

BE305E 003 Masteroppgave i Finans

Den finanspolitiske berg- og dalbanen - og markedets kamp for å henge med.

**En teoretisk studie av påvirkningen skatt på dividende kan ha på norske
aksjeselskapers kapitalstruktur**

Therese Tindvik

2007

Forord

Denne oppgaven er en obligatorisk del av studiet Master of Science in Business ved Handelshøgskolen i Bodø. Oppgaven er skrevet på bakgrunn av min spesialisering Finansiering og Investering høsten 2006. Det har vært en glede å kunne få lov til å fordype meg innenfor fagfeltet finansiering.

Jeg vil rette en spesiell takk til min veileder, Øystein Gjerde, for å ha vært tålmodig med meg og for å ha vært til inspirasjon og god hjelp i utviklingen av denne oppgaven.

En takk til min samboer Roar og øvrige familie som har støttet meg til gjennomføringen av min oppgave og mitt studium.

Bodø, 21.mai, 2007

Therese Tindvik

Abstract

This master thesis within corporate finance, investigates the capital structure of firms. Taxation can be an influential factor on the capital structure of firms. The thesis aims to shed light on this connection. More specifically it investigates the consequences of the Norwegian law on tax exemption for dividends. The law was active from 1992 until 2006 when it was repealed by a tax reform. Tax exemption for dividends for incorporated stock-holders is still maintained.

The thesis endeavors to answer the research question: “Following the 2006 tax reform: Will taxation on dividends for private stock holders affect the capital structure of Norwegian public corporations?”

Due to a short time period since the implementation of the tax reform, it is too early to make an empirical study. Thus this study presents a well-founded theoretical basis for future empirical studies within the field.

Innholdsfortegnelse

Innledning.....	1
Begreper.....	1
Begrunnelsen for valg av problemstilling:	2
Oppgavens oppbygning	3
1. Metode.....	5
1.1. Hvordan verden egentlig ser ut.....	5
1.2. Kan kunnskap om verden tilegnes.....	6
1.3. Metodetilnærming	7
Pålitelighet og gyldighet.....	11
2. Kort redegjørelse av skattereformen 2006.....	14
2.1. Skattlegging av personlige aksjonærer	14
2.2. Skattlegging av selskapsaksjonærer	15
2.3. Utenlandske aksjonærer.....	16
3. Bakgrunnen for skattereformen 2006.....	17
3.1. Økt aksjeutbytte etter skattereformen 1992.....	19
3.2. Indikasjoner på hva som har bidratt mest til økt aksjeutbytte etter 1992	20
3.3. Beregninger av nivået og omfanget av utbetalt utbytte.....	20
4. Kapitalstrukturteori.....	23
4.1. Modigliani & Miller og kapitalstruktur	24
<i>Modigliani og Millers påstander støttes av kapitalverdimodellen</i>	26
4.2. Kritikk av Modigliani & Miller – teorien utvikler seg videre	27
<i>Imperfekte, men velfungerende kapitalmarkeder</i>	28
4.3. Utvider Modigliani og Miller med markedsdefekter.....	29
<i>Skattefordel av gjeld</i>	29
<i>Noen selskaper velger bort gjeld på tross av skattefordelen</i>	30
<i>Inkluderer beskatning av bedriftens verdipapirholdere</i>	31
<i>Skattesystemet i Norge og finansieringsnøytralitet</i>	33
<i>Ytterligere svekkelse av skattefordelen av gjeld</i>	34
4.4. Betydningen av finansielt stress og konkurskostnader.....	35
<i>Interessekonflikter mellom verdipapirholderne øker kostnaden av finansielt stress</i>	38
<i>Finansielt stress et insentiv til å begrense gjeldsgraden</i>	39
4.5. The trade-off theory of capital structure - Kompromissteorien om kapitalstruktur .	40
4.6. Teorien om rekkefølgen på valg av finansieringsmåte – ”The pecking order”	42
4.7. Betydningen av finansielt slakk.....	45
4.8. En empirisk vurdering av kapitalstrukturteorien	46
5. Dividende - teori.....	48
5.1. Budsjett- og lånepolitikken mulighet for påvirkninger.....	48
5.2. Hvordan betale ut dividende.....	49
<i>Gjenkjøp, kan være ”skjult” dividende</i>	50
<i>Gjenkjøp av aksjer tillat i Norge fra og med 1999</i>	52
5.3. Litner Modellen	53
<i>Test av Litner Modellen i Norge</i>	53
<i>Dividende som en indikator på en lønnsom bedrift</i>	54
<i>Dividende, en indikator eller et resultat?</i>	57
5.4. Dividendepolitikk irrelevant i det perfekte marked.....	58
5.5. Hvorfor dividendepolitikk betyr noe	59
<i>Likviditet kan være et argument for dividende i unoterte selskaper</i>	60

<i>Andre argumenter for dividende</i>	60
<i>Dividende og dets sammenheng med aksjepris</i>	62
5.6. Dividende og skatt.....	63
<i>Nøytralitet i dividendepolitikken med hensyn til skatt</i>	64
<i>Norske eiere kontra utenlandske</i>	65
<i>Dividendeffekter av skatt</i>	66
<i>Dividendeteori vurdert i forhold til empirisk studie</i>	66
6. Dividendens utbetalingsmønster i praksis	69
6.1. Dividendens utbetalingsmønster på Oslo Børs.....	70
6.2. Tall fra 2003 og 2004, som viser dividende fordelt på bransjer i Norge.....	71
6.3. Nettodividende i Norge	71
6.4. Ulike syn på norske selskapers dividendepolitikk i fremtiden.....	72
7. Virkninger av skattereformen 2006 med fokus på dividende.....	74
7.1. Empiriske resultater fra 2004 og 2005 støtter teorien	75
8. Analyse	77
Se kapitalstrukturteoriene i sammenheng.....	77
8.1. Hvorvidt kapitalstrukturen til bedrifter er følsom for ytre endringer	78
8.2. Hva som kjennetegner de ”følsomme” bedriftene.....	80
8.3. Hvilke bedrifter som er aktuelle i den videre analysen	81
8.4. Virkninger for aksjonærene av skatt på dividende	83
8.5. Andre tilpasninger til skattesystemet etter 2006.....	85
9. Konklusjon.....	87
Litteraturoversikt	88

Tabelliste

Tabell 1: Maksimale skattesatser på renteinntekter og rentefradrag, 1986-1991 og 1993.....	A
Tabell 2:.....	A
Tabell 3: Aksjeselskapers utdelte utbytte for 2004 og 2005 (SSB, 2007).....	B
Tabell 4: Fordelingen av utbytte etter næring, aksjeselskapets markeds plass, aksjonærs sektor, tid og statistikkvariabel, for henholdsvis børsnoterte og unoterte selskaper (SSB, 2007).	C

Figurliste

Figur 1: Aksjekapital og utbytte (SSB, 2007)	D
Figur 2: Utbytte i Varehandel, hotell- og restaurantbransjen	E

Innledning

Denne masteroppgaven er skrevet innenfor finansfaget og temaet som er tenkt undersøkt, er bedrifters kapitalstruktur. I denne sammenheng er skatt et aktuelt tema og denne masteroppgaven vil prøve belyse skatt sin påvirkning på bedrifters kapitalstruktur. For å begrense problemområdet, har jeg tenkt å ta for meg et av temaene i skattereformen som ble innført i Norge 1. januar 2006. Norge har hatt en særlov om skattefritt utbytte siden 1992, til forskjell fra de fleste andre industriland. Men dette er nå falt bort for private aksjonærer, som følge av den nye skattereformen fra 2006. Mens den for selskapsaksjonærer blir opprettholdt på grunn av innføringen av "Fritaksmetoden" i 2004. På bakgrunn av dette avgrenses denne masteroppgaven til å prøve svare på følgende problemstilling; "Vil skattleggingen av utbytte på den private aksjonærens hånd, som følge av skattereformen 2006, kunne påvirke norske aksjeselskapers kapitalstruktur?"

Denne oppgaven vil prøve besvare denne problemstillingen rent teoretisk. Noe som vil bli begrunnet nærmere senere, er det at det er såpass kort tid siden skattereformen trådte i kraft at det er noe tidlig å kunne gjøre empiriske undersøkelser angående eventuelle virkninger på kapitalstrukturen. Det vil bli vektlagt å ha et bredt teorigrunnlag, for å best mulig belyse problemstillingen. Dette er videre utdypet under metodekapittelet. Videre er målet med oppgaven at det skal, ved de eventuelle teoretiske resultater som kommer frem, redegjøres for hvordan disse kan testes empirisk. Oppgaven selv vil da ikke gjennomføre empiriske undersøkelser, men vil ha et bevisst forhold til at videre forskning av temaet skal kunne ta steget ut i empirien.

Begreper

Denne oppgaven skal gjennom problemstillingen, forsøke å si noe om aksjeselskapers valg av kapitalstruktur og den eventuelle påvirkning skatt på dividende vil ha på kapitalstrukturen. Ved aksjeselskap menes det i denne sammenheng det som defineres som dette etter norsk lov. Denne definisjonen kan finnes i aksjeloven og i allmennaksjelovens § 1-1. Dette vil si selskaper hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser. I oppgaven vil slike selskap bli referert til som; "selskap" eller "bedrift". Videre vil det som i problemstillingen er

betegnet som dividende, også bli referert til som utbytte i oppgaven. Disse begrepet vil bli definert senere i oppgaven. Det er ingen forskjell i disse begrepene, men "dividende" er det mer internasjonale uttrykket hvorpå "utbytte" er et mer norsk uttrykk. Men disse begrepene blir brukt om en annen også i norsk litteratur.

Begrunnelsen for valg av problemstilling:

1. januar 2006 ble det innført en skattereform i Norge. Hovedlinjene i skattereformen, som formulert av Finansdepartementet¹, går ut på at det er vedtatt en skjermingsmetode, hvor den delen av nærings- og selskapsinntekten som overstiger en beregnet risikofri avkastning på den investerte kapitalen, skattlegges enten etter de progressive satsene som gjelder for arbeidsinntekt, eller som alminnelig inntekt både når den opptjenes i selskapene og når den utbetales til selskapseierne.

I praksis betyr dette, at utbytte som før bare ble skattlagt på selskapets hånd og dermed kunne utbetales skattefritt til private aksjonærer, nå i tillegg vil bli skattlagt på den private aksjonærs hånd med 28 prosent og som alminnelig inntekt. Formålet med de nye reglene, er å redusere forskjellen i beskatning av kapital og arbeid, ved å også beskatte utbytte. Dette er med bakgrunn i uheldige virkninger av de gamle reglene, som blant annet er påstått å ha ført til inntektsvridning fra alminnelig lønnsinntekt til kapitalinntekt.

Mens det for private aksjonærer er beskatning på både kursgevinst og utbytte, er det for aksjeselskaper som eier aksjer i andre aksjeselskaper er det vedtatt en fritaksmodell (som trådte i kraft 1.1 2004 for utbytte og 26.3 2004 for aksjegevinster og – tap). Denne gjør at aksjeutbytte og aksjegevinster ikke skattlegges, samtidig som det heller ikke gis fradrag for aksjetap. Dette betyr altså at utbytte og gevinster innenfor selskapssektoren er skattefrie. Denne forskjellen mellom selskaps- og privataksjonærer, er et interessant poeng når den nye skattereformen skal evalueres.

Skatteøkonomisk Forskningsprogram², er et viktig forum for samarbeid mellom Norges forskningsråd, Finansdepartementet og norske forskningsmiljøer innenfor skatteøkonomi. Programmet finansieres i sin helhet med midler fra Finansdepartementet. Dette programmet

¹ <http://www.statsbudsjettet.dep.no/Statsbudsjett-2006/Artikler/Skattereformen/> 15. april 2007

² <http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urlvedleggfil&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=Vedlegg&blobwhere=1156181477340&ssbinary=> 15 april 2007

har blant annet som hovedmål å skulle bidra til at det er et sterkt faglig miljø for skatteøkonomisk forskning i Norge, både gjennom å stimulere til forskning på området og ved å stimulere til økt interesse for og rekruttering til, skatteøkonomisk forskning. Videre skal det bidra til at den skatteøkonomiske forskningen er relevant for myndigheter og andre brukere av slik forskning.

Prioriterte forskningsområder for dette programmet, er for perioden 2007-2009, blant annet evaluering av skattereformen fra 2006. Programmet påpeker at skattesystemet påvirker organisasjonsform og kapitalstruktur i næringsvirksomhet. De peker også på at det i de senere år har vært en betydelig endring i skattleggingen av aksjeutbytte. Og at prosjekter som tar for seg effekten av slike endringer og forventninger om fremtidige endringer på bedriftens kapitalstruktur, vil være noe som programmet ser på som aktuelt. Implisitt må da dette være, som tidligere nevnt, forskning som er relevant for myndighetene og andre brukere av slik forskning. Og på bakgrunn av dette, er det problemstillingen er valgt ut.

Oppgavens oppbygning

Problemstillingen er kausal i den forstand at den prøver å forklare noe. Dette ”noe”, er skatt på dividende, og det den prøver å forklare er hva slags eventuelle virkninger skatt på dividende har på bedrifters kapitalstruktur. For å få dette til må det først forklares en sammenheng mellom skatt på dividende og eventuelle endringer i dividendeutbetalingene. Om så det blir påvist en sammenheng, så må den eventuelle endringen som oppstår i dividenden, kartlegges med hvorvidt den kan påvirke bedrifters kapitalstruktur. Dette er i vertfall årsaksrekkefølgen som ønskes å spores. Men oppgaven starter litt i andre enden, ved å presentere kapitalstrukturteori først. Dette fordi det i analysen skal redegjøres først for om kapitalstruktur i bedrifter i det hele tatt lar seg påvirke av ytre endringer som for eksempel skatt på dividende. Om så svaret er nei her, så vil jo ikke oppgaven trenge å gå videre for å besvare problemstillingen. Men om svaret er ja, så vil det forsøkes å påvise om skatt faktisk påvirker dividendeutbetalingene. Dertil vil det så diskuteres om denne påvirkningen er betydningsfull nok, til å kunne påvirke kapitalstrukturen i de bedrifter som fra før av er tilbøyelig til å være påvirkelig av ytre faktorer i sitt valg av kapitalstruktur. På bakgrunn av denne redegjørelsen er det analysen vil bli bygd opp. Og rekkefølgen i kapitlene ellers i oppgaven, vil bli påvirket av dette.

Oppgaven vil starte med en kort redegjørelse av skattereformen fra 2006. For så å bevege seg over til kapitalstrukturteorien. Videre blir det redegjort for dividendeteori. Spesielt hva slags faktorer dividendeutbetalinger avhenger av, og da blant annet med tanke på skattepåvirkningen. Det vil også bli forsøkt vist på hvilken måte dividenden kan knyttes til kapitalstruktur. Etter teorien faller det seg naturlig å vise til hvordan dividendeutbetalinger faktisk er i virkeligheten, både i forhold til utvikling og utbredelse. Til sist før analysen blir det redegjort for virkninger av skattereformen 2006, som allerede har inntruffet. Dette for å styrke grunnlaget for forståelsen av skatt sin påvirkning på dividendeutbetalinger, før selve analysen tar til. I analysen blir det underveis redegjort for hvordan de teoretiske resultater kan testes empirisk. En oppsummering av de funn som kom i analysen blir presentert i konklusjonen til slutt.

1. Metode

Dette metodekapittelet tar hovedsakelig utgangspunkt i Jacobsen (2000)³, men det vil bli supplert med andre relevante kilder underveis.

Forskning defineres av Jacobsen (2000) som en systematisk undersøkelse av ett eller flere spørsmål. Systematisk er et nøkkelbegrep, dette skiller forskning fra annen innsamling av informasjon. Under forskning skal data være innsamlet systematisk, behandlingen av informasjonen som dataen presenterer, skal være systematisk og presentasjonen av forskningen skal være systematisk. Jacobsen (2000), fremhever at det ikke finnes en perfekt forskningsprosess, men at poenget med å kunne forskningsmetode er ikke å unngå feil, da dette ikke er mulig, men at forskningsmetoden skal være en hjelp til å kunne gjøre rede for hvilke mulige svakheter som er knyttet til resultatene av en konkret undersøkelse.

Metodeteori er også viktig for å kunne skille mellom de resultater som skyldes metoden som er valgt i gjennomføringen av en undersøkelse, noe som betegnes som metodologiske forklaringer, og de resultater som skyldes virkeligheten slik den oppfattes, altså de substansielle forklaringer. Johannessen og Tufte (2002)⁴ definerer metode som opphav fra gresk og betyr å følge en bestemt vei mot et mål. De skriver videre at samfunnsvitenskaplig metode handler om hvordan man skal gå frem for å hente informasjon om virkeligheten, og ikke minst hvordan analysere hva denne informasjonen kan fortelle oss, slik at den kan gi ny innsikt i samfunnsmessige forhold og prosesser.

1.1. Hvordan verden egentlig ser ut

Jacobsen (2000), skriver at ontologi er læren om hvordan virkeligheten faktisk ser ut. Dette er det da ikke noe klart svar på i litteraturen. Filosofer har i århundre diskutert dette og ikke kommet frem til noe entydig svar. Et sentralt ontologispørsmål som blir nevnt og som er viktig for denne oppgaven, er om mennesket kan regnes som rasjonelt, at det altså velger sine handlinger ut i fra en vurdering av nytte og kostnad, eller om mennesket er mer styrt av normer, følelser eller omgivelser. Denne oppgaven vil da ta det standpunkt som oftest blir tatt

³ Jacobsen, D I, "Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskaplig metode", Høyskoleforlaget AS, 2003.

⁴ Johannessen, A., Tufte, P A., "Introduksjon til vitenskaplig metode", Abstrakt forlag AS, 2002

i økonomien, at et menneske er rasjonelt og ut i fra dette vil vurdere sine handlinger ut i fra en nytte- og kostnadsvurdering. En annet særs viktig del av ontologien, er diskusjonen hvorvidt sosiale systemer, altså mennesker som samhandler, består av lovmessigheter eller om alt vi studerer er unikt. Positivismen har som utgangspunkt at det finnes generelle lover i sosiale systemer. Dette utgangspunktet blir utfordret fra flere hold. Det er de som mener at vi kan undersøke det unike, men vi kan ikke ta med disse erfaringene til andre områder. Jacobsen (2000) presiserer, at det ontologiske utgangspunktet vil få betydning for hva vi ser etter når vi gjennomfører en undersøkelse, altså generelle lovmessigheter eller forståelse for det unike og spesielle. Mitt utgangspunkt, selv om oppgaven ikke inneholder faktiske empiriske undersøkelser, vil være at det finnes generelle lover. Uten generelle lover, kan jeg ikke forsvare at jeg bruker teori skrevet av amerikanere, med utgangspunkt i forhold i USA, til å prøve forklare hva som skjer og vil skje i Norge når nå skatt på dividende er innført.

