feb/02/bp-annual-loss-biggest-for-20-years-axes-thousands-of-jobs-deepwater>

-
- Mackinlay, A. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Vol.35(1), ss. 13-39.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40, ss. 1031-1051.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958, juni). The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, ss. 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961, Oktober). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, vol.34, No. 4, ss. 411-433.
- Moody's. (2016, Mars 21). *Moody's*. Hentet fra Rating Action: Moody's downgrades Statoil's rating to Aa3 and BCA to a2; stable outlook:
https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Statoils-rating-to-Aa3-and-BCA-to-a2--PR_345228
- Newsweb. (2016c, Mai 11). *Newsweb*. Hentet fra Protokoll fra ordinær generalforsamling i Statoil ASA 11.mai.2016:
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=401718>
- Newsweb. (2016d, Mai 30). *Statoil ASA: Offentliggjøring av prospekt og oppstart av tegningsperioden for Utbytteemisjonen for fjerde kvartal 2015 under Utbytteaksjeprogrammet - FOR AKSJONÆRER I NORGE*. Hentet fra Newsweb:
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=403041>
- Newsweb. (2016e, juni 13). *Newsweb*. Hentet fra Statoil ASA: Tegningskurs fastsatt for Utbytteemisjonen for fjerde kvartal 2015 under Utbytteaksjeprogrammet:
<http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=403969>
- Norges Bank. (2016, mai 26). *Norges-Bank*. Hentet fra Exchange rate for US dollar (USD):
http://www.norges-bank.no/en/Statistics/exchange_rates/currency/USD/
- NTB. (2014, Desember 8). *Hegnar.no*. Hentet fra Investorer saksøker Seadrill for utbyttekutt: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2014/12/Investorer-saksoeker-Seadrill-for-utbytte-kutt>
- NTB. (2015, Januar 20). *dn.no*. Hentet fra Statoil må låne milliarder for å betale aksjeutbytte:
<http://www.dn.no/nyheter/energi/2015/01/20/0634/statoil-m-lne-milliarder-for--betale-aksjeutbytte>

-
- Olson, B. (2015, September 2). *Bloomberg*. Hentet fra ConocoPhillips to Cut 1,800 Jobs as Oil Downturn Seen Prolonged: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-01/fourth-largest-u-s-oil-company-to-reduce-workforce-by-10->
- Pettit, R. R. (1972). Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency. *Journal of finance*, 27(5), ss. 993-1007.
- Pettway, R. H., & Malone, P. R. (1973, Desember 1). Automatic dividend reinvestment plans of nonfinancial corporations. *Financial Management (1972)*, ss. 11-18.
- S&P. (2016, februar 1). S&P Lowers Shell's rating, Puts Other Oil Majors on Watch. New York, Usa.
- S&P Global. (2016). *eu.spindices*. Hentet fra S&P 500®: <http://eu.spindices.com/indices/equity/sp-500>
- SEB. (2016). *Statoil, Rating downgrade, but measures being taken*. Norway: SEB.
- Statoil ASA. (2012 b). *Statoil presenterer års- og bærekraftrapporten for 2011*. Stavanger: Statoil ASA.
- Statoil ASA. (2012a). *Årsrapport 2011*. Stavanger: Statoil ASA. Hentet fra <http://www.statoil.com/AnnualReport2011/en/AboutTheReport/Pages/TermsAndDefinitions.aspx>
- Statoil ASA. (2013, januar 31). *Statoil*. Hentet fra Vårt ADR-program: <http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/Share/ADR/Pages/default.aspx>
- Statoil ASA. (2016a, Mars 2). *Resultat for fjerde kvartal 2015 og kapitalmarkedsoppdatering 2016*. Hentet fra Nyheter og media: Kalender: <http://www.statoil.com/no/NewsAndMedia/Calendar/Pages/4Q2015.aspx>
- Statoil ASA. (2016c, Mars-april). *Statoil*. Hentet fra Gjeldspresentasjoner: <http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/BondsAndCreditRating/Downloads/European-Credit-Investor-Update-NL-UK-FR-DE-MarchApril2016.pdf>
- Statoil ASA. (2016d). *Årsrapport 2015*. Stavanger: Statoil.
- Store norske leksikon. (2009, februar 14). *snl*. Hentet fra Brent Blend: https://snl.no/Brent_Blend

-
- Takla, E., & Laustsen, E. (2015, Desember 15). *DN*. Hentet fra Statoil tilbyr sluttpakke til alle ansatte: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/12/15/1225/Statoil/statoil-tilbyr-sluttpakke-til-alle-ansatte>
- TDN Finans. (2016, Januar 22). *DN*. Hentet fra Frykter ikke Statoil-nedgradering: <http://www.dn.no/nyheter/finans/2016/01/22/1308/STLOSE/frykter-ikke-statoilnedgradering>
- TDN Nyhetsbyrå. (2015, 04 21). BAKER HUGHES:VIL NEDBEMANNE MED YTTERLIGERE 3.500. Oslo, Oslo, Norge.
- Topdahl, R. C. (2015, Desember 17). *nrk*. Hentet fra Professor forsvarer Statoil-utbytte: <http://www.nrk.no/rogaland/professor-forsvarer-statoil-utbytte-1.12709007>
- U.S. Energy Information Administration. (2016). *EIA*. Hentet fra PETROLEUM & OTHER LIQUIDS, Europe Brent Spot Price FOB: <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RB RTE&f=D>
- Yahoo! (2014). *Yahoo!finance*. Hentet fra Seadrill Historical Prices: <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=SDRL.OL&a=10&b=26&c=2014&d=10&e=27&f=2014&g=d>
- Yoon, P. S., & Starks, L. T. (1995, Desember 1). Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *The Review of Financial Studies*.

