

Kap 17: Dividende

Dagens tekst

Tilbakekjøp og utbytte

Utbytte eller tilbakekjøp?

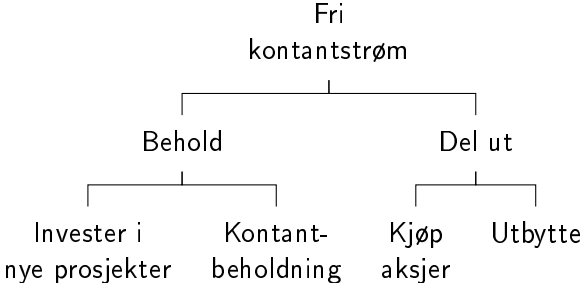
Skatteulemper med utbytte

Dividendefangst og skatteklienteller

Dele ut eller beholde?

Signalisering med utdelingspolitikk

Dele ut eller beholde?



Mange former for utdeling

Kontantdividende Utbytte i form av kontanter. Denne kan være en vanlig dividende som utdeles hvert kvartal eller en gang i året, eller det kan være et ekstraordinært utbytte, for eksempel etter et salg av eiendeler.

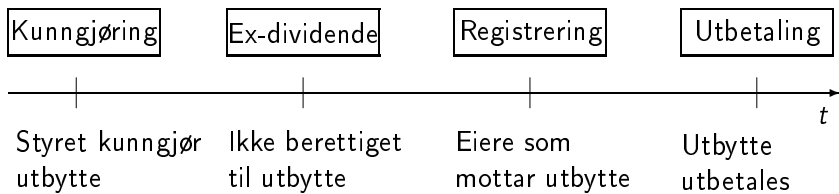
Tilbakekjøp av aksjer Selskapet kjøper aksjer fra nåværende eiere.

Opphørsdividende Salgsverdi av eiendeler fratrukket gjeld ved avvikling.

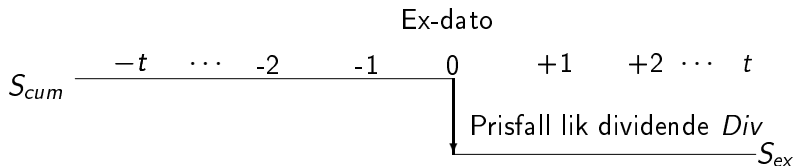
Utbytteaksjer Eierne kan velge mellom å motta kontanter eller nyutstedte aksjer.

Naturalier Varer eller tjenester som utdeles direkte til eiere.

Utbyttedatoer



Prisreaksjon



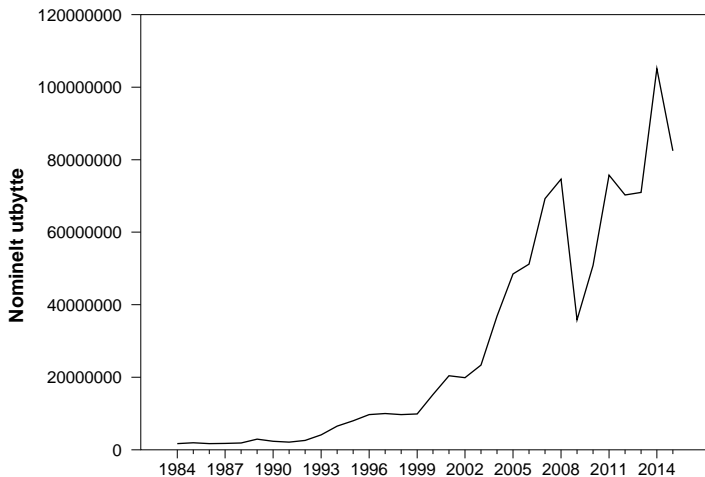
S_{cum} Pris på en aksje som inneholder rett til utbytte

S_{ex} Pris på aksjen etter at dividenden er utbetalt

$$S_{cum} - S_{ex} = Div \quad (1)$$

$$\frac{S_{cum} - S_{ex}}{Div} = 1.0 \quad (2)$$

Utbytte i Norge 1984 til 2015



Tilbakekjøp av aksjer

Tilbakekjøp kan foregå på mange måter:

Kjøp på det åpne marked Selskapet kjøper tilbake på markedet som enhver annen investor

Kortvarig tilbud Tilbyr å kjøpe tilbake aksjer til en spesifisert pris innen en viss tid, for eksempel 20 dager

Hollandsk auksjon Selskapet forteller hvor mange aksjer de vil kjøpe innen en viss tid og kunngjør en opptrappingsplan i pris

Målrettet tilbakekjøp Aksjer kjøpes direkte i forhandling fra en eller flere eiere, gjerne større

Utbytte eller tilbakekjøp?