1.2. Kan kunnskap om verden tilegnes

Jacobsen (2000) tar videre for seg epistemologi, som betyr læren om kunnskap. Epistemologi tar opp spørsmålet hvorvidt det er mulig å tilegne seg kunnskap om virkeligheten. Også her strides de lærde. Det positivistiske utgangspunktet hevder at det finnes en objektiv verden utenfor oss selv, videre mener denne tilnærmingen at denne verden kan studeres på en objektiv måte. Og til sist mener den, at vi kan opparbeide oss kumulativ kunnskap om den objektive verden. Det siste innebærer at gjennom stadig forskning kan vi kartlegge en objektiv virkelighet ved bruk av objektive teknikker. Resultater fra slike undersøkelser skal så kunne kobles sammen og på denne måten gi oss en stadig bedre oversikt over de lovmessigheter som samfunnet styres av. Dette siste er nærmest nøkkelen til min egentilpasning for å løse den problemstilling jeg har formulert. Jeg vil jo nettopp ta i bruk mange forskjellige presentasjoner av empiriske resultater fra diverse undersøkelser, som både skilles av tid og kontekst, for så å legge disse erfaringene sammen for å kunne si noe om min egen problemstilling. Derfor er jeg nødt til å lene meg på den positivistiske tilnærmingen for å kunne argumentere for måten jeg løser oppgaven min på. Men som den videre redegjørelsen vil vise, så er også det motsatte utgangspunktet til positivismen, også kjent under navnet hermeneutikken eller forståelsesbasert metode, relevant for min oppgave i forhold til det å kunne være kritisk til sine egne funn.

Hermeneutikken mener at vi ser og forstår alt det nye i lys av det vi allerede kjenner, at vi alle bærer med oss forutsetninger som gir mening til det vi opplever og observerer uten at vi fullt ut har oversikt eller kontroll på denne helhetssøkende og meningsdannelsesprosessen.⁵ Dette er argumenter som jeg mener det er viktig at jeg har et bevisst forhold til i min oppgave.

Siden jeg gjør en teoretisk studie, er det all mulig grunn til å tro at jeg påvirker hvilken teori jeg har valgt ut til å kaste lys over problemstillingen. Jeg erkjenner at jeg aldri vil klare å være helt objektiv i min måte å løse problemstillingen min på. Selv måten problemstillingen ble arbeidet frem på har nok ikke vært helt objektiv, om hermeneutikkens ideer skal bli tatt alvorlig. Men det jeg kan, på bakgrunn om min kunnskap fra hermeneutikken, er å ha en bevisst holdning til at mine egne erfaringer og oppfatninger vil kunne påvirke oppgaven i større eller mindre grad.

1.3. Metodetilnærming

Jacobsen (2000) skriver at metoden angir hvilke fremgangsmåter som skal anvendes for å kartlegge virkeligheten. Ut i fra de tidligere diskuterte ulikhetene i oppfatningen av verden, så vil metodevalget også bli preget av hvilke oppfatninger av verden forskeren gjør seg.

Den ene metodetilnærmingen kalles induktiv, og dette betyr å gå fra empiri til teori. Jacobsen (2000) skriver at idealet her er at forskeren går ut i verden med tilnærmet åpent sinn og samler inn all relevant informasjon, for så å systematisere og analysere dataen. Ut i fra denne åpne tilnærmingen dannes teoriene. Poenget med en slik tilnærming er at det ikke skal begrense hvilken informasjon forskeren samler inn. Altså en reaksjon på hermeneutikkens standpunkt, om at ingen forsker er uten forforståelser og uten preg av tidligere erfaringer. Den andre metodetilnærmingen er den deduktive, dette betyr å gå fra teori til empiri. Det argumenteres for at den beste fremgangsmåten er å først skape seg noen forventninger om hvordan virkeligheten ser ut, for så å gå ut og samle inn empiri for å se om forventningene stemmer overens med virkeligheten. Jacobsen (2000) skriver at teori dannes her på bakgrunn av tidligere empiriske funn og tidligere teorier. Dette er da den metoden jeg har valgt å bruke i min oppgave. Selv om jeg ikke har empiriske undersøkelser selv, så bruker jeg tidligere teori og empiriske undersøkelser til å danne meg en forventning om hvordan virkeligheten ser ut. Derneft så forsøker jeg å beskrive hvordan disse forventningene kan bli undersøkt empirisk. Denne metoden sammenfaller også godt med mitt positivistiske utgangspunkt, noe som også

⁵ Nyeng, F., "Vitenskapsteori for økonomer", Abstrakt forlag AS, 2004.

Jacobsen (2000) konkluderer med. Videre skrives det at kritikken mot en slik tilnærming til datainnsamling, er at forskeren vil bare lete og finne det som forskeren mener er relevant og dermed kunne komme til å overse annen viktig informasjon. Dette sammenfaller med det som ble tidligere presentert, angående hermeneutikkens tilnærming til verden.

Et annet metodisk problem er hvorvidt mennesker skal betraktes individualistisk eller holistisk. Jacobsen (2000), skriver at dette problemet er tett knyttet til både den ontologiske og den epistemologiske debatten. Dette først og fremst gjennom hvordan sosiale fenomener skal forstås. På bakgrunn av dette er det ikke overraskende at mine tidligere positivistiske standpunkter gjør at jeg også her blir "tvunget" i en retning. På den ene siden i denne debatten, står de som mener individualisme reduserer vår evne til å forstå sosiale fenomener. Dette er en holistisk tilnærming og den mener at vi heller må fokusere på hvordan mennesker fungerer og opptrer i ulike sammenhenger. Fenomener må altså forstås som et komplekst samspill mellom enkeltindivider og den spesielle sammenheng de inngår i. På den andre siden står den individualistiske tilnærmingen, som mener at individet er den eneste fornuftige analyseenheten, og at alle fenomener kan forstås ved å se på enkeltindividets motiver og atferd. Enkeltmennesket er den viktigste datakilden, enten gjennom det de sier eller det de gjør. Og, meninger og atferd gjøres i stor grad uavhengig av den sosiale sammenhengen menneskene inngår i. Dette er den tilnærmingen som ligger det positivistiske standpunktet nærmest, og uten argumentet om at blant annet atferd i stor grad er uavhengig av den sosiale sammenhengen menneskene inngår i, så kan jeg ikke uten videre sammenligne den atferd investorer utviser på markedet i USA med den atferd investorene viser på markedet i Norge. For disse menneskene vil jo i vertfall i noen grad, være preget av kulturforskjeller. Og om jeg skulle ha tatt hensyn til slike forskjeller, ville jeg ikke kunne løse oppgaven min ved å ta i bruk teori og erfaringer med utgangspunkt i en annen kontekst enn den norske.

Et annet problem som må taes stilling til i valg av metode, er hvorvidt forskeren skal ha nærhet eller distanse til det hun studerer. Jacobsen (2000) skriver at tett knyttet opp til den positivistiske skoleretningen, er idealet om å minimere eller aller helst eliminere, forskrens effekt på det hun studerer. Tanken er at det er en objektiv virkelighet der ute, og denne må i minst mulig grad bli forstyrret av den som studerer denne. I denne sammenheng blir det perfekte metodiske opplegget ansett for å være et opplegg der forskeren ikke på noen måte lar selve forskningsopplegget, påvirke det hun studerer. Her er avstanden mellom forsker og forskningsobjekt det sentrale. Som den positivistiske tilhenger jeg viser meg å være, så har jeg

da valgt en tilnærming, ved å kun ha en teoretisk studie, som gjør at jeg ikke påvirker det jeg studerer. Men svakheten er, som jeg vil komme nærmere innpå senere, at den teori og de empiriske resultater denne presenterer, vil på ulike måter fra før av være påvirket av de forskere som har kommet frem til disse resultatene tidligere. Dette siste har jeg liten kontroll over, det eneste jeg kan gjøre er å erkjenne dette. Det som faller den hermeneutiske utgangspunktet nærmere for hjertet, er den kritikk som blir rettet mot dette forsøk på avstand til det som studeres. Denne kritikken går ut på, at forskning aldri kan bli forskningseffektiv i den forstand at forskeren selv ikke vil påvirke resultatet. Dessuten påstås det at den sterke vektleggingen av avstand mellom forsker og forskningsobjekt har gjort forskningen dårligere, dette fordi avstanden har gjort at forskeren ikke får mulighet til å gå dypere inn i den enkeltes forståelse og fortolkning av et system. Til sist hevdes det, at forskerens personlige verdier alltid vil påvirke en undersøkelse, noe som sammenfaller med hermeneutikkens standpunkt.

Etter å ha plassert på ”metodekartet” hvor jeg ligger angående de ulike retningene innenfor metodelitteraturen, kommer det naturlig etterfølgende av dette; valg av problemstilling, valg av undersøkelsesopplegg og valg av metodisk tilnærming. Nå er det jo allerede avslørt at denne oppgaven ikke vil en egen gjennomført empirisk undersøkelse. Men det er likevel aktuelt å kort presentere også valg av metodisk tilnærming, med tanke på at oppgaven også skal komme frem til måter å utrede empirisk den eventuelle teori som kommer frem av oppgaven.

Jacobsen (2000) skriver at en problemstilling grovt sett kan deles inn i to typer. Den ene og mest vanlige, er ønsket om å beskrive dagens situasjon. Dette gjerne for å forstå de problemer vi til daglig strir med. Den andre hovedtypen problemstilling har til hensikt å måle hvilke virkninger eller effekter et tiltak har. Slike problemstillinger kalles ofte for forklarende eller kausale, fordi forskeren er interessert i sammenhengen mellom noe hun tror er en årsak og en virkning. Denne siste formen for problemstilling er altså det jeg har valgt. Det er jo her snakk om skatt på dividende som årsak, og eventuelt endring i kapitalstruktur, som virkning. Jacobsen (2000) skriver videre at problemstillinger kan skilles langs en annen dimensjon også. Denne dimensjonen går ut på hvorvidt en problemstilling er først og fremst eksplorerende, altså vil utdype noe som det vites lite om, eller om problemstillingen er testende. Det siste går ut på om problemstillingen har til hensikt å se rekkevidden av et fenomen. Det kan vel sies at den problemstillingen som er valgt i denne oppgaven er mer eksplorerende enn testende. Dette på bakgrunn av at det ikke har vært vanlig med skattefri

dividende i andre land enn i Norge. Derfor har det da ikke vært spesielle forventinger til resultat av min valgte problemstilling. Jeg har gått inn i dette prosjektet med et åpent sinn og valgt ut litteratur som forhåpentligvis skal gjøre mitt sinn noe mer klokere angående problemstillingen. På bakgrunn av dette er det altså en problemstilling som er eksplorerende. Men ettersom de eventuelle resultater viser seg etter hvert, vil forslaget til å teste disse resultater empirisk innby til å ta i bruk en problemstilling som da er mer testende.

Jacobsen (2000) skriver, at valg av undersøkelsesopplegg vil ha store konsekvenser for undersøkelsens gyldighet. Forskeren bør vurdere om undersøkelsesopplegget som velges, er egnet til å belyse den problemstillingen som forskeren ønsker å undersøke. Om det ikke er det, eller bare delvis er det, vil det gjøre at undersøkelsen ikke får den gyldighet som er ønskelig. Videre skriver Jacobsen (2000), at undersøkelsesopplegget som blir valgt, vil ha betydning for reliabiliteten. Det er viktig at forskeren har et bevisst forhold til hvorvidt undersøkelsesopplegget kan påvirke resultatene som kommer frem av undersøkelsen. Ved valg av undersøkelsesopplegg skriver Jacobsen (2000), at slike kan deles inn etter hvorvidt de går i bredden, altså ekstensive, eller i dybde, altså intensive, og hvorvidt studien er beskrivende eller forklarende, altså kausale. Intensive design beskrives som en måte å gå i dybden og forsøke på å få frem så mange nyanser og detaljer som mulig i selve fenomenet. Videre skriver Jacobsen (2000) at ved intensivt design er det å gå i dybden et forsøk på å få en så helhetlig forståelse som mulig av forholdet mellom undersøkelsesenheten og den konteksten undersøkelsesenheten inngår i. Det første stemmer godt overens med hva jeg selv ønsker å oppnå med problemstillingen min. Videre ønsker jeg jo også å kartlegge hvilke andre faktorer som kan påvirke en bedriftskapitalstruktur, foruten om skatt på dividenden, og på denne måten er jeg jo også interessert i konteksten som aksjeselskapene opererer under. Ekstensive design undersøker mange enheter. Et slikt design vil gjerne beskrive omfanget og/eller hyppigheten av et fenomen på tvers av ulike kontekster. Videre, vil det å gå i bredden øke mulighetene for å generalisere funnene fra et utvalg til en populasjon. Ekstensive design er ikke aktuelt for meg, da jeg ikke er ute etter omfang eller bredden, men mer den helhetlig forståelse av et fenomen.

Valg av metodisk tilnærming vil jeg ikke komme til å gjøre i oppgaven. Men som nevnt, vil det komme forslag til hvordan resultatet av oppgaven skal kunne bli testet empirisk. Som tidligere beskrevet vil det da dreie seg om en testende problemstilling. Om dette skriver Jacobsen (2000), at en slik problemstilling krever et ekstensivt opplegg eller en metode som

undersøker relativt få nyanser, men rekker over mange enheter. For et slikt opplegg anbefaler Jacobsen (2000) en kvantitativ tilnærming.

Jacobsen (2000), utreder at ved valg av et intensivt design og hvor målet er å skulle forklare et fenomen, så er det typiske designet her en sammenligning av caser eller av noen få enheter. Hvorpå disse enhetene eller casene, er utvalgt på en slik måte at forskeren kan si noe om forskjellene mellom dem. Videre kan det være aktuelt med intensive prosess-studier, som innebærer at forskeren følger en situasjon over tid for å kartlegge hvilke mekanismer som produserer ulike resultater. Selv om jeg som kjent skriver en ren teori oppgave, benytter jeg meg av teori med presentasjon av empiri, som både presenterer ulike situasjoner i form av ulikt regelverk i henhold til dividenden, dette blir igjen også sammenlignet med regelverk i andre land og hvordan aksjeselskaper har tilpasset seg forholdene der, og teorien presenterer også empiri som går over tid. Slik prøver jeg å oppfylle så godt som jeg kan, de krav som er til kausalitet som min problemstilling krever, og samtidig prøve være eksplorerende i forholdet til fenomenet skatt på dividende og eventuelt dets påvirkning på bedrifters kapitalstruktur.

Spesifikt om dokumentundersøkelser, altså en ren teoretisk tilnærming til løsningen av oppgaven slik jeg har gjort, skriver Jacobsen (2000), at forskeren benytter seg av informasjon som er skrevet eller samlet inn av andre. Det er altså snakk om sekundærdata, hvor hovedproblemet er knyttet til i hvilken grad forskeren kan stole på de kildene hun velger. Jacobsen (2000) skriver videre at den største utfordringen knytte til utvalg av kilder, er at det er foretatt kraftig utsiling av kilder allerede før forskeren for denne oppgaven, får mulighet til å gjøre sitt valg. Og som jeg har tidligere nevnt, akkurat denne utsilingen har forskeren, altså jeg, liten kontroll over. Det eneste som kan kontrolleres er det utvalg som gjøres blant de kilder som er tilgjengelige.

Pålitelighet og gyldighet

Jacobsen (2000) deler opp egenskaper ved kilder opp i flere vurderingsfaktorer, i forhold til hvordan han mener forskeren skal vurdere påliteligheten til en kilde. Den ene går ut på hvorvidt det er snakk om en førstehånds- eller andrehåndskilde. Hvor førstehåndskilde går ut på at erfaringer en person selv har hatt, er nedskrevet, og denne er altså den foretrukne kilden. Jeg vil da ikke benytte meg av annet enn andrehåndskilder, da det ikke har vært lett

tilgjengelig eller virker naturlig å benytte meg av enkeltaksjonærers beretninger eller enkelt lederes forklaringer om deres syn på dividende og kapitalstruktur. Deres meninger kunne kanskje ha vært mer aktuelle, om jeg skulle ha gjort en empirisk undersøkelse. Videre skriver Jacobsen (2000), at offentlige kilder har som regel til hensikt å skape et spesielt inntrykk av en situasjon mens private kilder i større grad kan hjelpe forskeren til å forstå hva som faktisk har skjedd i en situasjon. Offentlige kilder betegnes det, som fra utgangspunktet var tenkt å offentliggjøres for et større publikum. Jeg har da valt å benytte meg bare av offentlige kilder. Videre rangeres kilder i forhold til personlige versus institusjonelle. Fordelen med den personlige kilden er at det er lett å se hvem sine synspunkter som kommer frem, mens det for en institusjonell kilde er mer uklart. Jeg har da valgt både å benytte meg av personlige kilder i form av forskeres vurderinger og teorier, og av institusjonelle kilder i form av statlige nettsider og den informasjon som ligger der. Videre mener Jacobsen (2000), at en generell vurdering av kildene er påkrevd. Dette kan gjøres ved å vurdere den kunnskap og kompetanse tid som har forfattet litteraturen. En annen vurdering jeg selv har gjort i selve oppgaven, er å vurdere kildens evne til å redegjøre for hvor den har hentet ulike data og informasjon fra, uklare og diffuse henvisninger kan gjøre kilden mindre troverdig. På samme måte som jeg refererer til kilder i min oppgave, forventer jeg at de kildene jeg bruker referer til kilder eller egne undersøkelser. Jacobsen (2000) legger vekt på at det er viktig at det ikke bare stoles på én kilde, men at flere kilder som kan balansere hverandre er påkrevd for å kunne danne seg et godt bilde av situasjonen. Videre, er det viktig å vurdere hvorvidt kildene er uavhengige av hverandre. To kilder som helt uavhengige beskriver en situasjon på omtrent samme måte, så mener Jacobsen (2000), at den som benytter seg av disse kildene med stor sikkerhet kan konkludere med at de beskriver situasjonen riktig. I min oppgave har jeg benyttet meg av mange forskjellige kilder, hvorpå mange av disse er uavhengige av hverandre. På denne måten mener jeg å ha ivaretatt kvaliteten på mine kilder godt.

Jacobsen (2000) trekker frem tre kritiske faktorer for å vurdere den totale gyldigheten av en undersøkelse, disse er; hvor god påliteligheten er, hvor god den interne gyldigheten er og hvor god den eksterne gyldigheten er. Selv om Jacobsen (2000) har hovedsaklig tenkt på empiriske undersøkelser, vil jeg bruke disse faktorene til også å vurdere min teoretiske oppgaves gyldighet.

I min oppgave trues påliteligheten først og fremst av det problemet at jeg bare benytter meg av sekundære kilder, og at jeg på denne måten ikke har noe kontroll over feil gjort i

forbindelse med tidligere undersøkelser. Det jeg har gjort for likevel å kunne ha en akseptabel pålitelighet, er at jeg har prøvd å velge ut kilder på en god måte, jamført diskusjon av kilder ovenfor.

Spørsmålet om den interne gyldigheten går ut på om jeg måler det jeg i problemstillingen ønsker å måle. Dette er utfordrende, for det handler om at jeg skal kunne se hva som påvirker hva. Kravet til kausalitet er strengt, og på det punktet min oppgave kommer til å slite mest med å forsvare seg, er hvorvidt nedgang i dividende faktisk skyldes skatten eller utenforliggende årsaker. Dette må jeg ha en bevisst holdning til i min oppgave, men det vil være vanskelig å fastslå med sikkerhet om jeg har avdekket en kausalitet i min oppgave, uten videre undersøkelser. Videre avhenger min interne gyldighet av hvorvidt jeg har tolket dataen og teorien riktig. Faren er at jeg har trukket slutninger som jeg ikke har dekning for. Den interne gyldigheten avhenger da av min evne til en god diskusjon og analyse.