Appendiks

Appendiks A: Teori

A1: OLS-utledning

Standard OLS modell:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$$

Estimerer vi denne ved hjelp av OLS får vi:

$$\hat{Y}_i = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 X_i + \hat{\varepsilon}_i$$

Som er de predikerte verdiene for Y, og OLS estimatene av β_0 og β_1 . Differansen mellom de predikerte og de faktiske Y verdiene må da gi de predikerte residualene/feilleddene:

$$Y_i - \hat{Y}_i = \hat{\varepsilon}_i$$

Som er de empiriske motstykket til det stokastiske restleddet i startmodellen. Det OLS søker er som nevnt å velge estimatorene β_0 og β_1 slik at kvadratsummen for residualene minimeres (SSR - sum of squared residuals)

$$SSR = \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2$$

Man kan dermed forme minimeringsproblemet

$$\min_{\beta_0, \beta_1} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{Y}_i)^2 = \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2$$

Deriverer vi denne får vi førsteordensbetingelsene

$$\frac{\partial SSR}{\partial \beta_0} = 2 \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 (-1) = 0$$

$$\frac{\partial SSR}{\partial \beta_1} = 2 \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 (-X_i) = 0$$

$$\frac{\partial SSR}{\partial \beta_0} \text{ impliserer } \sum_{i=1}^n Y_i - n\hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 \sum_{i=1}^n 1 = 0$$

Vi deriverer gjennom med 1/n og definerer

$$\bar{Y} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n Y_i \text{ og } \bar{X} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n X_i$$

$$\text{Dette gir } \hat{\beta}_0 = \bar{Y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}$$

Som er OLS estimatoren for β_0 . Setter vi dette inn i minimeringsproblemet får vi

$$\min_{\beta_1} \sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y} - \hat{\beta}_1 (X_i - \bar{X}))^2$$

$$\frac{\partial SSR}{\partial \beta_1} = 2 \sum_{i=1}^n ((Y_i - \bar{Y}) - \hat{\beta}_1 (X_i - \bar{X}))(-1)(X_i - \bar{X}) = 0$$

Løser vi denne med hensyn på β_1 får vi OLS estimatoren

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})(X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Forventningsrette estimatører

For at disse OLS estimatorene skal være BLUE (best linear unbiased estimators) er det flere forutsetninger som må være oppfylt:

1. Forventningen til restleddet er 0 for alle $X \rightarrow E(\varepsilon_i|X) = 0$ ⁴⁸
2. Restleddene er uavhengige, ingen autokorrelasjon $\rightarrow cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j|X) = 0$
3. Restleddene har konstant varians $\rightarrow var(\varepsilon_i|X) = \sigma^2$
4. Ikke perfekt kolinearitet
5. Restleddene er normalfordelte $\rightarrow \varepsilon \sim N(0, \sigma^2)$

Man kan vise at dersom disse antagelsene er oppfylt vil estimatorene være både forventningsrette og vi kan vise variansen for estimatene, ved å uttrykke regresjonsmodellen på denne måte og trekke fra den opprinnelige modellen.

$$\bar{Y} = \beta_0 + \beta_1 \bar{X} + \bar{\varepsilon}$$

$$Y_i - \bar{Y} = \beta_1 (X_i - \bar{X}) + \varepsilon_i - \bar{\varepsilon}$$

Setter vi dette inn i OLS estimatoren for β_1 får vi

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (\beta_1 (X_i - \bar{X}) + (\varepsilon_i - \bar{\varepsilon})) (X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\beta_1 \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 + \sum_{i=1}^n (\varepsilon_i - \bar{\varepsilon})(X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

$$\hat{\beta}_1 = \beta_1 + \frac{\sum_{i=1}^n (\varepsilon_i - \bar{\varepsilon})(X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Der $\bar{\varepsilon}$ forventes å være 0, fra antagelse 1.

⁴⁸ $E(\varepsilon_i|X) = 0 \rightarrow E(\varepsilon_i) = 0$ og $cov(\varepsilon_i, X) = 0$

$$\hat{\beta}_1 = \beta_1 + \frac{\sum_{i=1}^n \varepsilon_i (X_i - \bar{X})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Tar man forventningen gjennom dette betinget på $X = (X_1, X_2, \dots, X_n)$

$$E(\hat{\beta}_1 | X) = \beta_1 + \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) E(\varepsilon_i | X)}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Hvis antagelse 1 er oppfylt er $E(\varepsilon_i | X) = 0$ og estimatoren for β_1 er forventningsrett.

$$E(\hat{\beta}_1 | X) = \beta_1 + \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X}) E(\varepsilon_i | X)}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} = \beta_1 + 0 = \beta_1$$

Varians

For å vise variansen til $\hat{\beta}_1$ under antagelsene lister over tar vi utgangspunkt i likning (XX nest siste) og innfører hjelpenotasjonen:

$$SST_x = \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \quad \text{og} \quad d_i = X_i - \bar{X}$$

Kan da skrive likningen som

$$\hat{\beta}_1 = \beta_1 + \frac{1}{SST_x} \sum_{i=1}^n d_i \varepsilon_i$$

Variansen betinget på X

$$\text{var}(\hat{\beta}_1 | X) = \text{var}(\beta_1) + \left(\frac{1}{SST_x}\right)^2 \sum_{i=1}^n d_i^2 \text{var}(\varepsilon_i | X)$$

Benytter antagelse 3, at restleddet har konstant varians. Kan da skrive

$$\text{var}(\hat{\beta}_1 | X) = 0 + \left(\frac{1}{SST_x}\right)^2 \sigma^2 \sum_{i=1}^n d_i^2$$

$$d_i^2 = SST_x$$

$$\text{var}(\hat{\beta}_1 | X) = \left(\frac{1}{SST_x}\right)^2 SST_x \sigma^2 = \frac{\sigma^2}{SST_x} = \frac{\sigma^2}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