- ▶ I perfekte kapitalmarkeder spiller det ingen rolle for eierne om selskapet velger utbytte eller tilbakekjøp.
- ▶ Eiere kan alltid skape den utbyttepolitikken de selv ønsker gjennom kjøp og salg på det åpne markedet

PROPOSISJON (Miller og Modigliani's irrelevansteorem)

I perfekte kapitalmarkeder hvor selskapene holder sine investeringsplaner faste, er selskapets valg av utbyttepolitikk irrelevant og påvirker ikke aksjekursen

Miller and Modigliani (1961)

Irrelevans i valg mellom utbytte og tilbakekjøp

Utdeling av dividende. Kursen før utdeling må være:

$$S_{cum} = \frac{V_{cum}}{N}$$

V_{cum} er selskapets verdi inkludert de ennå ikke utbetalte utbytter og N er tallet på utestående aksjer

Kjøre tilbake M aksjer til ukjent kurs S_u for beløpet DIV_1 ?

$$S_u \cdot M = DIV_1 \quad (3)$$

Men hva er aksjekursen etter tilbakekjøp? Hvis irrelevant, er den ennå S_u og lik selskapets verdi delt på antall aksjer:

$$S_u = \frac{V}{N - M} \quad (4)$$

Generelt om irrelevansen

Nå har vi to ukjente, S_u og M og to ligninger og kan finne et generelt uttrykk. Det kan vises at:

$$S_u = \frac{V + DIV_1}{N} \quad (5)$$

- ▶ Selskapet kjøper tilbake til en pris lik S_{cum}
- ▶ Dette er nøyaktig samme verdien som en eier har når selskapet deler ut utbytte!

MM61 viser også at det er irrelevant om dividende utbetales i dag eller om den blir utsatt over flere år.

Skatt på utbytte og verdistigning

- ▶ Utbytte: betaler skatt etter utbytteskatten
- ▶ Tilbakekjøp: Aksjene skattes etter satsen for verdistigning τ_g på aksjer
- ▶ $\tau_d > \tau_g$: Aksjonærene foretrekker tilbakekjøp
 - ▶ Optimal utbyttepolitikk er å ikke betale utbytte
- ▶ $\tau_d = \tau_g$: Aksjonærene kan utsette skatt ved tilbakekjøp, foretrekker tilbakekjøp

Skatteklienteller

- ▶ Ulike aksjonærer vil tiltrekkes ulike selskaper etter deres utbyttepolitikk
- ▶ For å forstå ulike preferanser, må vi undersøke skatt på både utbytte og verdistigning
- ▶ Anta investor kjøper like før *ex-dato* og selger like etter; dette er *dividendefangst*
 - ▶ Kontantstrøm etter skatt er $Div(1 - \tau_d)$
 - ▶ Men forventet prisfall gir kontantstrøm etter skatt $(S_{cum} - S_{ex})(1 - \tau_g)$
 - ▶ Tjener hvis dividende etter skatt er høyere enn verdinedgang etter skatt

$$\frac{S_{cum} - S_{ex}}{Div} = \frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \quad (6)$$

Dividendefangst og effektiv skattesats

Skattesatsene gir altså en arbitrasjemulighet hvis ikke

$$(S_{cum} - S_{ex})(1 - \tau_g) = Div(1 - \tau_d) \quad (7)$$

Omformuler (7):

$$S_{cum} - S_{ex} = Div \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right) = Div \left(1 - \frac{\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} \right) = Div(1 - \tau_d^*) \quad (8)$$

Den **effektive skattesatsen på dividende**

$$\tau_d^* = \frac{\tau_d - \tau_g}{1 - \tau_g} \quad (9)$$

Sammenhengen (8) sier at prisendringen på aksjen er lik dividenden justert med den effektive skattesatsen på utbytte.

Skatteforskjeller

Inntektsnivå Skattesatser varierer med inntekt

Investeringshorisont Holdes aksjene lenge, kan skatt på verdistigning utsettes

Skattehemland Eiere skattes etter hjemlandets satser. Utenlandsk eierandel på Oslo Børs er 36.8% i 2015

Type investor I Norge skattlegges personer som mottar utbytte, bedrifter betaler ikke

Klientelleffekter

Ulike tilpasninger fordi:

- ▶ skattesatser er ulike
- ▶ ulikheter blant investorer

Selskapene tilpasser sin utbyttepolitikk til en bestemt gruppe, et *klientell* (Allen and Michaely, 2003)

Utbyttefangst Investorer som ikke betaler utbytteskatt kjøper før ex-dato og selger like etter (Kalay, 1982)

Beholde hvor mye?