Hvor god den eksterne gyldigheten er handler om hvorvidt de funn, eller de resultatene presentert i oppgaven kan gjelde for en større gruppe eller et større tidsrom Om funnene kan generaliseres og hvor sikker denne generaliseringen er. Jeg legger vekt på i min oppgave at funnene nettopp skal kunne brukes for å kunne generalisere ovenfor aksjeselskapers eventuelle tilpasninger i kapitalstruktur i Norge, på bakgrunn av skatt på dividende. Men hvorvidt denne generaliseringen stemmer, hvorvidt mine resultater stemmer, vil bare videre undersøkelser i etterkant av min oppgave kunne vurdere.

2. Kort redegjørelse av skattereformen 2006

Det meste av denne redegjørelsen bygger på Skattedirektoratets melding ”Skattereformen 2004 – 2006”⁶. Supplert med noen relevante kilder.

Vær oppmerksom på at denne redegjørelsen først tar for seg hovedsaklig norske investorer. For reformens betydning for utenlandske aksjonærer, kommer det et eget avsnitt sist i dette kapitlet.

2.1. Skattlegging av personlige aksjonærer

Grunnprinsippet til skattereformen som trådte i kraft 1. januar 2006, er ”Skjermingsmetoden”. Denne innebærer at risikofri avkastning av investert kapital skjermes mot ekstrabeskatning. Denne benyttes i forbindelse med ”Aksjonærmodellen” innført av reformen. Aksjonærmodellen gjelder for aksjer og andeler i aksjeselskaper, allmennaksjeselskaper og andre likestilte selskaper som sparebanker, forsikringsselskaper med flere, referert til som objekt i lovgivningen. Aksjonærmodellen angår i hovedsak for personlige aksjonærer og lignende tilfeller som dødsbo og konkursbo, om det gjelder en fysisk person. Dette blir referert til som subjektet i lovgivningen.

Aksjonærmodellen erstatter den tidligere ”Delingsmodellen”, som tillot skattefritt utbytte til investorer fra aksjeselskap og likestilte selskap på bakgrunn av ”godtgjørelsesmetoden”. Godtgjørelsesmetoden sørget for at inntekt som var skattlagt på selskapets hånd, kunne utdeles skattefritt til aksjonærene. Dette mye på bakgrunn av argumentet om at dobbelbeskatning av kapital er uheldig. De gamle reglene ble praktisert slik at det som ble skattlagt på utbytte, ble ført som fradrag ved utlignet skatt med et beløp tilsvarende det mottatte utbytte multiplisert med aksjonærens skattesats⁷. Dette betydde i praksis at en investor som ikke hadde inntekt, ikke ville kunne dra nytte av den skattefordel utbytte gav.

⁶ http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/SKD-meldinger/SKD_04-06.pdf (29/3 2007)

⁷ http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Tilleggsproposisjon_2002/html/otprp/kap14.htm (23/4 2007)

Men denne skattefordelen kunne velges benyttet inntil ti påfølgende år etter at godtgjørelsen ble opptjent⁸.

Under den nye reformen vil skjermingsmetoden innebære at investorer under aksjonærmodellen, må skatte på utbytte utover risikofri avkastning på den plasserte kapital med 28 prosent. Formålet ved aksjonærmodellen er å redusere forskjellen i beskatning av kapital og arbeid ved å beskatte utbytte, utover et visst nivå, som alminnelig inntekt, skriver Skattedirektoratet. Kapitalinntekt blir skattlagt med samme skatterate, altså 28 prosent lik utbytte. En eventuell gevinst ved salg av aksjen blir skattlagt som kapitalinntekt, justert for ubenyttet skjermingsfradrag. Skattepliktig gevinst blir da beregnet som salgsprisen minus kostprisen minus eventuelle ubenyttede skjermingsfradrag som er knyttet til aksjen. Dersom ikke hele det akkumulerte ubenyttede skjermingsfradraget kan brukes ved salg, blir det slettet. Selgeren får ikke beregnet noe skjermingsfradrag for det året han selger aksjen.⁹

2.2. Skattlegging av selskapsaksjonærer

Investorer som ikke faller inn under aksjonærmodellen er aksjeselskap eller likestilte selskap, som eier aksjer eller andeler i aksjeselskap eller likestilte selskap. Disse aksjonærene faller inn under det som kalles "Fritaksmetoden". Denne trådte i kraft allerede i 2004, som nevnt i innledningen til oppgaven. For disse gjelder det som hovedregel at de skal fritas for beskatning på gevinst og utbytte av aksjer. Og videre skal de heller ikke kunne fradragføre tap på realisasjon av slike aksjer. Dette siste skal sammenfalle med det uttaksprinsipp som er praktisert, som gjør at aksjonærene må skatte på gevinst utover risikofri avkastning, men at disse også kan fradragføre tap likeså. Og videre, at aksjeinntekt som blir tatt ut av selskapssektoren beskattes. Fritaksmetoden gjelder ikke for aksjer i selskap i lavskatteland utenfor EØS. Og heller ikke for porteføljeaksjer, det vil si ved mindre enn 10 prosent eierandel i selskap i land utenfor EØS. For disse aksjene er det fortsatt skattepliktig for utbytte, skatt på aksjegevinster og fradragrett for aksjetap.

⁸<http://www.skatteetaten.no/Templates/Handbok.aspx?id=46746&mainchapter=46890&chapter=46957&epslanguage=NO#46893> (29/4 2007)

⁹ Artikkelen fra Beta Nr. 1, 2006. "Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen 2006". (Økonomisk tidsskrift); Publisert på denne adresse: <http://www.idunn.no/servlets/dispatcher?marketplaceId=2000&languageId=1&siteNodeId=2094391> (18/4 2007) Artikkelen ble ved en senere anledning funnet igjen her: (Kapittel i "Inntekt, skatt og overføringer 2005) http://www.ssb.no/emner/05/01/sa_iso/sa77/sa77.pdf (24/4 2007)

Artikkel fra Beta (Nr. 1, 2006), skriver at det nye skattesystemet legger opp til et felles uttaksprinsipp for alle selskaper, uavhengig av aktivt eller passivt eierskap, men egne regler basert på kildeprinsippet for enkeltpersonsforetak. Dette i motsetning til skattereformen av 1992, som la opp til et felles, kildebasert delingsprinsipp for enkeltmannsforetak og alle typer selskaper med aktive eiere, men der deling av aksjeselskaper lett kunne omgås gjennom tilpasning av eierstrukturen. Dette vil bli utdypet nærmere under "Bakgrunnen for reformen 2006".

2.3. Utenlandske aksjonærer

Før reformen var innebar reglene for aksjeutbyttet fra et norsk aksjeselskap til en utenlandskaksjonær, plikt til å svare kildeskatt til Norge på utbyttet. Skattesatsen var i utgangspunktet 25 prosent, men ble redusert i en rekke skatteavtaler som Norge hadde inngått med andre stater. Etter reformen gjelder det at hvis den utenlandske aksjonæren er et aksjeselskap hjemmehørende i et EØS-land kommer fritaksmetoden til anvendelse. Videre gjelder det for personlige aksjonærer hjemmehørende i et annet EØS-land, at de skattlegges etter aksjonærmodellen på samme måte som norske personlige aksjonærer. For personlige og selskapsaksjonærer utenfor EØS, gjelder reglene om kildeskatt som tidligere¹⁰.

¹⁰ <http://www.statsbudsjettet.dep.no/Statsbudsjett-2006/Artikler/Skattereformen/> (15. april 2007)

3. Bakgrunnen for skattereformen 2006

For bedre å kunne forstå skattereformen fra 2006, synes det påkrevd å vite litt mer om bakgrunnen for denne reformen. Det er viktig å minne om at noe av argumentene bak reformen i 1992 i forbindelse med utbytte, var at skatt på utbytte den gang ble sett på som en innlåsnings effekt¹¹. Det vil si at skatten på utbytte gjorde at for mye kapital ble holdt tilbake i selskapene. Argumenter i mot for mye kapital på bedriftenes hånd, er blant annet ulempene med for mye finansiell slakk. Dette vil bli diskutert nærmere senere i oppgaven. Men det kan være interessant å merke seg, at det politiske landskapet den gang, måtte mene at innlåsnings effekten hadde så alvorlige konsekvenser at de valgte å gjennomføre en reform som i praksis gjorde utbytte eller dividende, skattefritt på aksjonærenes hånd. Med en selvsagt forutsetning om troen på at kapital betalt ut i utbytte, i stor grad fant veien tilbake til næringslivet igjen. Enn annen ting som ble nevnt i odelstings proposisjon nr. 35 (1990 – 1991) like før reformen 1992 trådte i kraft, var departementets argument om at det var viktig at avkastning på investering i aksjeselskap ikke ble skattlagt forskjellig fra avkastning på finanskapital forøvrig. Dette fordi at en slik forskjellsbehandling i favør av finansinvesteringer, kunne gi vridninger fra direkte investeringer til finansinvesteringer. Ut fra definisjonen av direkte investeringer¹² i forhold til finansinvesteringer, er det her snakk om en vridning fra å investere i selskap for å utøve en aktiv eierposisjon, til bare en ren finansiell investering som kan være bankinnskudd, innskudd i fond og lignende. Dette argumentet må hvile på begrunnelsen om at tyngre skattlegging av utbytte i forhold til kursgevinst, vil for eksempel føre til at det investeres mer i forhold til å hente ut kursgevinster, altså selge og kjøpe aksjer gunstig, enn å være ”lojal” i et selskap og utøve aktivt eierskap. Og ved å utøve aktivt eierskap, kunne hente ut sin fortjente gevinst gjennom nettopp utbytte.

Som nevnt i innledningen til oppgaven, var det blant annet ønsket om å korrigere den tidligere delingsmodellens problemer i forhold til vridning av inntekt, som er en av grunnene bak skattereformen 2006. Myndighetene, med Skauge – utvalgets anbefalinger, mente at det har vært en fare under delingsmodellen, at vanlig lønnsinntekt i stedet ble vridd over til kapitalinntekt på grunn av insentivet om lavere skatt. Dette har vært indikert empirisk, noe som artikkelen ”Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen 2006” fra det

¹¹ <http://www.stortinget.no/inno/1994/199495-072-004.html> (30/4 2007)

¹² http://www.investorwords.com/1445/direct_investment.html (30/4 2007)

økonomiske tidsskriftet Beta nr. 1 2006, viser til. Denne artikkelen er noe av grunnlaget for redegjørelsen av skattereformen her, supplert med blant annet informasjon fra Regjeringens og Finansdepartementets nettsider¹³.

Videre har det vært argumentert for at en reformering av skattesystemet, kunne argumenteres for med EØS sitt krav til likebehandling av utbytte enten den er opptjent i Norge eller utlandet. Men, uansett så var ønsket om å tette igjen "hullene" i den tidligere skattesystemet fra 1992, den virkelige store årsak til den nye reformen. På Finansdepartementet sine nettsider, blir det trukket frem et eksempel om at en som tjener 2,4 millioner under delingsmodellen, kan ved å omgå modellen, mer enn halvere sin samlede skatt. Dette kan gjøres ved at personen oppretter et aksjeselskap og tar inn en passiv eier. Grunnen til at de må ta inn en passiv eier, er at skatteloven etter 1992, krever minst 1/3 passive eiere for at selskapet skulle falle inn under reglene for aksjeselskaper. Dette gjør at den effektive skatten på utbytte blir 28 prosent og regnet som betalt av bedriften ved betalt skatt på overskuddet i bedriften.

Det har vært sterk vekst i både aksjeutbytter og skatteinnbetalinger fra aksjeselskapssektoren siden 1992 viser artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), noe som tyder på at utbyttepolitikken ikke har vært et problem i forhold til det å opprettholde det offentliges skatteinntekter. Det argumenteres for i artikkelen, at bakgrunnen for at det på ny ble behov for en skattereform, var at det har blitt vanskeligere å argumentere for folk flest, som lønnstakere og pensjonister, at noen med særlig høye inntekter kan få sin inntekt beskattet med en betydelig lavere sats enn andre. Dette på grunn av muligheten for å omgå skattesystemet via for eksempel å opprette egne aksjeselskaper. Med dette kan det antydes at det ikke nødvendigvis var en økonomisk klok beslutning som gjorde at politikerne ønsket at utbytte igjen skulle skattlegges, men mer enn politisk "varm" valgkamp sak. Politikerne har som kjent et insentiv til å foreta seg beslutninger som kan gi dem flere stemmer, og slik sikre dem gjenvalg. Det er altså ikke nødvendigvis samfunnsøkonomisk ugunstig at noe lønnsinntekt blir vridd over til kapitalinntekt, så lenge denne kapitalen igjen blir investert inn i næringslivet.

¹³ www.regjeringen.no , www.statsbudsjettet.dep.no (se referanser for nærmere adresse)

3.1. Økt aksjeutbytte etter skattereformen 1992

Den sterke veksten i aksjeutbytte til husholdningene utover 1990-tallet, som det så vidt ble pekt på tidligere, skyldes mer enn bare vridning av lønnsinntekter til kapitalinntekter. Det er pekt på i artikkelen fra Beta (Nr.1, 2006), at bedre konjunkturer må ta noe av skylden. Avkastningen har vært svært god i aksjemarkedet, da hovedindeksen på Oslo Børs har tredoblet seg fra 1992 til 2000. Det har vært en del svingninger i markedet, men trenden har vært god vekst i norsk økonomi og dertil mer overskudd å kunne dele ut. Videre inneholdt skattereformen fra 1992, stor ettergivelse av utsatt skatt grunnet endrede regler for utregningen av utsatt skatt. Dette gjorde at reserver i bedriften satt av til utsatt skatt, ble frigitt og omgjort til egenkapital. Noe som igjen førte til at bedrifter, som var lønnsomme nok og likvide nok i forhold til regnskapsreglene, kunne tillate seg å utbetale større utbytte, sannsynligvis spredt utover flere år med tanke på teorien om stabilitet i utbytteutbetalinger. Denne teorien vil bli beskrevet nærmere senere under kapitlet om "Litner's modell". Incentivet til skattemotiverte avsetninger, som avsetninger til konsolideringsfond og distriktsutbyggingsfond, forsvant i det disse midlene heller kunne bli utdelt som skattefritt utbytte på aksjonærenes hånd. Noe som også har bidratt til økningen av aksjeutbytte fra 1992.

Enn annen virkning av skattereformen fra 1992, som artikkelen fra Beta (Nr.1, 2006) skriver om, var at den medførte en kraftig reduksjon i marginalsakten på renteinntekt blant personer med de høyeste inntektene og dette kombinert med at sparing i husholdningssektoren ble gunstigere, gjorde at å finansiere investeringer gjennom tilbakeholdt overskudd, ble relativt dyrere i forhold til lånefinansiering. Sparingen i husholdningssektoren ble gunstigere, fordi at det etter 1992 ble mindre lønnsomt å spare ved å ha kapitalen i selskapene og la den forrente seg der i forhold til det å overføre denne til eierne, da skattesatsen relativt sett falt mer for personer enn bedrifter¹⁴. Se tabell 1 i vedlegg.

Dermed kunne bedrifter som tydde til mer lånefinansiering, ha mer tilbakeholdt overskudd å kunne dele ut som utbytte. Dette antyder en hvis sammenheng mellom utbyttepolitikk og kapitalstruktur. Men ved første øyekast ser det her ut til å dreie seg om at utbytte er en følge av kapitalstrukturen og ikke motsatt. Utbyttepolitikken som bygger på å finansiere utbyttet

¹⁴ (Økonomisk tidsskrift); Beta, 2006, Nr. 1

<http://www.idunn.no/servlets/dispatcher?marketplaceId=2000&languageId=1&siteNodeId=2094391> (18/4 2007) (Kapittel i "Inntekt, skatt og overføringer 2005) http://www.ssb.no/emner/05/01/sa_iso/sa77/sa77.pdf (24/4 2007)

med gjeld, vil det bli redegjort nærmere for senere i oppgaven under "Dividende teori". Den like skattesatsen for personer og bedrifter, gav et insentiv til aksjonærene for å utøve et press for å få utbetalt mer utbytte. Dette kan sees i sammenheng med teorien som påstår at bedriftens mål burde være å minimere skatten på den inntekt bedriften genererer, inkludert personskatt og bedriftsskatt. Og videre må den også kunne sees i sammenheng med teorien om ulemper ved finansielt slakk. Mer diskusjon om dette kommer senere i oppgaven.

3.2. Indikasjoner på hva som har bidratt mest til økt aksjeutbytte etter 1992

Det er vanskelig å si hva som har bidratt mest til økt aksjeutbytte etter 1992, av inntekstvridning til kapitalinntekt, utbytte på bakgrunn av insentiv om mer gjeldsfinansiering eller økt kapitalavkastning på grunn av høy konjunktur. Som det vil vises til litt senere under kapitlet "Litner`s modell", er det påpekt at utbytte eller dividende, bør holdes stabilt for ikke å gi negative signaler ut til investorene. Ved økte dividendeutbetalinger bør bedriften vite at de kan finansiere disse langsiktig. Det argumenteres for at en slik langsiktig finansiering kun kan la seg gjøre ved fortsatt høy kapitalavkastning eller ved tilføring av ny egenkapital. Med dette notert kan det trekkes frem på bakgrunn av artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), at den økte utbytteutbetalingen fra de store børsnoterte selskapene har vært noe mer moderat enn det som er observert overført til husholdningene. Noe som antyder at økningen i aksjeutbytte til husholdningen i stor grad stammer fra selskaper som ikke er børsnoterte. Dette kan være et argument for at inntekstsvridningen til kapitalinntekt holder stikk, ved at personer har dannet små selskaper for å kunne motta inntekt på, for så å betale ut utbytte til seg selv. Og på denne måten i realiteten bare bli skattlagt med 28 prosent på inntekt.

3.3. Beregninger av nivået og omfanget av utbetalt utbytte

Artikkelen i Beta redegjør for en måte å kunne finne ut om lønnsinntekt er vridd over til kapitalinntekt. Dette gjøres ved å foreta en beregning av en normalavkastning som kan settes lik det skattefrie skjermingsgrunnlaget under den nye aksjonærmodellen. Måten dette er gjort på er at normalavkastningen er framkommet ved at formuesverdien av husholdningenes aksjeportefølje, er korrigert for skattemessige verdsettingsrabatter og så multiplisert med en antatt nominell avkastningsrate. Denne nominelle avkastningsraten er satt med bakgrunn i en realavkastningsrate beregnet ut fra utviklingen av hovedindeksen på Oslo børs fra 1986 til

2004, inkludert utbytte. Realavkastningsraten over hele perioden ble på omlag 7 prosent, og dette justert med årlig inflasjon, gav den nominelle avkastningsraten.

Artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), hevder at ved å trekke kapitalens normalavkastning fra de observerte aksjeutbyttene, vil en positiv differanse indikere at utbyttene også omfatter annen eierinntekt enn kapitalavkastning, som arbeidsinntekt eller profitt utover normalavkastningen, mens en negativ differanse indikerer at aksjeutbyttene ikke fanger opp hele kapitalavkastningen. Forskjellen mellom det observerte aksjeutbyttet og den beregnede normalavkastning er definert som "merutbytte". Artikkelen viser til funn om at "merutbyttet" var negativt før skattereformen i 1992, mens den var klart positiv etter reformen i 1992. Dette skal indikere at før skattereformen ble bare deler av husholdningene fanget opp av inntektsstatistikken, på grunn av at bedriftsoverskuddene mye ble holdt igjen bedriften. Altså, det er her snakk om urealiserte gevinster. Dette er meget interessant og stemmer overens med departementets bekymring om "innlåsnings effekter", et av argumentene for nettopp skattefritt utbytte.

Artikkelen i Beta (Nr.1, 2006) hevder videre, og som tidligere nevnt, at et så høyt aksjeutbytte som observert etter 1992, ikke vil kunne opprettholdes i det lange løp. Og at det dermed er naturlig å anta at merutbyttet i stor grad egentlig skyldes aktive eieres arbeidsinnsats. Videre henviser artikkelen til funn som går ut på, at mens inntektene fra selvstendig næringsvirksomhet som andel av total inntekt, blant de øverste 10 prosent som tjener best har falt, er summen av næringsinntekt og merutbytte mer stabilt. Dette skal igjen kunne indikere at næringsinntekt er blitt omdefinert til kapitalinntekt gjennom selskapsform, i løpet av perioden etter 1992.

Merutbytte er dog vanskelig å trekke sikre konklusjoner om, grunnet at inntektsstatistikken i artikkelen i stor grad er basert på registerdata fra skatteetaten og inneholder ikke tilstrekkelig detaljerte opplysninger om den enkeltes inntekts- og formuesforhold, til at en kan fastslå sikkert aksjeutbyttenes opprinnelse og art. Men artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), viser imidlertid til at det har vært utviklet indikatorer for å kunne se om en person eller husholdning har tilknytning til et nært eid aksjeselskap og sammenligne betydningen av merutbytte, slik det er definert foran, i husholdninger med "aktive eiere" med andre husholdninger som mottar aksjeutbytte. Det trekkes frem at en slik indikator på aktivt eierskap kan være forekomst av beregnet personinntekt fra aksjeselskap på selvangivelsen. Dog, det skrives at dette er ingen

perfekt indikator da det var en del aktive eiere som greide å omgå delingsmodellen og unngå å få beregnet personinntekt av arbeid i egen bedrift. Uansett så tillater den å dele husholdningene i artikkelens utvalg, i to kategorier. Den ene der det sikkert drives eget aksjeselskap med minst en aktiv eier og den andre hvor det enten ikke drives eget aksjeselskap eller der dette eventuelt ikke kommer frem i inntektsstatistikken. Funnene i artikkelen støtter klart at fenomenet merutbytte er viktigst i husholdninger med aktive eiere, både målt i kroner og som andel av totalt mottatt aksjeutbytte. Altså, at utbyttene omfatter annen eierinntekt enn bare kapitalavkastning. Dette kunne som nevnt både være avkastning utover det normale eller arbeidsinntekt. Artikkelen konkluderer med at dette funnet satt sammen med forskjeller mellom selskaper målt etter størrelse eller status for børsnotering, gir støtte til hypotesen om at en stor del av økningen i husholdningenes aksjeutbytte stammer fra næringsvirksomhet i nært eide aksjeselskaper.

4. Kapitalstrukturteori

Når en bedrift velger å ha en kapitalstruktur som innebærer å knytte til seg både gjeld og egenkapital, splitter bedriften opp deres tilgjengelige kontantstrøm i to separate strømmer. Den ene er en relativt trygg strøm til lånegiverne og den andre er enn mer risikabel strøm til aksjonærene. Bedriftens valg av kapitalstruktur er et grunnleggende markedsproblem. Det finnes et utall ulike kombinasjoner av gjeld og egenkapital, men bedriften forsøker ofte å finne den kombinasjonen som maksimerer dets markedsverdi, skriver Brealey & Myers.

Bøhren og Michalsen viser at ved høyere gjeldsgrad øker både forventet overskudd og risikoen per krone investert egenkapital. Denne økte usikkerheten for eierne, skyldes større finansieringsrisiko. Mens investeringsrisiko er den samme uansett finansieringsform. Investeringsrisiko reflekterer usikkerhet i kontantstrømmen fra driften. I et gjeldsfritt selskap bærer eierne dermed ingen finansieringsrisiko, men bare investeringsrisiko.

Videre redegjør Bøhren og Michalsen for virkninger av gjeld. Renter og avdrag på gjeld, er faste utbetalinger som bedriften må betale uansett hva driftsresultatet viser seg å bli. Økt gjeldsgrad fører derfor til større faste finansielle forpliktelser, som legger beslag på en større del av overskuddet før renter og skatt. Videre skriver de at gjeld har den egenskap at dersom det er positiv sannsynlighet for konkurs, vil en del av investeringsrisikoen bli veltet over fra eierne til kreditorene. Gjelden er derfor ikke lenger risikofri, og effektiv lånerente vil måtte stige over risikofri rente, for å kompensere for den investeringsrisikoen som kreditorene må bære. I tillegg bærer gjeld med seg en konkurserisiko. Ved stigende gjeldsgrad blir aksjeavkastningen mer risikabel. Noe som sammenfaller med Brealey & Myers redegjørelse av de samme tema litt senere.

Bøhren og Michalsen skriver at for selskaper medfører en økt gjeldsgrad, både en direkte og en indirekte finansieringskostnad. Den direkte finansieringskostnaden er betalbar og skriver seg fra renter på ny gjeld. Den indirekte kostnaden er ikke betalbar, men består av økt avkastningskrav fra eierne på grunn av den økte finansielle risikoen de må bære. Altså en stigende egenkapitalkostnad på grunn av større finansieringsrisiko.

Bøhren og Michalsen argumenterer for at for å forstå skatteeffektene, må man først bli fortrolig med finansieringens virkninger på selskapets verdi i en verden uten skatt på

næringsvirksomhet. I perfekte kapitalmarkeder, som innebærer blant annet at selskap og aksjonærer oppnår likeverdige lånebetingelser for samme risiko, kan det ikke skapes verdi for eierne gjennom bedriftens finansieringsprosjekter. Altså endring i kapitalstruktur, vil i perfekte kapitalmarkeder ikke ha noe å si for en bedrifts verdi. Dette bygger på vurderingen om at økt forventet kontantstrøm fullt ut nøytraliseres av større finansieringsrisiko. Denne gjennomgangen av Michalsen & Bøhren sammenfaller med Brealey & Myers redegjørelse av Modigliani & Miller.

4.1. Modigliani & Miller og kapitalstruktur

Modigliani & Miller sine vurderinger hviler på forutsetninger om perfekte kapitalmarkeder, som innebærer at alle investorer har full informasjon om markedsmulighetene, alle kan låne til samme rente for samme risiko, det er ingen transaksjonskostnader (meglerhonorarer og lignende), alle selskapers egenkapital og gjeld er fritt omsettelig via aksjer og obligasjoner. Videre har det vært en forutsetning om at sammenligningen av to selskaper innebærer at de har samme inntjening. Altså en betingelse om like investeringsprosjekter. En lemping på dette kravet skriver Bøhren og Michalsen, kan være å heller forlange at selskapene skal være i samme risikoklasse. Det innebærer at selskaper kan ha samme investeringsrisiko, når selskapenes kontantstrømmer er perfekt korrelerte. Noe som er relevant når kapitalverdimodellen blir diskutert litt senere.

Brealey & Myers skriver at Modigliani og Miller (1958), beviste at finansielle beslutninger knyttet til kapitalstruktur, var betydningsløst i et perfekt marked. De fastsatte at en bedrift ikke kan forandre dets verdi, bare ved å splitte bedriftens kontantstrøm i forskjellige strømmer. De mente at en bedrifts verdi er bestemt av dets realaktiva, og ikke av de ulike verdipapirene bedriften utsteder. Dermed er en bedrifts kapitalstruktur, irrelevant så lenge bedriftens investeringsbeslutninger er gitt. Modigliani & Miller antar altså at en bedrifts investerings- og finansieringsbeslutninger er uavhengige av hverandre. I praksis er det nok slik at kapitalstruktur betyr noe, skriver Brealey & Miller skriver.

Bøhren og Michalsen skriver, at om selskapet derimot kan låne billigere enn privatpersoner, dette på grunn av for eksempel bankens stordriftsfordeler ved å innvilge og oppfølge ett stort lån i stedet for mange små, kan aksjonærene være bedre tjent med selskapsopplåning enn privatopplåning. I så fall er det en positiv sammenheng mellom gjeldsgrad og verdi. Denne

verdiskapningen fra bedriftens finansieringsmåte vil da bli reflektert i høyere aksjekurs, og det vil finnes en optimal gjeldsgrad som maksimerer selskapsverdien. Dette redegjør Bøhren og Michalsen om, under forutsetning av at det utelukkes alle koblinger mellom finansierings- og investeringsprosjekter. Det vil si at finansieringsmåten ikke påvirker eiendelenes verdi direkte. Og i tillegg sees det bort fra selskapsskatt. De konkluderer denne diskusjonen imidlertid med teorien fra Modigliani & Miller, det at gjeldsgraden ikke har noe å si for verdien av bedriften. De redegjør for det med teoretiske bevis for hvorfor selskaper ikke får kompensasjon for gjeldsgrad av aksjonærene. Selskaper får ikke kompensasjon på grunn av at aksjonærene selv kan oppnå samme skattefordel ved å finansiere via gjeld.

Den videre redegjørelsen om kapitalstruktur av Brealey & Myers, bygger på at de isolerer beslutningen om kapitalstruktur, ved å holde beslutningen om investeringer for gitt. Videre tar de også en forutsetning om at dividendepolitikk er irrelevant.

Generelt hevder Brealey & Myers, at endring opp eller ned i verdien av et selskap forårsaket av endring i kapitalstruktur, påløper aksjonærene. Konklusjonen går ut på at en målsetning om å maksimere markedsverdien av bedriften, er også det beste for bedriftens aksjonærer. Denne konklusjonen hviler spesielt på antagelsen om at dividendepolitikk her er irrelevant, men som det er kommet frem av tidligere diskusjon, ikke er en helt reel antagelse.

I et perfekt marked trenger ikke ledelsen tenke på å finne den optimale kombinasjonen av egenkapital og gjeld da Modigliani & Miller som nevnt, mener at kapitalstrukturen ikke har noe å si for en bedrifts verdi. Brealey & Myers redegjør for Modigliani & Miller sine kjente påstander slik: Påstand I; gjeldsgraden til et selskap har ingen effekt på aksjonærenes økonomiske velstand i selskapet. Påstand II; sier at avkastningen aksjonærene forventer å motta i et selskap som har gjeld, øker med økt gjeldsgrad. Hvor mye denne økningen er på, avhenger av størrelsen på forventet avkastning på porteføljen av alle bedriftens verdipapirer i forhold til forventet avkastning på gjelden. Denne økningen i gjeldsgrad og forventet avkastning, er likegyldig for aksjonærene, fordi risikoen øker slik at den akkurat er i balanse med økt forventet avkastning. Slik blir gjeldsgraden betydningsløs for aksjonærene i følge Modigliani & Miller. En slik overbevisning kan utdypes videre ved at man mener det er verdien på venstresiden av balansen, altså eiendelene, som setter verdien på bedriften og ikke høyresiden, altså summen av egenkapitalen og gjelden. Forholdet mellom egenkapital og gjeld vil ikke påvirke verdien på en bedrift, så lenge dette ikke påvirker en investors valg.

Denne antagelsen som må til for at Påstand I skal holde, kan innfris om det settes som forutsetning, at både bedrifter og individuelle personer kan utstede lån og ta opp lån til den samme risikofrie renten, skriver Brealey & Myers. Noe som sammenfaller med redegjørelsen fra Bøhren og Michalsen.

Modigliani og Millers påstander støttes av kapitalverdimodellen

I de tilfeller hvor gjelden øker og egenkapitalen reduseres, ser det ut til å oppstå en kapitalkostnadsfordel, fordi lånerenten er lavere enn egenkapitalkostnaden. Denne gevinsten blir imidlertid oppveid av høyere egenkapitalkostnad, fordi mer gjeld øker finansieringsrisikoen og dermed eiernes avkastningskrav. Videre skriver Bøhren og Michalsen at Modigliani & Miller publiserte sine to hovedresultater, de tidligere nevnte påstandene, på en tid før kapitalverdimodellen var utviklet. Dette kan altså forklare hvorfor Modigliani & Miller bygde sin teori rundt risikoklassebegrepet. Dette begrepet innebærer at det bare tillates rene størrelsesforskjeller mellom de selskapene som skal sammenlignes. Dette sikres ved at det er faste prosentmessige forhold som må eksistere mellom to selskapers inntjening i alle tilstander. Under kapitalverdimodellen må dette bety at alle selskaper i samme risikoklasse, må være identiske hva gjelder både total og systematisk investeringsrisiko. Og som kjent er dette forskjellig fra kapitalverdimodellen, der bare systematisk risiko spiller noen rolle. Likevel skriver Bøhren & Michalsen, støtter kapitalverdimodellen både påstand I og II av Modigliani & Miller. De sist nevntes konklusjoner holder altså også under kapitalverdimodellens forutsetninger. Noe som gjør at teorien om at verdien av et selskap ikke kan påvirkes av kapitalstrukturen i et perfekt marked, står om mulig enda sterkere.

En annen støtte erklæring til Modigliani & Miller, som ikke heller deler deres forutsetninger, skriver Brealey & Myers om. De sier, at i praksis er ikke gjeld risikofri og bedrifter kan ikke unnsnippe med en rente som er lik renten på statsobligasjoner. Dette gjør dermed ikke Modigliani & Miller sine påstander uaktuelle. Kapitalstruktur kan være uten betydning selv med risikofylt gjeld. Begrenset ansvar for aksjonærene, er et kjent begrep blant annet både i amerikansk og norsk teori. Det innebærer at aksjonærene har bare ansvar inntil den verdien

som blir representert via deres aksjer.¹⁵ Dermed har ikke aksjonærene et ansvar for å dekke utbetalinger til kreditorer som overstiger aksjonærenes samlede verdier. Slik kan aksjonærer i en bedrift med høy gjeldsgrad, kunne høste inn profitt av en bedrift uten at kreditorene til bedriften får annet enn avdrag og renter, på tross av at kreditorene er med på å bære risikoen. Mange investorer kunne på grunn av fordelene med begrenset ansvar, tenkt seg til å investere i bedrifter med gjeldsgrad. Hvis det fantes en begrensning i tilgangen til slike verdipapirer på markedet, kunne bedriften kreve et ekstra lite tillegg i pris av investorer som ønsker aksjer med gjeldsgrad. Men som Brealey & Myers skriver, det er stor tilgang til slike bedrifter på markedet og dermed finnes det ikke noe ekstra pris for aksjer med gjeld i forhold til de uten.

4.2. Kritikk av Modigliani & Miller – teorien utvikler seg videre

Det veide gjennomsnitt av kapitalkostnader, er ofte brukt som betegnelse for den forventede avkastning på markedsverdien av porteføljen på alle selskapets verdipapirer. Dette forholdstallet er brukt i budsjettbeslutninger for å finne den nettonåverdien av et prosjekt som ikke vil endre foretningsrisikoen i et selskap. Det vil si hva en bedrift forventer å få i kompensasjon i form av avkastning i forhold til risiko. Det betyr at om avkastningen er for lav i forhold til risikoen selskapet må bære, så blir ikke et slikt prosjekt gjennomført.

Målet ved finansielle beslutninger er noen ganger ikke betegnet ”å maksimere et selskaps totale markedsverdi”, men ”å minimere det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadene”. Om Modigliani & Miller sin Påstand I holder, så er disse identiske målsetninger. Om Modigliani & Miller sin Påstand I ikke holder, så vil den kapitalstrukturen som maksimerer en bedrifts verdi, også minimere det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadene; gitt at driftsoverskuddet er uavhengig av kapitalstrukturen. Altså om det er slik at en bedrifts markedsverdi kan påvirkes av kapitalstrukturen, må driftsoverskuddet vertfall være uavhengig av kapitalstrukturen for at det å ”maksimere et selskaps totale markedsverdi” er lik å ”minimere det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadene”. Dette er en antagelse som i mange tilfeller ikke holder. Noe som er interessant siden dividende henger tett sammen med driftsoverskuddet. Selv om den nevnte antagelsen ikke holder i praksis, føler Brealey & Myers at de likevel må nevne denne teorien i sin gjennomgang på tross av at den ikke holder, fordi det er en gruppe som fremdeles aksepterer hensikten med teorien og argumenterer for dette.

¹⁵ Aksjeloven, kapittel 1, § 1-1. Allmennaksjeloven, kapittel 1, § 1-1.

Denne tradisjonelle gruppen som den blir betegnet, mener at en moderat økning i gjeldsgraden kan øke forventet avkastning på egenkapitalen, men ikke i den grad som Modigliani & Miller antyder, med at hele den økte risikoen blir dekt inn med økt forventet avkastning. Mens uansvarlige firmaer som låner altfor mye, finner at forventet avkastning på egenkapitalen øker med mer enn den reelle økningen i risiko. En konsekvens av dette er at det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadene går ned først med økende gjeldsgrad, men på et tidspunkt snur dette og de gjennomsnittlige kapitalkostnadene begynner å øke. I det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadens minimumspunkt, finnes den optimale kapitalstrukturen. Noe som sammenfaller med det tidligere nevnte poenget om det å minimere det veide gjennomsnitt av kapitalkostnadene, er det samme som å maksimere et selskaps totale verdi, gitt at driftsoverskuddet er uberørt av gjeldsgraden.

Imperfekte, men velfungerende kapitalmarkeder

Modigliani & Miller sine påstander er avhengig av perfekt fungerende kapitalmarkeder. Brealey og Myers tror at kapitalmarkedene er generelt velfungerende, men aldri 100 prosent i 100 prosent av tiden. Derfor må Modigliani & Miller ta feil noen ganger i noen situasjoner. Ledelsens problem er å finne ut når skjer. Dette er ikke en lett oppgave, da markedsdefekter ikke bare må oppdages, men også hvordan disse kan løses eller imøtekommes må kartlegges.

Modigliani & Miller sin påstand I, blir brutt i de tilfeller et selskap ved kreativt design av sin kapitalstruktur, kan tilby noe finansiell service som kan imøtekomme spesielle behov hos en gruppe. Dette må identifiseres som en markedsdefekt. Slike markedsdefekter vil ofte kunnet bli rettet opp igjen en viss tid etter at de er blitt oppdaget av markedet. Det er som kjent fra samfunnsøkonomien, alltid bedrifter i et velfungerende marked, som vil bli tiltrukket av ekstra profitt. Disse vil fortsette å strømme til den spesielle nisjen, inntil de har konkurrert så mye seg i mellom, at det ikke lengre er noen ekstraordinær profitt å tjene i den nisjen i forhold til andre deler av markedet. Da vil igjen Modigliani & Miller sin Påstand I, holde mål.