Det kan vises at beste estimator for σ er gitt ved

$$\sigma^2 = \frac{1}{n-2} \sum_{i=1}^n (\hat{\varepsilon}_i)^2 = \frac{SSR}{n-2}$$

Ved å benytte dette kan man skrive

$$SE(\hat{\beta}_1) = \frac{\hat{\sigma}}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}} \quad \text{Denne størrelsen er nyttig for hypotesetesting.}$$

Appendiks B: Litterære studier

B1: Opptak av SCRIP med rabatt

Tabell B1: Aksjonærenes valg mellom kontanter og aksjer ved forskjellige rabatter

Panel A: Summary Statistics – Shareholder Takeup

This table reports summary statistics for several classes of discounts at the end of the conversion period. The sample consists of 174 optional stock dividend payments for which we are able to compute the effective shareholder takeup during the period 2003-2012. Definitions of all variables are reported in the Appendix.

Variables	Observations	Mean	Median	Std Dev
Takeup	174	0.548	0.631	0.264
<i>Discount at the end of the conversion period</i>				
Discount < 0%	24	0.339	0.232	0.299
Discount ∈ [0%;5%[	31	0.533	0.614	0.242
Discount ∈ [5%;10%[	31	0.551	0.631	0.251
Discount ∈ [10%;15%[	24	0.670	0.652	0.110
Discount ∈ [15%;20%[	12	0.653	0.686	0.174
Discount > 20%	52	0.569	0.665	0.285

(David & Ginglinger, 2015)

Appendiks C: Data

C1: Liste over alle begivenheter

Tabell C1: SCRIP-selskap i endelig utvalg

Selskap	Ticker	Annonserings - dato
BP PLC \$0.25	BP.	02.02.2010
PENNON GROUP PLC ORD 40.7P	PNN	29.05.2003
WEIR GROUP	WEIR	24.02.2016
SEGRO PLC ORD 10P	SGRO	25.02.2010
MEDICX FUND LIMITED ORD NPV	MXF	08.12.2009
RANDGOLD RESOURCES LD ORD \$0.05	RRS	03.02.2014
INTU PROPERTIES PLC ORD 50P	INTU	23.02.2012
ASSURA PLC ORD 10P	AGR	25.06.2008
HAMMERSON PLC ORD 25P	HMSO	03.08.2009
BRITISH LAND COMPANY PLC ORD 25P	BLND	21.05.2009
SSE PLC ORD 50P	SSE	10.06.2010
NATIONAL GRID PLC ORD 11 17/43P	NG.	10.06.2009
CENTRICA PLC ORD 6 14/81P	CNA	19.02.2015
REDEFINE INTERNATIONAL P.L.C. ORD 8P	RDI	30.04.2014
INTERNATIONAL PUBLIC PARTNERSHIPS LD ORD 0.01P	INPP	26.01.2010
DERWENT LONDON PLC ORD 5P	DLN	10.03.2011
LAND SECURITIES GROUP PLC ORD 10P	LAND	18.11.2009
ROYAL DUTCH SHELL PLC 'A' ORD EUR0.07	RDSA	28.04.2010
TATE & LYLE PLC ORD 25P	TATE	06.11.2009
HISCOX LTD ORD 6.5P (DI)	HSX	28.02.2011
OLD MUTUAL PLC ORD 11 3/7P	OML	11.03.2010
TARSUS GROUP PLC ORD 5P	TRS	20.03.2002
WHITBREAD PLC ORD 76 122/153P	WTB	05.05.2009
MORGAN ADVANCED MATERIALS PLC ORD 25P	MGAM	18.02.2010
STANDARD LIFE EUROPEAN PRIVATE EQUITY TRUST PLC ORD 0.2P	SEP	22.08.2008

STOBART GROUP LD ORD 10P	STOB	16.05.2008
AVIVA PLC ORD 25P	AV.	26.03.2004
EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC ORD 0.25P	ERM	13.11.2008
BOVIS HOMES GROUP PLC ORD 50P	BVS	14.03.2005
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTELS PLC ORD 30P	MLC	07.08.2003
ICAP PLC ORD 10P	IAP	19.05.2009
ST. JAMES'S PLACE PLC ORD 15P	STJ	24.02.2004
INTERMEDIATE CAPITAL GROUP PLC ORD 23 1/3P	ICP	16.06.2009

C2: Sektorinndeling

Tabell C2: Oversikt over ICB sektorkode

Sector code	Sector name
53	Oil & Gas Producers
57	Oil Equipment & Services
58	Alternative Energy
135	Chemicals
173	Forestry & Paper
175	Industrial Metals & Mining
177	Mining
235	Construction & Materials
271	Aerospace & Defense
272	General Industrials
273	Electronic & Electrical Equipment
275	Industrial Engineering
277	Industrial Transportation
279	Support services
335	Automobiles & Parts
353	Beverages
357	Food Producers
372	Household Goods & Home Construction
374	Leisure Goods
376	Personal Goods
378	Tobacco
453	Health Care Equipment & Services
457	Pharmaceuticals & Biotechnology
533	Food & Drug Retailers
537	General Retailers
555	Media

575	Travel & Leisure
653	Fixed Line Telecommunications
657	Mobile Telecommunications
753	Electricity
757	Gas, Water & Multi-utilities
835	Banks
853	Nonlife Insurance
857	Life Insurance
863	Real Estate Investment & Services
867	Real Estate Investment Trusts
873	Real Estate
877	Financial Services
898	Equity Investment Instruments
899	Nonequity Investment Instruments
953	Software & Computer Services
957	Technology Hardware & Equipment