MM-irrelevans igjen:

I perfekte kapitalmarkeder påvirker ikke selskapets beslutning om å beholde og investere i finansielle verdipapirer eller å dele ut overflødige kontanter til eierne kursen på selskapets aksjer.

EKSEMPEL

Beholde 50,000 og investere i statsobligasjoner til 5% og så dele ut neste år, eller dele ut nå?

Beholde Kan neste år dele ut $50,000 \times 1.05 = 52,500$

Del ut Eier investerer på egen hånd: $50,000 \times 1.05 = 52,500$

Valget er likegyldig for eierne, hvis de alle har samme skatteposisjon

Hensyn til eiernes skatt

Å beholde eller dele ut kan påvirke eiernes skattebetaling

EKSEMPEL

Et selskap har 1,000 i kontanter og ingenting annet. Valget er å dele ut alt eller beholde for all fremtid. Eierne står overfor like skattesatser

Anta utdeling. Kurs før utdeling er

$$S_{cum} = S_{ex} + Div_0 \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right) = 0 + 1000 \left(\frac{1 - \tau_d}{1 - \tau_g} \right) \quad (10)$$

hensyn til eiernes skatt

Anta behold og invester i obligasjoner med rente r_f . Dividende etter skatt for alltid:

$$Div = 1000 \cdot r_f \cdot (1 - \tau_c)$$

For eier kommer skatt på renteinntekter og utbytte i tillegg:

$$\begin{aligned} S_{hold} &= \frac{Div(1 - \tau_d)}{r_f(1 - \tau_i)} = \frac{1000 \cdot r_f \cdot (1 - \tau_c)(1 - \tau_d)}{r_f(1 - \tau_i)} \\ &= 1000 \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_d)}{(1 - \tau_i)} \end{aligned} \quad (11)$$

Sammenlign del ut (10) og behold (11):

$$S_{hold} = S_{cum} \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_g)}{(1 - \tau_i)} = S_{cum} (1 - \tau_{hold}^*) \quad (12)$$

Hensyn til eiernes skatt

τ_{hold}^* er den effektive skatteulempen med å holde tilbake:

$$\tau_{hold}^* = 1 - \frac{(1 - \tau_c)(1 - \tau_g)}{(1 - \tau_i)} \quad (13)$$

Norske satser: $\tau_c = \tau_i = 23\%$, $\tau_g = 15\%$, d.v.s.

$$\tau_{hold}^* = 1 - \frac{(1 - 0.23)(1 - 0.15)}{1 - 0.23} = 0.15$$

Agentkostnader med å beholde

- ▶ Å beholde gir daglig leder en stor kontantbeholdning for sine favorittprosjekter
- ▶ Kan føre til at DL anstrenger seg mindre
- ▶ Utdeling har samme effekt som låneopptak: DL må anstrenge seg for å oppnå selskapets mål

Signalisering med dividende

Utjevning Selskapet tar sikte på å holde en jevnt stigende utdeling (Lintner, 1956)

- ▶ Ledelsen antar eierne foretrekker en slik praksis
- ▶ Ledelsen ønsker selv å opprettholde jevn utdeling som andel av driftsresultat; Kutter som siste utvei

Signalisering Endring i utbytteneivået avspeiler ledelsens syn på mulighetene for fremtidig inntjening

- ▶ Stort sett bekreftet i undersøkelser
- ▶ Svakere signal enn endringer i kapitalstruktur
- ▶ Tilbakekjøp oppfattes ikke som signal

Signalisering med tilbakekjøp

1. Ledelsen er langt mindre bundet til tilbakekjøp enn til dividende
2. Beløpene til tilbakekjøp jevnes ikke ut år for år
 - ▶ Endring i beløp signaliserer ikke endring i praksis
3. Kostnadene ved tilbakekjøp avhenger av markedsprisen på aksjen
 - ▶ Mer sannsynlig at man kjøper tilbake når aksjen vurderes som underpriset

Referanser

- Franklin Allen and Roni Michaely. Payout policy. In George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz, editors, *Handbook of the Economics of Finance*, volume 1A, chapter 7, pages 337–429. North-Holland, Amsterdam, 2003.
- Avner Kalay. The ex-dividend day behavior of stock prices: A reexamination of the clientele effect. *Journal of Finance*, 37(4): 1059–1070, 1982.
- John Lintner. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46:97–113, May 1956.
- Merton H. Miller and Franco Modigliani. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34:411–433, 1961.