Brealey og Myers trekker frem at de største defekter i markedet ofte er kreert av myndighetene i et land.

4.3. Utvider Modigliani og Miller med markedsdefekter

Som nevnt var diskusjonen over preget av at skatt ble ignorert og at konkurs ikke ble forbundet med høye kostnader. Slik er det altså ikke i det virkelige liv. Det er også forbundet kostnader ved finansielle kriser uansett om konkurs til slutt blir unngått. Andre relevante faktorer det bør taes hensyn til, er blant annet interessekonflikter mellom de ulike verdipapirholderne.

Teorien som Brealey & Myers redegjør for videre, vil ikke forkaste Modigliani & Miller sin teori, men heller kombinere denne med påvirkningen av skatteeffekter, konkurskostnader og finansielle kriser og andre påvirkninger. Det skal altså ikke handle om perfektfungerende markeder, men om velfungerende kapitalmarkeder og hvordan disse reagerer på skatter og andre markedsdefekter.

Skattefordel av gjeld

Gjeldsfinansiering har en viktig fordel i selskapsskattleggingen i USA. Renten som selskapet betaler, er en skattereduserende utgift skriver Brealey & Myers. Denne fordelten finner vi også i Norge¹⁶. Dividende og tilbakeholdt overskudd har ikke den samme skattefordelen som gjeld. Dermed så vil avkastningen til obligasjonsholdere, altså kreditorer, unngå en del skatt på bedriftsnivå. Skattenivået ligger vanligvis på 35 prosent i USA for bedrifter, og det er 35 prosent av renteutgiftene som blir fratrukket på skatten for bedriftene. Fra denne prosenten finnes det visse unntak, blant annet små bedrifter med usikker fremtidig inntekt kan oppleve å bli skattlagt lettere i USA. I Norge er det tilsvarende tallet på 28 prosent på bedriftsbeskatning, og et fratrekk på skatten på 28 prosent av renteutgiftene som bedriften har betalt.

Modigliani & Miller sin teori, hevder at kapitalstruktur ikke har noe å si, fordi størrelsen på en kake ikke blir mindre uansett måte du velger å dele den i to på. Men det trekkes frem av Brealey & Myers, at i virkeligheten er det snakk om å dele kaken i tre. Den tredje biten er hva staten stikker av med i form av skatt. Dermed blir kapitalstruktur av den betydning at den i

¹⁶ Skatteloven, § 6-40, Norges Lover

form av gjeldsgrad, kan påvirke den størrelsen på kaken staten stikker av med, på grunn av skattelettelsen som følger med rentebelastningen på gjeld.

Brealey & Myers utvikler Modigliani & Miller sin påstand I videre, ved å korrigere den til også reflekterer bedriftsbeskatning. Den framkommer slik:

Verdi av bedrift = verdi om helhetlig egenkapitalfinansiert + nåverdi av skattefordelen av gjeld

Denne oppskriften påstår slik den fremstår, at aksjonærenes økonomiske velferd vil fortsette å gå opp sammen med at gjelden øker. Den foreslåtte modifiserte teorien påstår altså om den taes bokstavelig, at alle bedrifter burde være 100 prosent gjeldsfinansiert. En slik streng tolkning ønsker ikke Brealey & Myers. De lanserer flere grunner for at deres kalkulering av skattefordelen er overvurdert. For det første er det galt å tenke at gjeld er fast og varig, et selskaps evne til å bære gjeld forandres over tid i takt med profitt og verdi. Her er det altså snakk om konkurskostnader og kostnader ved finansielt stress, som vil bli diskutert nærmere litt senere i oppgaven. Videre hevder Brealey & Myers at det er selskaper som opplever marginale skattesatser lavere enn 35 prosent. Tilsvarende lavere enn 28 prosent i Norge. Dette på grunn av avskrivninger og lignende som "skjermer" deler av inntekt for skatt. Og til sist peker de på at du ikke kan bruke en skattefordel, om selskapet ikke har noe i fremtiden som skal skattlegges. Det er altså ingen garanti for at et firma oppnår profitt.

Noen selskaper velger bort gjeld på tross av skattefordelen

Det som forklart ovenfor, forklarer ikke hvorfor det finnes firmaer som ikke bare eksisterer uten gjeld, men vokser lønnsomt uten gjeld. Brealey & Myers skriver at de har argumentert seg inn i et hjørne som det bare er to veier ut i fra. Det ene alternativet for å forklare at noen selskaper ikke påtar seg gjeld, er at ved en nærmere undersøkelse av USA sitt skattesystem, kan det kanskje avsløres en skatteulempe ved bedriftslåneopptak som oppveier nåverdien av bedriftsskattefordelen ved gjeld. Det andre alternativet går ut på at kanskje bedrifter som låner, drar på seg andre kostnader i tillegg, som konkurskostnader for eksempel, og at dette igjen veier opp fratrukket for rentekostnader på skatten.

Brealey & Myers, er amerikanske og har som kjent sitt ståsted innenfor regelverket i USA. Men det de peker på her i forbindelse med selve skattesystemet og kostnader ved gjeld, vil bli utdypet nærmere nedenfor og vinklet ut fra et norsk perspektiv.

Inkluderer beskatning av bedriftens verdipapirholdere

I Bøhrens og Michalsens redegjørelse av gjeldsgrad under andre forhold enn perfekte kapitalmarkeder, taes det forutsetninger om at selskapet får fradragrett i resultatregnskapet for gjeldsrenter, men ikke for tilbakeholdt overskudd eller dividende. Det forutsettes også først, at de på mottakersiden ikke blir belastet med skatt. Det vil si at verken aksjonærer eller kreditorer blir skattlagt for dividende, kursgevinst eller renteinntekt. Slik ettledsbeskatning gir en helt klar fordel for gjeldsfinansiering. Jo mer gjeld, jo mindre skatt å betale. Dermed bør en bedrift i en slik verden låne mest mulig. Noe som sammenfaller med den første gjennomgangen til Brealey og Myers etter at de utviklet Modigliani & Miller sin Påstand I, videre.

Når personlige skatter blir tatt med, vil en bedrifts mål ikke lengre være å minimere bedriftens skatt, bedriften burde i stedet prøve å minimere alle skatter betalt på bedriftens inntekt. ”Alle skatter” inkluderer altså skatt betalt av obligasjonsholdere og aksjonærer. Avhengig av en bedrifts kapitalstruktur, vil en krone av driftsoverskuddet tilkomme investor enten som gjeldsrente eller egenkapitalinntekt. Egenkapitalinntekt kan enten være i form av dividende eller kursgevinst. En bedrifts mål bør altså være å velge en kapitalstruktur som vil maksimere bedriftens inntekt etter skatt, presiserer Brealey & Myers.

Et spesialtilfelle er når all egenkapitalinntekt kommer i form av dividende. Og, så fremt dividende blir effektivt skattlagt lik renteinntekten til lånegiver, vil ikke personlig skatt ha noen betydning lengre for kapitalstrukturen. Ved å se bort fra personlige skatter slik, avhenger det relative fortrinnet til gjeld over egenkapital, kun av bedriftens skatterate. I dette tilfellet er skattefordelen av en bedrifts gjeldsgrad, akkurat slik Modigliani & Miller påstod. Altså, at kapitalstrukturen ikke har noe å si for en bedrifts markedsverdi. Det eneste Modigliani & Miller sin teori krever for å holde, er at egenkapital og gjeld blir skattlagt med samme prosent. Men dette er altså et unntak og ikke regelen. Dermed avhenger fortrinnet til gjeld over

egenkapital også av personskattesatsene. Det gjelder for det andre opplistede spesialtilfellet også.

Det andre spesialtilfellet oppstår om bedriftsbeskatningen og personbeskatningen opphever hverandre. Dette kan bare skje i en situasjon hvor bedriftsskattesatsen er mindre enn personskattesatsen og når i tillegg den effektive skattesatsen på egenkapitalinntekt er små. Den effektive skattesatsen på egenkapitalinntekt kommer frem, ved at man ser på skattingen av dividende og kursgevinst sammen og på fordelingen av inntekt mellom disse.

Bøhren og Michalsen skriver at i Norge og resten av verden, er det mest normale som nevnt en toleddsbeskatning. Det vil si skatt lagt både på selskap, kreditorer og eiere. Det er noen som hevder at systemet i Norge favoriserer høy gjeldsgrad, grunnet at bare gjeldsrenter og ikke dividende og tilbakeholdt overskudd, er fradragsberettiget i selskapets resultatregnskap. Altså at det er bare gjeldsrenter som kan skjerme selskapsinntekt for skatt. Bøhren og Michalsen argumenterer for at dette neppe er tilfellet. De hevder at det avgjørende er hvorvidt det er en nettoskattefordel ved gjeld, med hensyn til selskapets, eiers og kreditors samlede skattebetalinger. Noe som samsvarer med presentasjonen av teorien fra Brealey & Myers, angående minimering av den samlede skatt på selskapet. Bøhren & Michalsen hevder i sin gjennomgang av teorien at Norge sitt skattesystems favorisering av gjeld på selskapets hånd, helt eller delvis oppveies av skattefavorisert egenkapital på investors hånd. Videre hevder Bøhren og Michalsen at om det da likevel skulle finnes en slik skattefordel for gjeld i Norge, vil en slik skjevhet i seg selv presse opp lånerenten så mye, at skattefordelen blir opphevet av den høyere lånerente. Dette er en form for rentejusteringsmekanisme. På bakgrunn av dette argumenterer Bøhren og Michalsen for at det er tvilsomt at det finnes en skattemessig optimal gjeld i Norge under den nåværende toleddsbeskatningen. Det vil si at også i dette tilfellet vil verdier kun skapes på venstresiden av balansen. Om det er slik at det ikke finnes skatteoptimal gjeld, vil det være grunn for å tro at det kan være mer hensiktsmessig å se på selskapers tilpasninger av kapitalstruktur i forbindelse med teorien om hvor i produktets (selskapets) livssyklus, selskapet befinner seg i og innenfor hvilken bransje de opererer under, for å kunne si noe om hvorvidt dividende kan påvirke selskapers kapitalstruktur. Mer om dette senere.

Skattesystemet i Norge og finansieringsnøytralitet

Om det er bare skatt på selskapet og ikke på kreditorer eller eiere, så finnes det en optimal gjeldsgrad og det er den maksimale gjeldsgrad, skriver Bøhren & Michalsen. Noe som stemmer overens med Brealey & Myers konklusjon. Bøhren og Michalsen konkluderer med at det norske skattesystemet fra og med 2006 er finansieringsnøytralt, hvis eierinntekt ikke beskattes på eiers hånd. Dette er tilfellet i Norge når eier er et selskap og ikke en person, jamført redegjørelsen av fritaksmetoden og aksjonærmodellen. Når skattesystemet er finansieringsnøytralt innebærer det at det ikke er noe skattemessig å vinne på å endre kapitalstruktur. Det er altså ingen skattemessig optimal kapitalstruktur, noe som betyr at det er investeringsprosjektene og ikke finansieringsprosjektene som skaper en bedrifts verdi. Altså igjen, venstresiden av balansen.

Men om eieren er en person, så er skattesystemet fra 2006 i Norge, moderat gjeldsfavoriserende på grunn av at skjermingsfradraget ikke gir full skatteskjerming, skriver Bøhren & Michalsen. Den skatteulempen selskapet har av egenkapitalen, oppveies da ikke av skattefordelen av egenkapitalen på aksjonærens hånd, siden det ikke er noen skattefordel der. Aksjonærene må jo skatte på inntekt fra egenkapitalen, og slik vil de jo selvfølgelig ikke kunne veie opp den skattefordelen som mistes ved mindre gjeldsgrad hos selskapet på grunn av aksjonærer.

Bøhren og Michalsen kommer frem til i sin redegjørelse, at ideelt sett bør selskapet ha mest mulig gjeld hvis kreditorene beskattes lite i forhold til selskap og eierer, under målsetningen om å minimere den samlede skatt betalt på selskapets inntekt. Men hvis kreditorene er tyngre skattet enn selskap og aksjonærer, bør selskapet være mest mulig egenkapitalfinansiert. Kapitalstruktur er av ingen betydning, så fremst skattesystemet er nøytralt i forhold til gjeld og egenkapitalen og dets samlede beskatning på selskapet, kreditor eller aksjonærens hånd. Bøhren og Michalsen trekker med Miller i den videre diskusjonen. Miller mener at skattesubsidiering av en finansieringsform vil øke etterspørselen av denne finansieringsformen og dermed også reflekteres i prisen, altså en rentejusteringsmekanisme, som nevnt tidligere. Med dette vil det bli indifferens i finansieringsformer også på tross av diskriminerende skatter. Bøhren og Michalsen peker på at denne teorien er oppsiktsvekkende i forhold til at Norges skattesystem fra og med 2006 ikke er finansieringsnøytralt lengre.

Bøhren og Michalsen peker videre på de ulike skatterater som finnes i Norge blant selskapsaksjonærer og personlige aksjonærer. De skriver at jo mer typisk denne kombinasjonen av skattesatser er i Norge, jo mindre formuesoverføring vil skje fra eierne til de kreditorer som har lav skattesats. På bakgrunn av dette argumenterer de videre for, at når skattesystemet er nøytralt eller tilnærmet nøytralt, trengs det ikke støtte i Millers rentejusteringsmekanisme for å begrunne at dersom det skapes verdier gjennom finansieringen, altså at kapitalstruktur kan ha en betydning for selskaps verdi, må dette skyldes andre faktorer enn skatt. Dette får de støtte for hos Brealey & Myers som skriver at denne teorien, som går ut på at målet skulle være å minimere alle skatter betalt på en bedrifts inntekt, altså maksimere bedriftens overskudd etter alle skatter, er vanskelig å gjennomføre i praksis. Dette på grunn av at det i virkeligheten er snakk om stor variasjon i de skattesatser verdipapirholderne forholder seg til, som Bøhren & Michalsen trakk frem. Brealey og Myers støtter dette, og oppgir bakgrunnen for vanskelighetene er at aksjonærblendingen ofte er kompleks, og består blant annet av skattefrie investorer (som pensjonsfond og lignende) og millionærer som opptrer som investorselskaper. I tillegg til variasjoner også blant de personlige skattesatsene.

Ytterligere svekkelse av skattefordelen av gjeld

I praksis kan få firmaer være sikker på at de vil kunne vise skattebærende profitt i framtiden. Om en bedrift viser til tap og ikke kan ta med dette tapet tilbake i tid til fratrukk av tidligere skatter, må dette renteskattefradraget bli båret med fremover i tid med håp om å kunne bruke det senere. I Norge kan selskaper bære dette skattefradraget ti år frem i tid.¹⁷ Bedriften mister verdi på denne skattefordelen tilsvarende inflasjon som påløper. Om problemene til bedriften stikker dypt nok, vil ventingen bli permanent og skattefordelen av renter bli tapt for alltid.

Det er også verdt å merke seg at rente ikke er det eneste som kan gi skattefradrag. Avskrivninger på ulike eiendeler fører også til skattefradrag. Videre kan investeringer i immaterielle eiendeler og bidrag til pensjonsfond bli fratrukket i sin helhet.¹⁸ Brealey & Myers hevder at jo mer en bedrift skjerner sin inntekt på denne måten, jo mindre er den forventede skjermingen fra gjelden i bedriften. Uansett om en bedrift er trygg på at den vil

¹⁷ Skattelove, §14-6, Norges Lover

¹⁸ Skatteloven, §6-10, Norges Lover

tjene en skattbar profitt med det nåværende nivået av gjeld, spør det om bedriften er så positiv om gjelden øker. Dermed vil gjeldsskatteskjerming være verdt mer for noen bedrifter enn andre. Bedrifter med andre skatteskjold enn renteskatteskjoldet og med usikker fremtidig profitt, burde låne mindre enn vedvarende lønnsomme bedrifter med stor skattbar profitt å skjerme. Bedrifter med store samlede skattefordeler som de ikke har fått brukt, men bærer med seg, burde ikke låne i det hele tatt.

Brealey & Myers skriver at John Graham (oktober, 2000), argumenterer for at bedrifter ikke fullt ut utnytter skattefordelen med fradrag for renter. Graham estimerer antyder at bedrifters ubrukte skattefordel av renter, utgjør nesten fem prosent av verdien av bedrifter. Videre bærer veletablerte bedrifter, med nærmest ingen langsiktig gjeld, enda større ”tap” på urealiserte skattefordeler av renter på gjeld. Brealey & Myers mener at ledere i disse bedriftene enten ikke henger med, eller at det er en eller annen ulempe som oppveier fordelene ved økt lånetaking.

4.4. Betydningen av finansielt stress og konkurskostnader

Det finnes selvsagt sikkert ledere som ikke henger med, men det interessante er de insentiver en bedrift har for ikke å ta på seg gjeld, eller i vertfall begrense låneopptaket. Disse insentivene kan være de nevnte ulempene som inngår ved økt gjeldsgrad. Dette er blant annet finansielt stress og konkurskostnader.

Brealey & Myers skriver at finansielt stress kommer når lovnader til kreditorer er brutt eller blitt vanskelige å overholde. Noen ganger fører slikt til konkurs. Andre ganger bare til det å leve litt farlig. Finansielt stress er kostbart. Investorer vet at gjeldstyngede bedrifter kan komme i en slik situasjon og de bekymrer seg for dette. Denne bekymringen viser seg i det gjeldstyngede selskapets markedsverdi av dets verdipapirer. Dette gjør at det er hensiktsmessig å dele selskapsverdi ned i tre deler (EK = egenkapital, NV = nåverdi)¹⁹:

Verdien av firmaet = Verdi hvis helt EK finansiert + NV(skatteskjoldet) – NV(kostnader av finansielt stress)

¹⁹ Brealey & Myers seventh edition, 2003, side 497

Kostnaden av finansielt stress avhenger av sannsynligheten for at det vil skje og størrelsen av kostnadene om det først inntreffer finansielt stress.

Ved moderate størrelser av gjeld er finansielt stress lite sannsynlig, dermed er nåverdien av finansielt stress små og skattefordeler dominerer. Men ved et punkt vil sannsynligheten for finansielt stress øke raskt ettersom gjelden øker. Ved dette punktet begynner kostnader ved finansielt stress å ta en stor bit av selskapets verdi. Finansielt stress øker altså progressivt. Videre, om selskapet ikke kan være sikker på å dra fordel av skatteskjoldet som gjeld kan utøve, er skattefordelen ved mer gjeld tilbøyelig til å krympe og til slutt forsvinne helt. Det teoretiske optimale punktet er nådd når nåverdien av skattebesparinger, på grunn av videre låneopptak, er akkurat likt økningen i nåverdien av kostnaden av det finansielle stresset. Det er dette som betegnes "trade-off theory" av kapitalstrukturen. Dette er avveiningen mellom skattefordelen av gjeld og kostnadene ved finansielt stress av gjeld. Denne blir nærmere diskutert litt senere.