C3: Oversikt over seleksjon

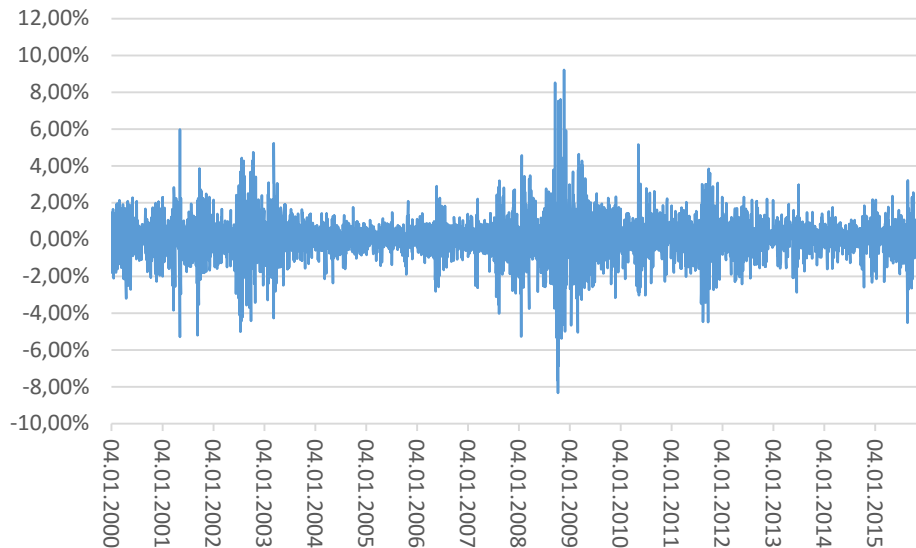
Tabell C3: Oversikt selskap selektert ut og hvilke vilkår

Selskap	Ticker	Annonseringsdato
Selskap uten identifisert annonseringsdato		
CRANSWICK PLC ORD 10P	CWK	
KIER GROUP PLC ORD 1P	KIE	
STANDARD CHARTERED PLC ORD USD0.50	STAN	
CRH PLC ORD EUR 0.32	CRH	
MEGGITT PLC ORD 5P	MGGT	
RSA INSURANCE GROUP PLC ORD GBP1.00	RSA	
BBA AVIATION PLC ORD 29 16/21P	BBA	
SUM	7	
Selskap uten 3 på børs før annonsering		
THE RENEWABLES INFRASTRUCTURE GROUP LIMITED ORD NPV	TRIG	07.10.2013
RAVEN RUSSIA LTD ORD 1P	RUS	21.05.2007
HICL INFRASTRUCTURE COMPANY LD ORD 0.01P	HICL	13.05.2008
JOHN LAING INFRASTRUCTURE FUND LIMITED ORD 0.01P	JLIF	20.05.2011
GCP INFRASTRUCTURE INVESTMENTS LIMITED ORD 1P	GCP	17.05.2012
NB GLOBAL FLOATING RATE INCOME FUND LIMITED RED ORD SHS NPV £	NBLS	12.10.2011
BACIT LIMITED ORD NPV	BACT	09.07.2013
CAPITAL & COUNTIES PROPERTIES PLC ORD 25P	CAPC	29.02.2012
STANDARD LIFE PLC ORD 12 2/9P	SL.	07.04.2003
BBGI SICAV S.A. ORD NPV (DI)	BBGI	30.08.2012
SUM	10	
Selskap med mer enn 50 % av dagene uten handel		
PRIMARY HEALTH PROPERTIES PLC ORD 12.5P	PHP	21.11.2002
HUNTSWORTH PLC ORD 1P	HNT	18.10.2005
SUM	2	
Gjenopptar eller førstegangsutbytte samtidig med annonsering		
COSTAIN GROUP PLC ORD 50P	COST	12.03.2008
SUM	1	

Appendiks D: Deskriptiv statistikk

D1: Histogram daglig volatilitet

Figur D1: FTSE All-Share – Volatilitet (daglig)



Vi ser at denne returnerer til et stasjonært gjennomsnitt og ser ut til å tilnærme seg normalfordeling. Denne førstedifferensierte tidsserien ser derfor ut til å være godt egnet for OLS⁴⁹.

D2: Betaverdier

Tabell D1: Betaestimat for SCRIP-selskap

Selskap	Ticker	Sektor	Beta	STD	Beta/STD	Justert
BP PLC \$0.25	BP.	Oil & Gas Producers	0,72	0,16	4,46	0,82
PENNON GROUP PLC ORD 40.7P	PNN	Gas, Water & Multiutilities	-0,18	0,18	1,00	0,21
WEIR GROUP	WEIR	Industrial Engineering	0,98	0,46	2,14	0,99
SEGRO PLC ORD 10P	SGRO	Real Estate Investment Trusts	2,03	0,34	6,04	1,69

⁴⁹ |T-verdien| for unit root test er over 65, virker derfor å være stasjonær og godt egnet for OLS.