Brealey & Myers skriver, at bedrifters konkurser oppstår når aksjonærer utøver deres rett til mislighold. Den retten er verdifull, når en bedrift kommer i problemer vil "*begrenset ansvar*" tillate at aksjonærene forlater selskapet og lar alle problemene ligge igjen. Lik tidligere beskrevet om begrenset ansvar. De tidligere kreditorene blir nå de nye aksjonærene, og de tidligere aksjonærene får ingenting.

Brealey & Myers mener at konkurskostnader er ofte feilaktig tatt for å være nedgangen i verdien av firmaet. Men en konkurs er ikke grunnen for nedgangen i verdi av et firma, men resultatet av denne nedgangen. Konkurs er en lovmessig mekanisme som tillater kreditorene å ta over når et firma misligholder forpliktelser.²⁰ Konkurskostnader er kostnaden ved å benytte seg av denne mekanismen, det være seg rettslige prosesser som inkluderer advokatutlegg med mer.

Det er enkelt å se hvordan økt gjeldsgrad påvirker nåverdien av kostnaden ved finansielt stress. Om en bedrift låner mer, øker den bedriften sjansen for mislighold og verdien av blant andre advokaters krav i forhold til jobben de må gjøre om konkurs oppstår. Dette øker igjen nåverdien av kostnadene av finansielt stress og reduserer bedriftens markedsverdi.

²⁰ Dekningsloven, § 4-2, Norges Lovver

Kostnaden av konkurs tar aksjonærene. Kreditorerne innser kostnadene og vet at det er de som må betale om mislighold inntreffer, dermed krever de kompensasjon for risiko ved høyere rente på lån de utsteder. Dette reduserer lønnsomheten til aksjonærene og reduserer den nåværende markedsverdien av deres aksjer. Det kan være store skalafordeler ved å gå konkurs. Konkurskostnadene er altså relativt større for små bedrifter enn for store. Videre varierer også konkurskostnadene mellom industrier og foretningsområder. Dette siste er viktig å legge merke til, fordi det er et av nøkkelpoengene når vurderingen av kapitalstrukturens følsomhet i forhold til dividende skal vurderes senere. Følsomheten, som her er nevnt, vil komme til å bli et viktig stikkord i forsøket på å besvare problemstillingen. Og vil bli som begrep, gjort nærmere rede for under analysekapittelet.

De direkte kostnadene ved konkurs er som nevnt de rettslige og administrative kostnadene. Det er indirekte kostnader av konkurs også, men disse er nesten umulig å forutse. Brealey & Myers skriver at det finnes omfattende bevis som indikerer disse kostnadenes viktighet. Noen av disse kostnadene kommer av at motstanden ved å drive foretninger med et firma som kanskje ikke vil eksistere så lenge. Dette går for eksempel ut på at noen varer selges med garantier over flere år, som nødvendigvis faller bort om et firma plutselig opphører. Videre er det vanskelig å holde på gode arbeidstakere i en bedrift som vil gå konkurs. Dette fordi disse ønsker så fort det lar seg gjøre, å komme over i bedre og mer stabile bedrifter og dermed bruker de kanskje også arbeidstiden til å skrive jobbsøknader og lignende. Det er heller ikke lett å lede et firma under konkurs, på grunn av indre spenninger og ytre krav og lignende.

Brealey & Myers skriver at ingen vet hva summen av de direkte og de indirekte kostnadene av konkurs er til sammen. Men det mistenkes å være et betydelig beløp, spesielt for store bedrifter som vil ha lange og kompliserte prosesser i forbindelse med en konkurs. Det beste beviset på at disse kostnadene er betydelige, kan være kreditorers motstand mot konkurser. I prinsippet vil de jo komme bedre ut av det ved å avslutte en dårlig bedrift tidlig, men likevel overser kreditorerne ofte mislighold, for å prøve hjelpe bedriften over vanskelige perioder.

Interessekonflikter mellom verdipapirholderne øker kostnaden av finansielt stress

Når en bedrift er i problemer vil både obligasjonsholdere og aksjonærer at bedriften skal komme over disse problemene, men de har på andre måter likevel en interessekonflikt i en slik situasjon. Det handler om hvem som skal bære tapet. Finansielt stress er kostbart når disse interessekonfliktene kommer i veien for god styring, gode investeringer og finansielle beslutninger. Aksjonærer er fristet til å forsake det vanlige målet om maksimering av den helhetlige markedsværdien av bedriften, til fordel for å få frem mer sneversynte egeninteresser i stedet. Brealey & Myers viser til teoretiske spill for å underbygge poenget om at aksjonærer av gjeldstyngede bedrifter, tjener på at foretningsrisikoen øker. Et eksempel på dette som Brealey & Myers beskriver, er at aksjonærene ikke sitter med noe igjen om en bedrift går konkurs. Og om det er sannsynlig at bedriften kan gå konkurs, kan eierne ta ville sjanser i høyrisikoprojekter. Disse prosjektene kan bringe inn stor profitt, som både eierne og kreditorene kan få ta del i om de lykkes, men mest sannsynlig lykkes ikke disse og det fører til sist at kreditorene må bære tapet på disse prosjektene. Ledelsen, om de handler i deres aksjonærers interesse, vil i kriser kunne være villig til å ta på seg prosjekter som til og med har negativ nettonåverdi.

Et annet poeng i forbindelse med ”spill” og som omhandler kreditorene, er at om aksjonærer bidrar med ny egenkapital, må de dele gevinsten med kreditorene i positive nåverdiprojekter. Altså så fremt foretningsrisikoen er konstant, vil altså kreditorer nyte godt av positive nåverdiprojekter så fremst disse lykkes. De deler gevinsten med aksjonærene, noe som gjør at aksjonærene ikke nødvendigvis går i pluss selv om prosjektet har en positiv nettonåverdi og lykkes. Dermed er det ikke nødvendigvis i aksjonærenes interesse å bidra med frisk egenkapital til slike prosjekter, noe som er et alvorlig problem for alle bedrifter. Men som for bedrifter under finansielt stress, blir et spesielt stort problem.

Et siste poeng er spesielt viktig med tanke på dividende. Aksjonærene er som nevnt motvillig til å bidra med kapital til et firma som er under finansielt stress. Men de er mer enn villig til å ta ut penger fra et firma som er i en slik situasjon. Dette kan de altså blant annet gjøre ved utbetaling av dividende. Markedsværdien av bedriften går ned med mindre enn det

aksjonærene tar ut, fordi nedgangen i verdi blir delt med kreditorene i de tilfeller en bedrift er under finansielt stress. Finansielt stress kan altså føre til mer utbetaling av dividende og på grunn av dette, mer usikre lån.

Disse interessekonfliktene mellom aksjonærene og kreditorene, som presser frem disse ulike ”spillene” for å komme best ut av det på bekostning av motparten, er en stor kostnad for økonomien som helhet. Kostnadene blir forbundet med finansielt stress, nettopp fordi fristelsen til å ”spille” er størst under finansielt stress. Disse ”spillene” og konsekvensene av disse, utgjør agentkostnadene ved å ta opp gjeld. Dette er begrunnet ved at jo mer et firma låner, jo større er fristelsen for å ”spille”, så fremt det antas at ledelsen handler i aksjonærenes interesse. Agentkostnadene vil bli nærmere gjort rede for om litt.

Finansielt stress et insentiv til å begrense gjeldsgraden

Denne økte sannsynligheten for dårlige beslutninger i fremtiden, tvinger investorer til å sette ned nåværende markedsverdien. Denne nedgangen belastes aksjonærene. Dermed er det til slutt i aksjonærenes egeninteresse å unngå fristelsen til å ”spille”. Den enkleste måten å gjøre dette på er å begrense gjeldsgraden til et slikt nivå at den gjelden som eksisterer er trygg eller nær trygg.

Banker og andre selskapslånegivere er ikke uskyldige de heller. De innser at ”spill” vil bli spilt på deres bekostning, og dermed beskytter de seg selv, enten ved å begrense summen de låner ut eller ved å gi lån kun under forutsetning av spesielle restriksjoner til bedriften. Slike restriksjoner kommer frem i lånekontrakter, og disse begrenser ofte dividende eller lignende transaksjoner av økonomisk velstand til aksjonærene. Bedriften kan for eksempel ikke få lov til å betale ut mer enn hva det tjener, ved at komplimenterende låneopptak ikke er tillatt. Andre restriksjoner kan være begrensninger i bedriftens anledning til å selge egne eiendeler, gi lånegivere tilgang til viktig økonomisk informasjonskilder. Men Brealey & Myers skriver videre at slike lånekontrakter ikke er den helhetlige løsningen for bedrifter, som sverger til å utstede risikofylte obligasjoner. Dette fordi utarbeidelsen av slike ofte kompliserte kontrakter, er kostbart. Videre koster det for lånegiver å overvåke firmaer så grundig, dermed vil

lånegivere ønske kompensasjon for dette i form av økte renter. Dermed er disse agentkostnadene også til sist betalt av aksjonærene selv.

Aksjonærer og ledelse vil ikke alltid la seg friste av å spille disse ”spillene”, av andre grunner en agentkostnadene også. Det finnes pragmatiske grunner for at bedrifter ikke vil la seg friste skriver Brealey & Myers. Dette er blant annet, at et firma som har gjennomført et vellykket spill mot en lånegiver, vil ved en senere anledning få problemer med å låne på nytt da tilliten til firmaet er svekket. Dermed er det enten firmaer som villig vil slakte seg selv, som vil la seg friste, eller firmaer som befinner seg i et alvorlig finansielt stress. Noe som igjen insinuerer at kostnaden ved finansielt stress har en eksplosiv utvikling, etter et visst punkt med økt gjeldsgrad.

Brealey & Myers skriver at tap som følge av finansielt stress, er størst ved immaterielle eiendeler som er tilknyttet statusen til en bedrift som er i drift. Eksempler på slike eiendeler kan være teknologi, menneskelige ressurser og merkevare. Dette kan være forklaringen på at gjeldsgraden er lav i for eksempel farmasiindustrien, hvor suksess henger sammen kontinuitet i forskning og utvikling. Og videre at gjeldsgraden også er lav i serviceindustrien hvor avhengigheten av menneskelige ressurser er så stor. Dette forklarer blant annet at Microsoft, opererer med en relativt lav gjeldsgrad, i følge Brealey & Myers. De mener moralen må være; at en bedrift ikke bare må tenke på sannsynligheten for at gjeld kan bringe med seg problemer, men også må tenke på verdiene som kan gå tapt om problemene faktisk oppstår. Og det ser altså ut til at dette til dels blir tatt hensyn til i praksis. Igjen er det altså argumenter for at bedrifter under forskjellige bransjer og under forskjellige etableringsfaser, vil kunne utvise forskjellig følsomhet i sin kapitalstruktur, på grunn av tilpasninger til forskjellige kostnader av finansielt stress.

4.5. The trade-off theory of capital structure - Kompromissteorien om kapitalstruktur

Den finansielle ledelsen ser ofte på forholdet mellom gjeld og egenkapital som et kompromiss mellom rentefradaget på skatten og kostnadene ved finansielt stress. Brealey & Myers mener at på tross av diskusjon rundt verdien av rentefradraget på skatten og hvilke finansielle problemer som er verst, er denne Kompromissteorien viktig.

Kompromissteorien om kapitalstruktur, anerkjenner at det beste gjeldsforholdet kan variere fra bedrift til bedrift, noe som sammenfaller med diskusjonen under teorien om finansielt stress og konkurskostnader. Bedrifter med sikre materielle eiendeler og mye skattbarinntekt de ønsker å skjerme, bør ha høy gjeldsgrad. Ulønnsomme bedrifter med risikofylte, immaterielle eiendeler, bør ha mest mulig egenkapitalfinansiering.

Teorien sier at om det ikke er kostnader ved å forandre på en bedrifts kapitalstruktur, burde enhver bedrift være på dets optimale gjeld- og egenkapitalforhold. Men det er altså kostnader ved dette, og dermed er det forsinkelser i forhold til bedriftens tilpasning til optimum.

Brealey & Myers vurdering av denne teorien, går ut på at de setter pris på at den er noe mer moderat en Modigliani & Miller sin teori, som var svært ekstrem ved å påstå at 100 prosent gjeld var det beste. Videre gjør de en vurdering av hvor vidt kompromissteorien kan forklare hvordan bedrifter faktisk oppfører seg. På den ene siden skriver de at teorien forklarer godt industriens variasjon i kapitalstruktur. Eksempler på dette er at høyteknologiske bedrifter, som har risikofylte og mye immaterielle eiendeler, normalt har lite gjeld. Mens flyselskaper kan og også faktisk er svært gjeldstynget, fordi deres eiendeler er materielle og relativt sett trygge. Om et flyselskap skulle gå konkurs kan det selge flyene til en god pris, noe som reduserer konkurskostnadene da flyene er noe av det mest kostbare i et flyselskap. Dermed er denne teorien relevant i forhold til det som tidligere ble nevnt, om følsomheten i bedrifters kapitalstruktur. Altså kan denne kompromissteorien brukes for å kartlegge hvilke industrier som har de mest følsomme kapitalstrukturer for ytre endringer og hvilke som har de minst følsomme.

Brealey & Myers skriver videre, at denne teorien antyder at bedrifter som er belastet med spesielt tung gjeld, altså gjeld som ikke lar seg betale ned innen et par år med internt genererte penger, burde utstede aksjer, begrense dividende eller selge eiendeler for å balansere kapitalstrukturen. Og igjen peker Brealey & Myers på, at det er mange bekreftende reelle praktiske eksempler på dette. Noe som er enda en indikasjon på at denne teorien kan være relevant i forhold til å kunne forklare hva som skjer i praksis.

Det som denne teorien har problemer med å forklare, er for eksempel hvorfor noen av de mest suksessfulle bedriftene har framgang med lite gjeld. I denne sammenheng kan man også tenke på bedrifter som ligger i grenseland mellom ytterpunktene illustrert tidligere. Dette kan være

farmasibedriften Pfizer, som Brealey & Myers har som gjennomgangseksempel. Pfizer preges av at de fleste eiendelene er immaterielle. Det er altså hva den farmasøytiske forskning og utvikling til Pfizer produserer, som er viktig for bedriftens verdi. Det som gjør at Pfizer havner i mellom ytterpunktene er de har en stor skattbar inntekt som er meget trygg. Noe som burde antydte en relativt stor gjeld i selskapet, men Pfizer er praktisk talt egenkapitalfinansiert. Brealey & Myers skriver at Pfizer illustrerer et merkelig faktum om virkelighetens kapitalstruktur; det er de mest lønnsomme bedriftene som ofte låner minst. Her feiler altså teorien. Teorien feiler fordi den spår at slike lønnsomme bedrifter burde ha en høy grad av gjeld, på grunn av rentefradraget på skatt som følger med.

Generelt virker det som at børsnoterte selskaper sjeldent gjør store skift i kapitalstrukturen bare på grunn av skatt, og det er dessuten vanskelig å identifisere nåverdien av renteskjoldet i en bedrifts markedsverdi, skriver Brealey & Myers.

Videre er det et annet viktig poeng som kompromissteorien ikke kan forklare. Gjeldsforholdet i USA i dag, er ikke større enn det var på begynnelsen av 1900-tallet, da inntektsskattene var svært lave. Kompromissteorien påstår jo, at renteskatteskjoldet er viktig i forhold til bedrifters kapitalstruktur, bedrifters ønske om å ta på seg gjeld. Men dette eksemplet støtter altså ikke teorien her. Gjeldsgraden i andre industrialiserte land, er enten lik eller høyere enn dem er i USA. Mange av disse landene har kalkulasjonsskattesystemer, som skal burde eliminere verdien av renteskatteskjoldet. Brealey & Myers skriver, at de avkrefter ikke Kompromissteorien med dette, men viser til en del svakheter ved denne. De påpeker at det kreves en teori for å "slå" en teori. Ut i fra dette er det å forstå, at det ikke er kommet noen teorier som kan forkaste Kompromissteorien helt enda.

4.6. Teorien om rekkefølgen på valg av finansieringsmåte – "The pecking order"

"The pecking order" teorien handler om i hvilken rekkefølge man tyr til forskjellige investeringsmåter, i et prosjekt for eksempel. Denne teorien har asymmetrisk informasjon som et nøkkelbegrep. Asymmetrisk informasjon er som kjent et begrep som indikerer at ledelsen vet mer om deres bedrifts framtidsutsikter, risiko og verdi, enn utenforstående investorer gjør.

Denne teorien hevder at asymmetrisk informasjon påvirker valget mellom intern og ekstern finansiering og mellom ny utstedelse av gjeld- og egenkapitalverdipapirer. Dette leder til den

rekkefølge at investeringer er finansiert først med interne midler, hovedsakelig tilbakeholdt overskudd. Videre velges låneopptak om nødvendig og til sist i rekkefølgen, om ingen annen utvei, velges finansieringen ved utstedelse av ny egenkapital. Det siste blir aktuelt når gjelden har fått et slikt nivå at bedriften når sin finansielle stress grense. Som vi vet fra tidligere diskusjon, en bedrift kan være under så stort finansielt stress at ingen kreditorer er villig til å låne ut mer. Da har bedriften bare sine aksjonærer igjen å ty til. Det er grunnleggende viktig i denne teorien, å forstå hvorfor asymmetrisk informasjon kan tvinge ledelsen til å påta seg gjeld heller enn opprettelse av ny egenkapital.

Rekkefølgen i finansieringsvalgene, begrunnes i den asymmetriske informasjons egenskaper og vanskeligheter. Ledelsen kan mene at et selskap er verdt mer enn investorene tror, når selskapet ønsker å hente inn finansielle midler ved å utstede ny egenkapital. Dette fordi investorene innser at selskapet trenger eksterne midler, og ved å ikke velge gjeldsfinansiering, kan investorene i tillegg mistenke at finansielt stress er nært forestående. Dermed må bedriften informere investorene grundig, for å få dem til å betale riktig pris på aksjene. Den informasjonen de gir til investorene må være så grundig fordi investorene må overbevises. Det hjelper ikke bare med uttalelser fra ledelsen om tingenes tilstand. Dette krever at bedriften må gi slipp på detaljert informasjon om bedriftens planer og fremtidsutsikter; inkludert innsideinformasjon om ny teknologi, produktdesign, markedsføringsplaner og så videre. Det er kostnader forbundet med å få ut denne informasjonen i praksis og i tillegg fører det til at verdifull informasjon lekker ut til deres konkurrenter. Hvorfor skal bedriften påføre seg disse problemene, om investorene snart selv vil skjønne bedriftens status ettersom det etter hvert vil gjenspeile seg i inntekter og fortjeneste. Det virker å være mer rasjonelt av en bedriftsledelse å finansiere ved hjelp av gjeld heller enn egenkapital, skriver Brealey & Myers. Under kapitlet for dividendeteori, vil teorien om dividendens signaleffekt hvile mye på nettopp argumentene om kostnadene ved å gi ut for mye detaljert informasjon til investorene.

Altså, asymmetrisk informasjon favoriserer finansiering ved hjelp av gjeld, enn ved hjelp av egenkapital. Om ledelsen er bedre informert enn investorene og begge parter er rasjonelle, da vil bedriften heller låne så fremt den kan, enn å få inn frisk egenkapital. Dette er argumentet for plasseringen av gjeld foran egenkapital i rekkefølgen til hvordan finansiere et selskap og dets drift. Men det skal taes med at dette kun gjelder i de situasjoner der asymmetrisk informasjon er viktig og der andre faktorer ikke er inkludert eller ikke er viktige nok. Andre unntak fra teorien, er for eksempel høyteknologiske bedrifter med høy vekst. Disse eiendelene

er ofte immaterielle, og konkurs og finansielt stress vil bli svært kostbart. Dette krever konservativ finansiering, og den eneste måten å gjøre dette på samtidig med kraftig vekst, er ved å utstede ny egenkapital.

Brealey & Myers skriver at med disse unntakene notert, kan asymmetrisk informasjon forklare dominansen av gjeldsfinansiering over egenkapitalfinansiering i praksis. Størstedelen av den eksterne finansieringen kommer fra gjeld, dette selv i et land som USA, som har markeder som er svært informasjonseffektive. Dette resonnerer om asymmetrisk informasjon, sier derimot ikke at bedrifter bør strebe etter en høy gjeldsgrad. Det sier bare, at det er bedre å bruke tilbakeholdt overskudd til investeringer, enn å utstede nye verdipapirer. Denne teorien kan altså være med på å argumentere for begrensede dividendeutbetalinger i bedrifter som trenger kapital for å kunne ta på seg lønnsomme prosjekter. Noe som er viktig å ta med seg, når det senere skal sees på dividendeteori.

Resultatet av denne teorien oppsummerer Brealey & Myers slik:

1. Bedrifter foretrekker intern finansiering.
2. De tilpasser deres mål om dividendeutbetalingsforhold til bedriftens investeringsmuligheter, samtidig som de prøver å begrense brå endringer i dividenden.
3. Vanskelig dividendepolitikk i tillegg til uforutsigbare endringer i lønnsomhet og investeringsmuligheter, fører til at internt generert kapitalstrøm er noen ganger mer enn kapitalbruken og noen ganger mindre. Om den er mer, betaler bedriften ned gjeld eller investerer i likvide lønnsomme verdipapirer. Om den er mindre, bruker bedriften først opp sin kontantbeholdning eller selger dets likvide lønnsomme verdipapirer.
4. Om ekstern finansiering må til, utsteder bedriften det sikreste verdipapiret først. Det vil si at bedriften starter med gjeld først, så kanskje hybride verdipapirer som convertible obligasjoner, og til slutt kanskje egenkapital som en siste utvei.

I teorien er det ingen veldefinert optimalt forhold mellom egenkapital og gjeld. Dette fordi det finnes to sorter egenkapital, den eksterne og den interne. Den ene på bunnen av rekkefølgen i teorien og det andre på toppen. Dermed vil hver bedrifts observerte gjeldsgrad være dets kumulative behov for ekstern finansiering. En bedrift vil ved en hvis grad av behov for ekstern finansiering øke sin gjeld, inntil de når et kritisk punkt hvor kun utstedelse av ny egenkapital er tilgjengelig av ekstern finansiering og med det går gjeldsgraden ned.

Denne teorien forklarer hvorfor de mest lønnsomme bedriftene har minst gjeld, ikke fordi deres optimale gjeldsgrad er lavest, men fordi de ikke trenger ekstern finansiering. Mindre lønnsomme bedrifter tar på seg gjeld, fordi de ikke har nok interne midler til deres prosjekter og fordi gjeldsfinansiering er før ekstern egenkapitalfinansiering.

Under denne teorien er skatteskjoldet sett på som en annenrangs effekt. Gjeldsforholdet forandres først når det er en ubalanse mellom intern kapitalstrøm, netto dividende og virkelige investeringsmuligheter. Videre kan denne teorien forklare det omvendte forholdet av gjeldsgrad i en og samme industri, skriver Brealey & Myers. Hvis vi antar at firmaer generelt vil investere for å holde følge med veksten i deres industri, da vil graden av investeringer være lik innenfor en industri. Gitt vanskelige dividendeutbetalinger, vil det minst lønnsomme selskapet ha minst interne midler og dermed ende opp med å låne mer. I dette er det antydnet at det kan være vanskelig for en mindre lønnsom bedrift, å betale ut mindre dividende enn andre bedrifter i samme bransje. Det er altså insentiver for å opprettholde utbetalinger av dividende, for å gi inntrykk av at man er en god bedrift og for dermed å tiltrekke seg attraktive aksjonærer. Dette vil bli utdypet under kapitlet for dividendeteori.

Denne hakkeorden – teorien, som den kan oversettes med, har større problemer med å forklare forskjeller i gjeldsforhold mellom industrier. Brealey & Myers nevner at det for eksempel i høyteknologiske og høyvekst industrier, har lave optimale gjeldsgrads mål, selv når behovet for ekstern finansiering er stor. Videre har også modne, stabile industrier en tendens til å ikke betale ned gjeld på tross av store interne midler, men heller betale overflødige interne midler tilbake til aksjonærene i form av dividende.

4.7. Betydningen av finansielt slakk

Alt annet likt, er det altså bedre å befinne seg på toppen av denne spesielle ”hakkeorden” - rangeringen, enn i bunnen. Grunnen til det er at bedriften kan ende med å måtte leve med en for tung gjeldsgrad eller at de må la gode investeringer passere, fordi de ikke har nok kapital. Finansielt slakk er altså verdifullt. Finansielt slakk innebærer å ha penger tilgjengelig, likvide verdipapirer, salgbare eiendeler og muligheten for gjeldsfinansiering.

Brealey & Myers skriver at i det lange løp avhenger en bedrifts verdi mer av sine kapitalinvesteringer og driftsbeslutninger, enn av sin finansieringsmåte. Derfor burde

bedriften sørge for å ha tilstrekkelig finansielt slakk, slik at finansieringen er lett tilgjengelig når den trengs til gode investeringsbeslutninger. Finansielt slakk er spesielt verdifull for bedrifter med mange positive nettonåverdivekstmuligheter. Dermed kan finansielt slakk bli enda et argument for at kapitalstruktur avhenger av hvor en bedrift er i etableringsfasen. Se videre diskusjon.

Men finansielt slakk kan også bringe med seg uheldige virkninger. For mye finansielt slakk kan føre til at ledelsen ikke yter optimalt, utvider sine egne goder, bygger ut bedriften med kapitalen for å bli stor uten nødvendigvis å bli mer lønnsom, i stedet for å tilbakeføre kapitalen til aksjonærene og så videre. Dette er spesielt aktuelt for modne, veletablerte bedrifter med få muligheter til å gå inn i nye positive nåverdiprosjekter.

Hvis finansielt slakk skulle føre med seg slike problemer som opplistet, kan gjeld være en løsning. Dette fordi lån er en kontrakt bedriften må overholde i form av renter og faste avdrag. Brealey & Myers antyder at kanskje det beste gjeldsnivået vil være akkurat så stort at bedriften kan betjene den, samtidig som det er nok penger igjen til at bedriften kan finansiere alle positive nettonåverdiprosjekter. Dog, de anbefaler ikke denne formen for "finsikting" av gjeldsbyrden, men fremhever at ideen er relevant og viktig. Gjeld kan disiplinere en ledelse som er fristet til å investere for mye. Og gjeld kan også utøve et press for å tvinge fram forbedringer i driftseffektiviteten.

4.8. En empirisk vurdering av kapitalstrukturteorien

Bøhren og Michalsen mener at teorien om emisjonskostnader, eierkontroll, hakkorden og agentkostnader trekker i retninga av at gjeld er bedre enn ny egenkapital. Videre mener de at teorien om emisjonskostnadene, eierkontroll og hakkorden tilsier at tilbakeholdt egenkapital er den aller beste finansieringsformen.

Agentkostnader som løper med høy gjeld, taler i mot gjeld mener Bøhren & Michalsen. Altså konflikten mellom eiere og kreditorer, og kostnaden av denne. Overinvestering i risikable prosjekter, er en fare for kreditorene når gjeldsgraden er høy. Se tidligere redegjørelse om teorien fra Brealey & Myers. Også finansielle krisekostnader mener Bøhren & Michalsen, er viktig å ta med når gjeld skal vurderes som finansieringsform.

Bøhren og Michalsen skriver at det er blitt gjort empiriske tester av gjeldsgradsteori. Det gjennomgående trekk fra disse undersøkelsene er at resultatene spriker i forhold til hvilken teori som får best empirisk støtte. Videre skriver de at de mest sentrale gjeldsgradsteoriene ble undersøkt i Norge i perioden 1984 – 1986, og gav en hovedkonklusjon som sa at den observerte gjeldsgraden i hvert enkelt selskap kan forklares både ut i fra skatteeffekter, finansielle krisekostnader, agentkostnader og informasjonsasymmetri. Bøhren og Michalsen konkluderer selv med at både teori og internasjonal praksis tilsier at det er et komplisert og uavklart forhold mellom gjeldsgrad og verdi. Og at det for Norges vedkommende er gjort for få undersøkelser av teoriene og i en periode som ikke ligner på dagens Norge, når det gjelder reguleringen av kapitalmarkedet og finansieringsnøytraliteten i skattesystemet. Derfor mener Bøhren og Michalsen, at det ikke er et allmenngyldig og entydig svar på spørsmålet om det er optimal gjeldsgrad for det enkelte norske selskapet eller om selskapet i praksis bevisst velger kapitalstruktur ut fra de hensyn teorien bygger på.

5. Dividende - teori

Brealey & Myers (2003)²¹, skriver at dividende forstås forskjellig av forskjellige mennesker. En bedrifts beslutning om dividende er ofte en blanding av ulike avgjørelser i forbindelse med finansiering - og investeringsbeslutninger. Noen firmaer setter ned dividende når ledelsen ser positivt på framtiden og ønsker å bruke kapitalressurser til utvidelse av bedriften. Hvis så de fremtidige forventede inntjener forsvinner, kan ledelsen igjen ønske å avvikle videre utvidelse og har da mer penger til overs til å betale ut dividende. På denne måten er dividende et biprodukt av bedriftens budsjettsbeslutninger. En annen bedrift vil kanskje finansiere sin utvidelsesavgjørelse med gjeld. Da vil gjelden gjøre at det er penger tilgjengelig for dividende utbetaling, og dividende er da et biprodukt av gjeldsøkningsbeslutningen.

Med denne problemstillingen belyst, argumenterer Brealey & Myers for at dividende må sees på isolert fra andre finansielle problemer. Altså må vi se på dividende når vi tar for gitt bedriftens budsjett- og lånepolitikk. Men selvfølgelig må pengene komme fra en plass. Om en bedrifts investeringsutlegg og lån holdes fast, er det bare en måte å få tak i penger på, og det er ved utstedelse av aksjer. Dermed definerer teorien her, at dividendepolitikk er bytteforholdet mellom tilbakeholdt overskudd på den ene siden og betale ut penger og utstede nye aksjer på den andre. Dette siste sier noe om bedrifters muligheter til å gi tilbake penger til aksjonærene, enten via å betale dividende fra overskuddet eller ved å utstede nye aksjer og ved hjelp av disse pengene, overføre dividende til de ”gamle” aksjonærene.

5.1. Budsjett- og lånepolitikken mulighet for påvirkninger

Forutsetningen om å ta budsjett- og lånepolitikken for gitt under Brealey & Myers redegjørelse, er nødvendige for analysen. Men det kan være interessant å minne om hvilken påvirkning de nevnte faktorene faktisk kan ha i praksis, siden redegjørelsen av dividendeteorien vil prøve trekke inn dividendens påvirkning på kapitalstruktur, altså gjeldsgrad. Bøhren & Michalsen²² ser på finansieringsbeslutninger og investeringsbeslutninger i sammenheng. Denne sammenhengen gjør at for eksempel, noen

²¹ Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C., *Principles of corporate finance*, Seventh edition, McGrawHill 2003.

²² Bøhren, Øyvind & Michalsen, Dag, *Finansiell Økonomi – teori og praksis*, 3. utgave, Skarvet Forlag AS 2006.

ganger kan en investering være ulønnsom, men om denne finansieres med lån som igjen genererer skjerming av inntekt, så vil investeringen totalt sett kunne gå i pluss for bedriften.

Bøhren og Michalsen skriver at på grunn av praktiske vansker med eksakt å finne en optimal gjeldsgrad, velger mange selskaper en mer skjønnsmessig tilnærming til gjeldgraden i selskapet, noe som vil bli referert som målsatt gjeldsandel.

Det er en sammenheng mellom det enkelte investeringsprosjekt, selskapets målbare gjeldsandel og gjeldskapasiteten for hele selskapet. Med gjeldskapasitet mener Bøhren & Michalsen, selskapets evne til å kunne ta opp mer gjeld. Dette kan ofte være begrenset av uvillige kreditorer, som for eksempel ikke vil risikere mer utlån til selskapet. Total gjeldskapasitet i bedriften bestemmes ut i fra eiendelenes evne til å betjene lån og av målsatt gjeldsandel for selskapet totalt. Derfor vil et prosjekt som enten har samme risiko, eller eventuelt ikke er stort nok, ikke kunne påvirke den målsatte gjeldsandelen. Men om et prosjekt er stort nok og bærer en annen risiko enn resten av selskapet, kan dette forandre den målbare gjeldsandelen. De mener dermed at det er den målsatte gjeldsandel, alle prosjektenes forventede kontantstrømmer og risikoen i disse, som avgjør bedriftens gjeldskapasitet. Dette kan sees i sammenheng med teorien til Brealey & Myers.

5.2. Hvordan betale ut dividende

Brealey & Myers redegjør for hvordan dividenden kan benyttes. Dividenden er bestemt av et selskaps styre. Annonseringen av dividende, fastsetter at betalingen vil skje til aksjonærer som er blitt registrert innenfor en gitt dato. De som da eventuelt registrerer seg senere enn denne datoen, vil falle utenfor dividendeutbetalingen. Aksjene er normalt kjøpt og solgt med rettigheten til den fremtidige lovede dividenden, inntil noen få dager før dividende utbetalingen. Etter dette kritiske punktet vil aksjene bli solgt uten den tilkomne dividenden.

En bedrift er ikke fri til å sette hvilken som helst dividende. Noen restriksjoner kan bli satt av lånegivere, som er redd for at for store dividendeutbetalinger kan gå utover bedriftens muligheter til å overholde sine gjeldsforpliktelser. Også gjeldende lover kan hjelpe til med å

beskytte en bedrifts kreditorer fra overbetaling av dividende²³. Bøhren & Michalsen redegjør greit for disse slik:

- Det kan ikke betales ut mer dividende enn det som er forenelig med forsiktig og god forretningskikk. Dette er et generelt pålegg om aktsomhet hos dem som skal godkjenne regnskap og resultatdisponering, det vil si revisor og generalforsamling.
- Bokført egenkapital skal være minst 10 prosent etter utdelingen
- Kun fri egenkapital kan deles ut. Litt forenklet er fri egenkapital lik årets resultat pluss eventuelle tilbakeholdte resultater fra tidligere år.
- Det kan innføres dividendetak i perioder med pris-, avanse- og lønnsstopp. Eksempelvis var det i 1988 og 1989 en lov som begrenset dividenden til maksimum av 12 prosent av pålydende og største dividende i de tre foregående årene. Siden da har ingen slike begrensninger vært i kraft.
- Selskapet kan maksimalt eie 10 prosent av egne aksjer, og det kan ikke kjøpe for mer enn selskapets frie egenkapital.

De fleste bedrifter betaler dividende med vanlige penger. Men det er mulig for bedrifter å betale dividende ved å utstede flere aksjer til hver aksjonær. Dette minner mye om aksjesplitting da bedriftens verdi vil forbli uberørt. En aksjeutbetalt dividende vil vises i regnskapet ved at tilbakeholdt overskudd er blitt ført over til egenkapital.

Gjenkjøp, kan være "skjult" dividende

Det er tre måter å kjøpe igjen aksjer på. Det mest vanlige er at bedrifter planlegger å kjøpe aksjer på det åpne markedet. Men noen ganger kan bedrifter kjøpe tilbake et bestemt antall aksjer for en satt pris, denne er ofte satt 20 prosent over markedspris. Bedriften kan også gjøre gjenkjøp ved direkte forhandlinger med en stor aksjonær.

Når en bedrift ønsker å betale ut penger til deres aksjonærer, kan den enten betale ut dividende i form av penger eller de kan bestemme seg for å kjøpe tilbake noen av sine egne

²³ Aksjeloven, § 3-1, § 3-4, § 3-6, § 8-1, Allmennaksjeloven, § 3-1, § 3-4, § 3-6, § 8-1, Norges Lover, Gyldendal Akademiske, 2002

aksjer. Dette kan de gjøre ved å for eksempel by en kraftig overpris på 20 prosent over markedspris. Bedriften beholder da aksjene til de trenger pengene igjen, og selger dem da så ut. Det er en viktig forskjell i skattleggingen av gjenkjøp av aksjer i forhold til dividende i USA. Dividende er skattlagt som vanlig inntekt, mens aksjonærer som selger aksjer tilbake til firmaet, betaler skatt bare på kapitalgevinst realisert i salget. Men myndighetene er som oftest på utkikk etter bedrifter som skjuler dividende bevisst, ved å heller benytte seg av gjenkjøp. Myndighetene kan sette begrensninger på at gjentatte eller visse størrelser av gjenkjøpte aksjer, må skattes lik dividende. Dette er selvfølgelig i de land hvor kursgevinst har en skattefordel i forhold til dividende. Dette er da ikke tilfellet i Norge per i dag. Men Brealey & Myers har altså da sitt utgangspunkt i USA, hvor reglene er annerledes enn i Norge og diskuterer ut i fra dette. Men det synes som et godt poeng å få belyst gjenkjøp også fra en annen side enn den norske, med tanke på å få klart hvilke insentiver eller ikke, det norske skattesystemet gir i forhold til dividende.

Brealey & Myers henviser til empiri, som viser at gjenkjøp av aksjer har vokst dramatisk og er nå større i verdi enn dividendeutbetalingene i USA. Likevel er ikke gjenkjøp av aksjer direkte substitutter til dividendeutbetalinger hevdes det. Dette fordi de fleste bedrifter som driver med gjenkjøp av egne aksjer, er modne, lønnsomme bedrifter, som også betaler ut dividende. Så dermed kan ikke veksten i gjenkjøp av aksjer, forklare reduksjonen i dividendeutbetalinger. Vertfall ikke fullt ut.

Videre skriver Brealey & Myers, at en stor bedrift som har samlet opp en stor sum uønskede penger eller som ønsker å forandre sin kapitalstruktur ved å erstatte egenkapital med gjeld, vil som oftest gjøre dette ved å kjøpe tilbake aksjer enn å betale ut dividende. Dette begrunnes med at Amerikanske banker viste dette i 1997, ved at de hadde brukt nesten 40 prosent av deres fortjeneste til å betale ut dividende, mens resten brukte de til å kjøpe tilbake aksjer, fordi de ikke ville forplikte seg i lengden til å betale ut noen større dividende. Noe som sammenfaller med teorien om at dividende bør opprettholdes stabilt. Dette blir utdypet litt senere.

Gitt disse kontrastene i måten dividende og gjenkjøp blir brukt, er det ikke overraskende at teorien forteller at gjenkjøp ofte er mye mer flyktig enn dividende. Gjenkjøp eksploderer i oppgangstider, mens forvitrer i nedgangstider skriver Brealey & Myers.