ROYAL DUTCH SHELL PLC 'A' ORD EUR0.07	RDSA	Oil & Gas Producers	0,86	0,16	5,21	0,90
MEDICX FUND LIMITED ORD NPV	MXF	Real Estate Investment & Services	0,72	0,24	3,05	0,81
RANDGOLD RESOURCES LD ORD \$0.05	RRS	Mining	0,24	0,47	0,51	0,49
INTU PROPERTIES PLC ORD 50P	INTU	Real Estate Investment Trusts	1,11	0,19	5,83	1,07
ASSURA PLC ORD 10P	AGR	Real Estate Investment Trusts	1,76	0,65	2,72	1,51
HAMMERSON PLC ORD 25P	HMSO	Real Estate Investment Trusts	1,19	0,31	3,90	1,13
BRITISH LAND COMPANY PLC ORD 25P	BLND	Real Estate Investment Trusts	1,14	0,23	5,00	1,10
SSE PLC ORD 50P	SSE	Electricity	0,55	0,13	4,22	0,70
NATIONAL GRID PLC ORD 11 17/43P	NG.	Gas, Water & Multiutilities	0,62	0,16	3,97	0,74
CENTRICA PLC ORD 6 14/81P	CNA	Gas, Water & Multiutilities	0,74	0,18	4,12	0,83
REDEFINE INTERNATIONAL P.L.C. ORD 8P	RDI	Real Estate Investment Trusts	0,75	0,34	2,23	0,83
INTERNATIONAL PUBLIC PARTNERSHIPS LD ORD 0.01P	INPP	Equity Investment Instruments	0,50	0,13	3,75	0,67
DERWENT LONDON PLC ORD 5P	DLN	Real Estate Investment Trusts	1,32	0,22	5,97	1,22
LAND SECURITIES GROUP PLC ORD 10P	LAND	Real Estate Investment Trusts	1,15	0,24	4,77	1,10
TATE & LYLE PLC ORD 25P	TATE	Food Producers	0,75	0,27	2,78	0,83
HISCOX LTD ORD 6.5P (DI)	HSX	Nonlife Insurance	0,42	0,20	2,15	0,62
OLD MUTUAL PLC ORD 11 3/7P	OML	Life Insurance	1,95	0,28	6,84	1,63
TARSUS GROUP PLC ORD 5P	TRS	Media	-0,32	0,98	0,32	0,12
WHITBREAD PLC ORD 76 122/153P	WTB	Travel & Leisure	1,32	0,18	7,57	1,22
MORGAN ADVANCED MATERIALS PLC ORD 25P	MGAM	Electronic & Electrical Equipment	2,04	0,37	5,55	1,69

STANDARD LIFE EUROPEAN PRIVATE EQUITY TRUST PLC ORD 0.2P	SEP	Equity Investment Instruments	0,83	0,23	3,62	0,88
STOBART GROUP LD ORD 10P	STOB	Industrial Transportation	0,49	0,41	1,21	0,66
AVIVA PLC ORD 25P	AV.	Life Insurance	1,27	0,24	5,34	1,18
EUROMONEY INSTITUTIONAL INVESTOR PLC ORD 0.25P	ERM	Media	1,47	0,36	4,08	1,31
BOVIS HOMES GROUP PLC ORD 50P	BVS	Household Goods & Home Construction	0,50	0,29	1,72	0,67
MILLENNIUM & COPTHORNE HOTELS PLC ORD 30P	MLC	Travel & Leisure	1,24	0,28	4,36	1,16
ICAP PLC ORD 10P	IAP	Financial Services	1,55	0,29	5,39	1,36
ST. JAMES'S PLACE PLC ORD 15P	STJ	Life Insurance	1,86	0,34	5,43	1,57
INTERMEDIATE CAPITAL GROUP PLC ORD 23 1/3P	ICP	Financial Services	2,10	0,41	5,16	1,73

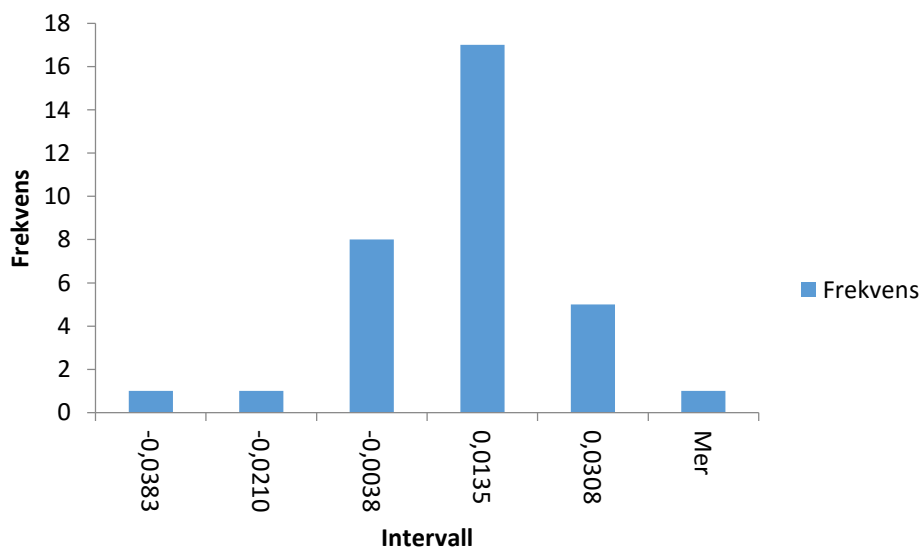
Appendiks E: Analyse

E1: Resultater unormal avkastning

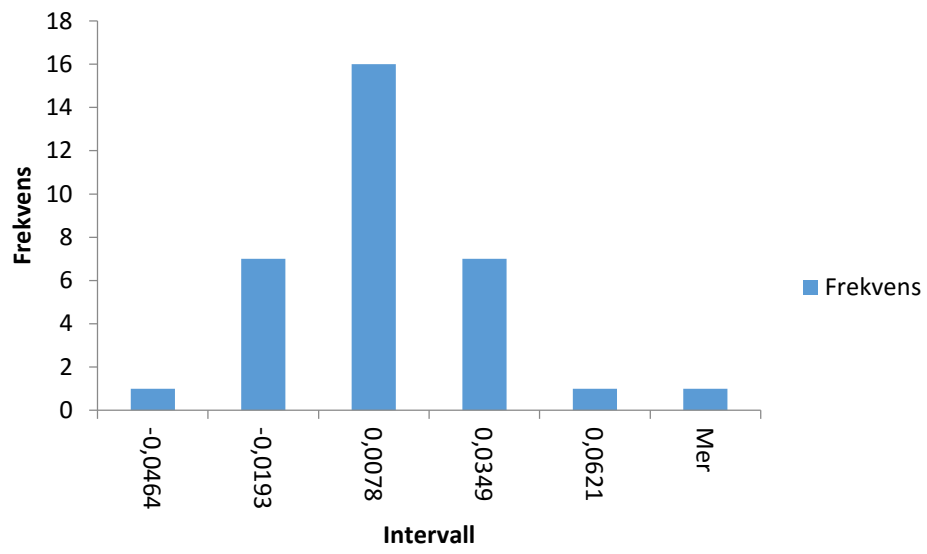
Tabell E1: Unormal - og kumulativ unormal avkastning for SCRIP-annonseringer

	AR(T-1)	AR(T)	AR(T+1)	CAR(T-1)	CAR(T)	CAR(T+1)
Gjennomsnitt	-0,002 %	0,082 %	-0,250 %	-0,002 %	0,080 %	-0,171 %
Varians	0,02 %	0,11 %	0,06 %	0,02 %	0,15 %	0,18 %
Std	1,57 %	3,3875 %	2,55 %	1,57 %	3,92 %	4,24 %
n	33	33	33	33	33	33
T-stat	-0,01	0,14	-0,56	-0,01	0,12	-0,23
Min	-3,83 %	-8,48 %	-4,64 %	-3,83 %	-8,32 %	-10,43 %
Max	4,80 %	6,62 %	8,92 %	4,80 %	8,01 %	11,15 %
Median	0,01 %	0,28 %	-0,41 %	0,01 %	-0,24 %	0,41 %

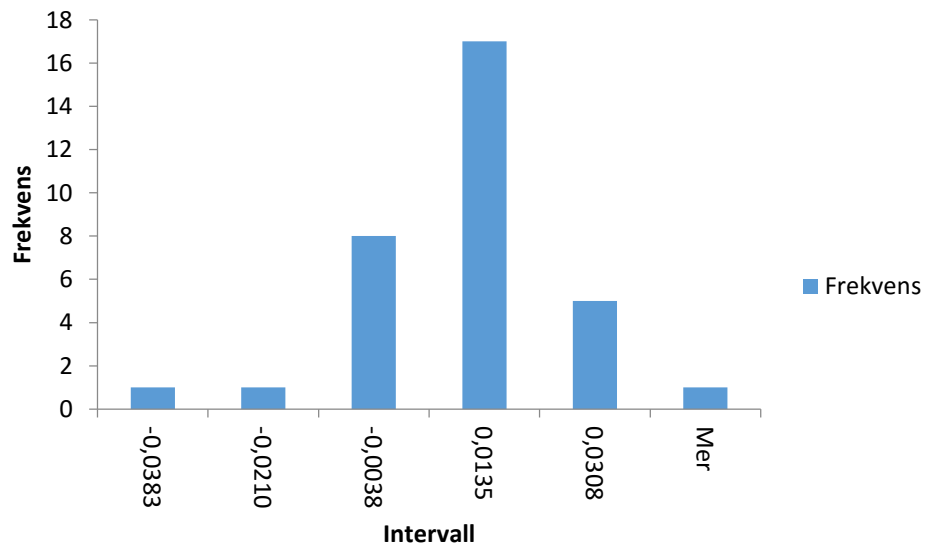
Figur E1: AR (T-1)



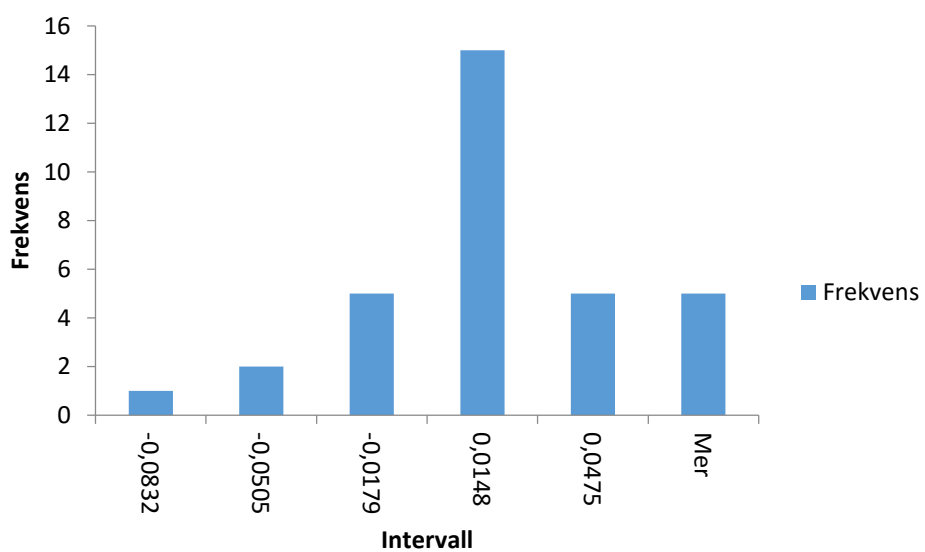
Figur E2: AR (T+1)



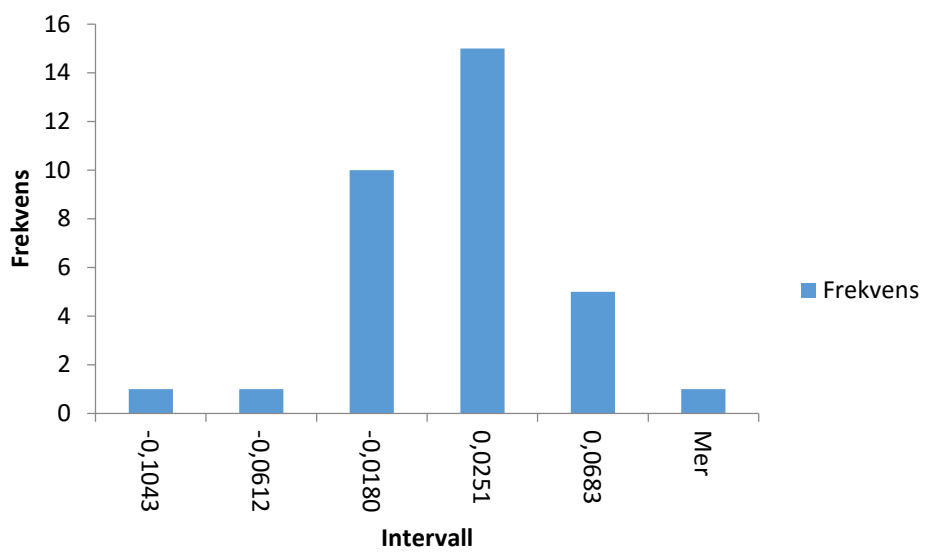
Figur E3: CAR (T-1)



Figur E4: CAR (T)



Figur E5: CAR (T+1)



E2: Karakteristika SCRIP-selskap

Tabell E2: Karakteristika av SCRIP-selskap (Sammenligning med kontrollselskap)

	SCRIP	Kontroll	Differanse	Std.avvik	n	t
Market Value	7 130	2 039	5 091	15 999	38	1,96*
Dividend yield	5	4	1	3,73	38	0,94
Enterprise Value (EV)	11 536 115	3 033 651	8 502 464	30 026 395	38	1,75*
Short and Current Long Term Debt (SLD)	995 821	131 276	864 545	2 326 934	25	1,86*
Total Debt (D)	3 864 211	1 334 234	2 529 977	7 815 492	37	1,97*
Earnings per Share	35	95	-60	271	32	-1,25
Total Assets	30 580 968	22 883 003	7 697 966	59 204 236	38	0,80
Cash	798 820	284 345	514 475	2 041 136	38	1,55
Capital Expenditure	1 229 707	156 340	1 073 367	3 969 938	33	1,55
EV/D	66	42	24	451	37	0,32
Cash/D	7	30	-23	183	37	-0,76
Cash/SLD	23	51	-28	228	25	-0,61
Equity (Total assets-Total debt)	27 443 149	22 132 462	5 310 687	54 396 440	37	0,59
Total Debt/Total assets	30,3 %	26,9 %	3,4 %	0,26	37	0,77
CapEX/Total assets	5,5 %	3,3 %	2,2 %	0,07	33	1,90*

*Signifikans på 10 %-nivå **Signifikans på 5 %-nivå ***Signifikans på 1 %-nivå

Tabell E3: Oversikt over SCRIP- og kontrollselskap

SCRIP-selskap	Ticker	Kontrollselskap	Ticker	ICB	Årstall	| Avvik | (MCAP)
Assura	AGR	Daejan Holdings	DJAN	86*	2008	233
Aviva	AV.	Legal & General	LGEM	857	2004	7 177
Bovis Home Group	BVS	Redrow	RDW	372	2005	100
BP	BP.	Tullow Oil	TLW	53	2010	76 330
British Land	BLND	Great Portland Estates	GPOR	873	2009	3 248
Capital & Cnts.Props	CAPC	UK Commercial Pr.Tst	UKCM	863	2012	1 034
Centrica	CNA	Untied Utilities Group	UU.	757	2015	4 678
Costain Group**	COST	Marshalls	MSLH	235	2008	2

Derwent London	DLN	Shaftesbury	SHB	873	2011	413
Euromoney Instl.Investor	ERM	Rightmove	RMV	555	2008	25
Hammerson	HMSO	Great Portland Estates	GPOR	873	2009	2 080
Hiscox	HSX	Jardine Lloyd Thompson	JLT	853	2011	53
Huntsworth**	HNT	STV Group	STVG	555	2005	108
ICAP	IAP	3i Group	III	877	2009	70
Intermediate Capital GP.	ICP	Henderson Group	HGG	877	2009	41
International PBPart.	INPP	Fidelity Eur.Values	FEV	898	2011	8
Intu Properties	INTU	Great Portland Estates	GPOR	873	2012	1 359
John Laing Infr.Fund**	JLIF	Aberforth Smcos.	ASL	898	2011	24
Land Securities Group	LAND	Great Portland Estates	GPOR	873	2009	4 281
Medicx Fund	MXF	Daejan Holding	DJAN	863	2009	387
Millenium & Cpth.Htls	MLC	National Express	NEX	575	2003	20
Morgan Advanced Material	MGAM	Laird	LRD	273	2010	201
National Grid	NG.	United Utilities Group	UU.	757	2009	13 331
Old Mutual	OML	Legal & General	LGEM	857	2010	1 040
Pennon Group	PNN	Severn Trent	SVT	757	2003	1 740
Primary Health Props.**	PHP	Daejan Holding	DJAN	86*	2002	203
Randgold Resources	RRS	Vedanta Resources	VED	177	2014	2 516
Raven Russia**	RUS	Daejan Holding	DJAN	863	2007	102
Redefine Intl.Reit	RDI	Daejan Holding	DJAN	86*	2014	186
Royal Dutch Shell A(Lon)	RDSA	Tullow Oil	TLW	53	2010	65 014
Segro	SGRO	Great Portland Estates	GPOR	873	2010	996
SSE	SSE	Drax Group	DRXG	753	2010	10 069
ST.James Place	STJ	Chesnara	CSN	857	2004	840
Standard Life	SL.	Legal & General	LGEM	857	2009	117
STD.LF.EUR.PRIV.E Q.TST	SEP	Schroder UK Growth FD	SDU	898	2008	5
Stobart Group Ord.	STOB	Wincanton	WIN	277	2008	27
Tate & Lyle	TATE	Premier Foods	PFD	357	2009	1 131
Whitbread	WTB	First Group	FGP	575	2009	422

*ingen som matchet på 3-sifferkode, benyttet derfor 2-sifferkoden, som er en mindre detaljert inndeling

**selskapet er ikke med i beregning av unormal avkastning fordi vi ikke kunne estimere beta, men dette hindrer den ikke fra å være med her

E3: Ratingtabell

Tabell E4: Moody`s ratingtabell

Global Long-Term Rating Scale	
Aaa	Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, subject to the lowest level of credit risk.
Aa	Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
A	Obligations rated A are judged to be upper-medium grade and are subject to low credit risk.
Baa	Obligations rated Baa are judged to be medium-grade and subject to moderate credit risk and as such may possess certain speculative characteristics.
Ba	Obligations rated Ba are judged to be speculative and are subject to substantial credit risk.
B	Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
Caa	Obligations rated Caa are judged to be speculative of poor standing and are subject to very high credit risk.
Ca	Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.
C	Obligations rated C are the lowest rated and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.

Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category. Additionally, a "(hyb)" indicator is appended to all ratings of hybrid securities issued by banks, insurers, finance companies, and securities firms.*

Note: For more information on long-term ratings assigned to obligations in default, please see the definition "Long-Term Credit Ratings for Defaulted or Impaired Securities" in the Other Definitions section of this publication.

* By their terms, hybrid securities allow for the omission of scheduled dividends, interest, or principal payments, which can potentially result in impairment if such an omission occurs. Hybrid securities may also be subject to contractually allowable write-downs of principal that could result in impairment. Together with the hybrid indicator, the long-term obligation rating assigned to a hybrid security is an expression of the relative credit risk associated with that security.

E4: Generalforsamling 11.mai 2016

Tabell E5: Antall stemmeberettigete aksjer representert på GF 11.mai 2016

	Antall aksjer	% Kapital
Total aksjer	3 188 647 103	
- Selskapets egne aksjer	8 855 095	
Totalt stemmeberettiget aksjer	3 179 792 008	
Representert ved egne aksjer	2 255 402 631	70,93 %
Representert ved forhåndsstemme	188 195	0,01 %
Sum Egne aksjer	2 255 590 826	70,94 %
Representert ved fullmakt	22 407 930	0,71 %
Representert ved stemmeinstruks	163 686 562	5,15 %
Sum fullmakter	186 094 492	5,85 %
Totalt representert stemmeberettiget	2 441 685 318	76,79 %
Totalt representert av Aksjekapital	2 441 685 318	76,57 %

Tabellen er en rekonstruksjon av protokollen fra GF 11.mai (Newsweb, 2016c)

Tabell E6: Stemmeopptelling for aksjekapitalutvidelse i forbindelse med SCRIP

Aksjeklasse	For	Mot	Avgitte	Avstår	Ikke avgitt	Stemmeberettigete representerte aksjer
Ordinær	2 441 208 472	329 180	2 441 537 652	147 666	0	2 441 685 318
% avgitte stemmer	99,99 %	0,01 %		0,00 %		
% representert Aksjekapital	99,98 %	0,01 %	99,99 %	0,01 %	0,00 %	
% total aksjekapital	76,56 %	0,01 %	76,57 %	0,01 %	0,00 %	
Totalt	2 441 208 472	329 180	2 441 537 652	147 666	0	2 441 685 318

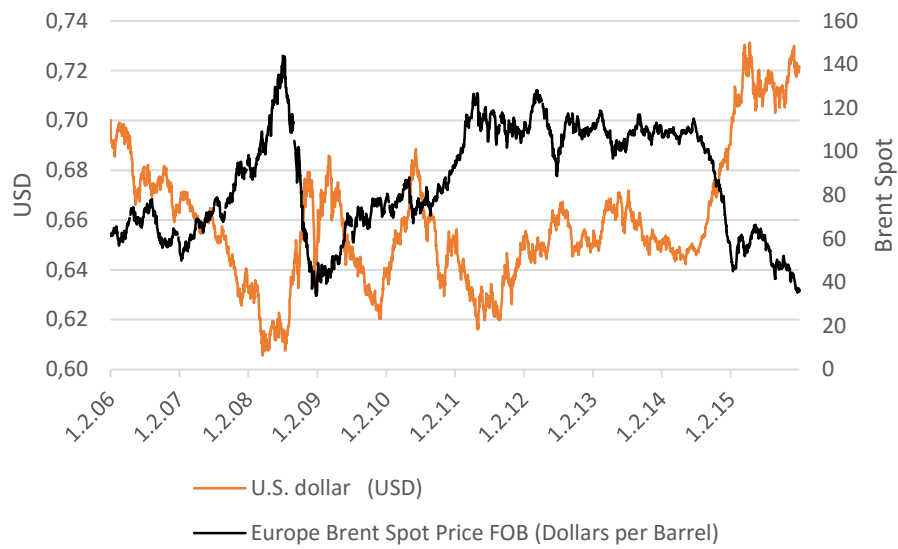
Sum minoritet representert på GF: $186\,094\,492/924\,201\,182 = 20,14\%$

Sum Minoriteten representert på GF som stemte imot SCRIP: $329\,180/186\,094\,492 = 0,036\%$

Tabellen er en rekonstruksjon av protokollen fra GF 11.mai (Newsweb, 2016c)

E5: Endret utbyttevaluta fra NOK til USD

Figur E6: USD vs. Brent spot pris (1.1.2006 - 1.1.2016)



(Data hentet fra (U.S. Energy Information Administration) og (International Monetary Fund))