Gjenkjøp av aksjer tillat i Norge fra og med 1999

I de siste år har et stort antall land, som Japan og Sverige, tillat gjenkjøp for første gang. I Norge ble det tillatt med gjenkjøp av egne aksjer i 1999. Handelshøyskolen BI skriver på sine hjemmesider²⁴ at en doktorgrad levert 2004 av Johannes A. Skjeltorp, påviste at bedrifter som annonserte gjenkjøp av aksjer gikk i gjennomsnitt opp med 2,5 % på børsen. Noe som er tilsvarende de resultater man finner på markedet i USA, som har kunnet kjøpe tilbake egne aksjer i mange tiår allerede, skriver BI videre å sine nettsider. Mens noen land fortsetter å forby dette helt, har andre skattlagt gjenkjøp lik dividende med ofte høye skatterater. I disse land har bedrifter, som har samlet opp en stor mengde kapital, ofte foretrukket å investere kapitalen til veldig lav avkastning heller enn å gi kapitalen tilbake til aksjonærer. Dette på grunn av at disse kan reinvestere kapitalen i (konkurrerende)bedrifter som mangler kapital.

Skjeltorp sine funn, stemmer godt overens med teorien. Brealey & Myers skriver på sine sider at gjenkjøp av aksjer er lik dividende, en måte å dele ut penger tilbake til aksjonærene. Men ulikt dividende, er gjenkjøp for det meste en handling som ikke gjentar seg. Dermed er informasjonen som ligger i annonseringen av gjenkjøp noe annet enn dividende, siden gjenkjøp ikke forplikter seg til gjentagende utbetalinger. Bedrifter kjøper igjen aksjer når de har samlet seg opp mer kapital enn de kan investere lønnsomt, eller når de ønsker å øke sin gjeldsgrad. Gjenkjøp av aksjer er ofte et positivt signal til aksjonærer, som heller ser at bedriftene betaler ut overskuddet av penger enn at de kaster pengene bort på ulønnsomme investeringer. Videre sier et gjenkjøp av aksjer noe om en bedrifts økonomiske stilling, da bedrifter med for mye gjeld å betjene, mindre sannsynlig vil drive med gjenkjøp.

Gjenkjøp kan også bli brukt for å signalisere ledelsens trygghet på fremtiden. Dette argumenterer Brealey & Myers med, ved et eksempel på at en leder som mener at aksjen til bedriften er undervurdert, gladelig kjøper igjen aksjer for 20 prosent over markedsprisen samtidig med at de gir signaler om at de vertfall ikke vil komme til å selge noen av disse aksjene til en slik lav pris. Dermed kan investorene hoppe på konklusjonen om at aksjene faktisk er undervurdert. Brealey & Myers peker på at denne effekten er bevist i undersøkelser av blant annet R. Comment og G. Jarrell (Journal of Finance 46, September 1991).

²⁴ http://www.bi.no/templates/NyhetsArtikkel_____28836.aspx

Bøhren & Michalsen påpeker at justeringsfaktoren og det målsatte utdelingsforholdet ikke er uforanderlige størrelser. Men de mener vi har for lite erfaring i Norge enda, for å kunne si noe om hvordan denne dividendevarianten brukes.

5.3. Litner Modellen

Brealey & Myers redegjør i sin bok for Litner's Modell, som er en relevant teori i forhold til dividende. Den blir oppsummert slik i Brealey & Myers (2003):

Litner's beskrivelse av hvordan dividende blir bestemt:

1. Bedrifter har langsiktige mål for dividendeutbetalingsforholdet. Modne bedrifter med stabil fortjeneste betaler generelt ut en høyere andel av deres fortjeneste, mens vekst bedrifter har lav andel av utbetaling om de i det hele tatt har noen.
2. Ledere fokuserer mer på dividende forandringer enn det absolutte nivået på dividenden. Dermed er det å betale ut 2 kroner i dividende enn viktig finansiell beslutning om fjorårets dividende lå på 1 krone. Men om den også lå på 2 kroner sist år, er det ikke noen stor beslutning.
3. Dividende forandringer følger skifte i langsiktig varig fortjeneste. Ledere glatter ut dividenden. Flyktige forandringer i fortjenesten vil mest sannsynlig ikke påvirke dividendeutbetalingen.
4. Ledere er motvillig til å gjøre endringer i dividendeutbetalingen som de kanskje må reversere. Spesielt er de bekymret for å trekke tilbake en økning i dividenden.

Litner utviklet en enkel modell som er konsistent til disse fakta og den forklarer dividende utbetalinger godt. Modellen ender i en konklusjon som tilsier at, om Litner er rett, så kan vi forklare dividende ved hjelp av et veid gjennomsnitt av nåværende og tidligere fortjeneste. Brealey & Myers nevner en omfattende studie av Fama og Babiak, som antyder at Litner's teori gir en høvelig god forklaring på hvordan bedrifter bestemmer dividenden, men den er ikke hele forklaringen på dividende spørsmålet. Brealey & Myers forventer at ledere tar fremtidige utsikter like mye med som tidligere prestasjoner, når de gjør dividende vurderingen.

Test av Litner Modellen i Norge

Bøhren og Michalsen redegjør for en test av Litner Modellen i Norge. Denne fulgte opp 25 børsnoterte selskaper over perioden 1980-1995. Det gjennomsnittlige utdelingsforholdet viste seg å være på 20 prosent av overskuddet. Mens justeringsfaktoren som skal sørge for en viss stabilitet i dividendeutbetalingene, var på 0,5. I gjennomsnitt styrte disse selskapene mot et mål om å dele ut 20 prosent av overskuddet i dividende, og ved dette å pløye de resterende 80 prosent tilbake i bedriften. Videre ble en endring i resultatet fra et år til et annet, dempet i forhold til dividendeutbetalingen, ved at resultatendringen ville påvirke dividenden bare med halvparten av det den egentlig ville tilsi for dividendeutbetalingen. Dette på grunn av justeringsfaktoren på 0,5, som beskrevet av Litner-modellen. Denne enkle modellen kunne forklare nesten halvparten av dividendeendringene. Videre skriver Bøhren og Michalsen, at en liknende undersøkelse i USA hadde en forklaringsgrad på hele 85 prosent. Bøhren og Michalsen konkluderer med at den som vil forstå dividendepolitikk i praksis, bør tenke på dividendebeholdningen som en målsatt andel av årsresultatet, men samtidig være klar over at dette faste utdelingsforholdet bare gjelder hvis også fjorårsdividenden ligger nær årets målsatte dividende.

Dividende som en indikator på en lønnsom bedrift

Brealey & Myers skriver at i noen land, er det vanskelig å stole på den informasjonen som bedriften gir. Dette kan være en tendens til å holde ting hemmelig og at det opprettes komplekse bedriftsorganiseringer, som produserer formue - og fortjenestetall som nesten er meningsløse. Hvordan kan da investorer i en slik verden skille de virkelig lønnsomme selskapene fra de litt mindre lønnsomme? Det argumenteres for at dividende kan brukes som en indikator på hvem som står godt i det og hvem som ikke gjør det. Bedrifter som rapporterer om god fortjeneste og som i tillegg betaler ut høy dividende, beviser vertfall på en måte at de har tilgang på penger. Andre bedrifter som rapporterer det samme uten at forholdene er like gode, kan i første omgang kanskje betale ut høy dividende for å bekrefte den feilinformasjonen de først har kommet med. Men dette er kun kortsiktig, da et selskap som ikke tjener nok penger i utgangspunktet vil få store problemer med å skrape sammen nok, til å i lengden kunne betale ut en høy dividende. Resultatet av en slik taktikk kan være at det allerede dårlig stilte selskapet må avlyse fremtidige investeringer eller be om mer lån - eller egenkapitalfinansiering. Dette er altså en såpass kostbar strategisk bommert, at det er mindre

sannsynlig at et selskap som er dårlig stilt, vil finne det fornuftig å betale ut en høy dividende. Dermed kan dividenden slik antyde de lønnsomme selskapene fra de mindre lønnsomme.

Det er en del empiriske bevis for at ledelsen faktisk ser på fremtidsutsiktene når de velger å sette dividenden. Noe som sammenfaller med Litner's teori som hevder at ledelsen ikke setter dividenden, før den vet at den eventuelt økte fortjenesten vil holde seg i lang tid fremover. Altså, at dividenden kan holdes stabil. Brealey & Myers redegjør for dette og trekker frem blant annet at Benartzi, Michaely og Thaler (1997), fant ut at høyning av dividendeutbetalinger gjerne ble fulgt av et par år med uvanlig stor vekst i fortjenesten. Selv om denne raske veksten ikke fortsatte utover de år dividenden var høynet, så ble for det meste den bedre fortjenesten opprettholdt og nedgang i fortjenesten var relativt sett uvanlig. Brealey & Myers nevner et annet bevis på dette, som er Healey og Palepu (1988). Disse fokuserte på selskaper som betalte ut dividende for første gang. Undersøkelsen viste at i gjennomsnitt økte fortjenesten med 43 prosent i det året dividenden ble betalt ut. Dermed nok et bevis på at ledelsen også ser på fremtidsutsiktene når de bestemmer seg for dividenden.

Videre argumenterer Brealey & Myers for, at hvis nå dividende gir en viss sikkerhet for at det nye nivået av fortjeneste sannsynligvis vil opprettholdes, er det ikke rart at en annonsering av kutt i dividenden vanligvis blir oppfattet av investorer som dårlig nytt. Altså et kutt i dividenden kan ofte føre til at aksjekursen faller, mens en høyning i dividenden kan få aksjekursen til å stige. Men det som er viktig å få med, er at investorene ikke er opptatt av nivået på dividenden, men eventuelle forandringer i nivået på dividenden er det kritiske. Dette siste gjelder for USA og strukturen i investormarkedet der. Og som vil bli presentert straks, gjelder dette også for Norge. I andre land som i Japan, hvor bedriftene ofte har et nærmere forholdt til store aksjonærer, så er ikke denne dividendefølsomheten så stor, da informasjonsflyten mellom selskap og aksjonærer er bedre og mer pålitelig.

Bøhren og Michalsen diskuterer også dividende som en indikator eller signaleffekt, som de benevner det, for at det er bedre tider i vente for selskaper. De mener at teorien tilsier at stor uventet dividendeøkning, burde etterfølges av stor resultat- eller kontantstrømsforbedring. Bøhren og Michalsen mener at dette ikke holder i praksis. De referer til empiriske undersøkelser, som påviser at det er en positiv sammenheng mellom økt kontantdividende og aksjekurs, og motsatt. Men de mener at det er ingen påviselig sammenheng mellom endret

dividende og faktisk endret fremtidig inntjening. Det er derimot en sterk, positiv kobling mellom årets dividende og både årets og fjorårets overskudd.

Akkurat under denne redegjørelsen angående dividende som en signaleffekt, er ikke Bøhren og Michalsen så grundig som de ellers er i deres bok fra 2006. Ved et flertall av sine påstander og henvisninger til empiriske resultater, referer de også til de faktiske tall og selve undersøkelsene. Under påstanden om at resultat- og kontantstrømsforbedringer ikke viser seg i praksis, er det verken referert til en undersøkelse eller konkrete tall. Det blir da vanskelig å vite hva de faktisk bygger sine argumenter på. Videre kan det jo tenkes at det er andre faktorer, som faktisk får økt dividende til å bli et positivt signal. Det kan jo være at selv om verken resultat- eller konstantstrøm viser tallmessige forbedringer, kan for eksempel økt dividende signalisere en tryggere, ved at for eksempel nye langsiktige avtaler som selskapet har fått, vil sikre den kontantstrøm som i dag er i selskapet, i lang tid fremover. Og aksjer blir jo som kjent også priset etter hvilken risiko de bærer.²⁵ Videre synes det rart at Skjeltorps tidligere nevnte funn, skulle bare speile investorer som konsekvent tar feil, noe som Bøhren og Michalsen så vidt antyder uten at de legger særlig vekt på dette. Det siste er problematisk, med tanke på at tilsvarende resultater lik Skjeltorp sine, finnes i USA. Og med tanke på at USA i flere tiår har hatt denne muligheten til gjenkjøp, synes det svært lite sannsynlig at investorer har tatt feil over så mange år. Bøhren & Michalsen synes å ville forklare investorenes reaksjon på svingninger i dividenden, med blant annet ulempene ved finansielt slakk og mulighetene for å kunne unngå dette ved for eksempel utbetaling av dividende. Deres redegjørelse for dette er bundet sammen med agentteorien. I tillegg knytter de også denne forklaringen til prinsippal-agent teorien.

Bøhren & Michalsens tilbakevisning av signalteorien, altså om dividende kan være en indikator, synes som nevnt, noe svak. En annen vinkling av kritikken mot Bøhren & Michalsen på dette området, er teorien om at dividende som settes opp, må vites at den kan holdes stabil. Derfor må ledelsen som setter opp dividenden, nødvendigvis ha en tanke om at de har overskudd nok til å opprettholde denne.

Denne diskusjonen er viktig, siden dividenden som signaleffekt, vil komme til å spille en sentralrolle under analysen senere i oppgaven.

²⁵ Dette er jo for eksempel det kapitalverdimodellen bygger, når den hjelper oss til å forstå prisingen av aksjer. Se Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., "Investments", sixth edition, Mc Graw Hill, kapittel 9.

Dividende, en indikator eller et resultat?

Brealey & Myers argumenterer altså for ovenfor, at ledelsen ser på framtidsutsiktene når de setter dividenden. Men økningen i aksjeprisen grunnet dividendeøkningen, vil uansett komme den dagen den økte fortjenesten begynner å vise seg, skriver Brealey & Myers videre.

Spørsmålet er nå skriver Brealey & Myers, om avgjørelsen i forandringen på nivået til dividenden, forandrer aksjeprisen eller om den bare gir et signal om verdien av aksjen. Dette spørsmålet må ikke forveksles med Bøhren & Michalsen sin påstand om at dividenden kun settes på bakgrunn av selskapets nåværende opptjente resultater, og ikke på bakgrunn av framtidsutsiktene for selskapet. Deres påstand er jo nettopp at de mener at dividende ikke gir et signal om verdien av aksjen, som i praksis avspeiler investorenes håp for selskapet i fremtiden. Om selve dividendeøkningen påvirker aksjeprisen, altså at dividenden i seg selv er så fristende for investorene at de verdsetter aksjen høyere, tar de ikke stilling til her. Bøhren & Michalsen kommer tilbake til dette under redegjørelsen av dividende og investorers behov for likviditet.

I finansteorien er det ulike holdninger til denne teorien om dividende er et resultat eller en indikator. Brealey & Myers redegjør for teorien på følgende måte: På høyresiden er det en konservativ gruppe som tror på at en økning i dividendeutbetalingen, øker en bedrifts verdi. På venstresiden er det en radikal gruppe som tror på at en økning i dividendeutbetalingene, reduserer verdien. Og i midten er det en ”gylden middelvei” - gruppe som hevder at dividendepolitikk ikke har noe å si.

”Den gyldne middelvei” - gruppen ble grunnlagt i 1961 av Modigliani og Miller, da de publiserte den teoretiske artikkelen som viser irrelevansen av dividendepolitikken i en verden uten skatter, transaksjonskostnader og andre markedsdefekter. Denne påstanden Modigliani & Miller hadde, er nå generelt akseptert og problemstillingen er nå vridd til om hvorvidt skatter og markedsdefekter forandrer situasjonen. Venstresiden i denne diskusjonen har altså akseptert Modigliani & Miller sin påstand, men mener at ved å ta med skatter og kostnaden ved å utstede verdipapirer, så er det verdt å argumentere for lave dividendeutbetalinger, om noen.

Forutsetningen som ble satt i denne redegjørelsen av dividendeteori, har til nå vært at en bedrifts investeringsbeslutninger er uavhengig av dets finansieringspolitikk. På det sett skriver Brealey & Myers, at et godt prosjekt er et godt prosjekt, uansett hvem som påtar seg dette og hvordan det er til sist finansiert. Om dividendepolitikk ikke påvirker verdien, er dette fremdeles sant. Men om dividendepolitikk påvirker verdien, kan attraktiviteten til et nytt prosjekt være avhengig av hvor pengene kommer fra, skriver Brealey & Myers videre. Om for eksempel investorer foretrekker bedrifter med høy dividende, da vil kanskje bedrifter være motvillig til å ta på seg investeringer som må finansieres med tilbakeholdt overskudd. Dette er en antydning som kan tyde på at dividendepolitikken faktisk kan ha noe å si for kapitalstrukturen, om slike bedrifter for eksempel vil være villig til å heller finansiere sine prosjekter med gjeld enn med tilbakeholdt overskudd, for slik å kunne finansiere den påkrevde dividenden. Videre diskusjon angående dette, kommer senere under analyse kapitlet.

Det skal taes med at de som har skrevet boken jeg henter teorien fra, bekrefter at de tilhører "den gylne middelvei" gruppen og heller litt til venstre siden. Som investorer foretrekker de lav dividende fordi de ikke liker å betale skatt. Dette var da ikke situasjonen i Norge før 2006, men den situasjonen er det i USA, hvor forfatterne har sitt utgangspunkt. Det er dividendeneutralitet i skattesystemet i Norge i dag, noe om vil bli redegjort for grundigere i kapitlet; "Nøytralitet i dividendepolitikken med hensyn til skatt".

5.4. Dividendepolitikk irrelevant i det perfekte marked

Dividendepolitikk betyr ingenting i en verden med perfekte markeder, hvor det altså ingen skatt, og hvor gjeldsgraden er fast. Det vil si at dividendepolitikk er irrelevant i det perfekte marked og hvor dividenden ikke påvirker kapitalstrukturen i bedrifter. Det at dividendepolitikk er irrelevant, begrunnes med at hvis bedriften skal betale ut dividende til de eksisterende aksjonærene, uten å kunne finansiere dette med et tilbakeholdt overskudd eller ta opp mer gjeld, må de altså utstede nye aksjer. Dette fører til at hver gamle aksje blir mindre verdt på grunn av at bedriftens verdier nå er fordelt utover flere aksjer. De eksisterende aksjonærene "mister altså" verdier på grunn av aksjeutstedelsen, men det de taper vil bli akkurat oppveid av at de får gevinsten fra den nye aksjeutstedelsen utbetalt som dividende. Videre vet vi jo også at å bare overføre tilbakeholdt overskudd til aksjonærene i form av dividende, ikke vil utgjøre noe rent økonomisk for dem, annet enn at de kanskje ønsker bedre

likviditet i form av penger mellom hendene. Når dividende overføres til aksjonærene, går verdien av aksjene akkurat ned med den sum som overføres aksjonærene. De er altså, økonomiskstilt, i samme situasjon. I en slik verden hvor dividendepolitikk ikke har noe relevans, argumenteres det for at dividenden burde svinge som et biprodukt av en bedrifts investerings- og finansieringsbeslutninger som tidligere nevnt.

Prosessen som er beskrevet ovenfor, kan også fungere i motsatt rekkefølge. Med investerings og lånepolitikken gitt, vil all reduksjon i dividende måtte bli balansert ved reduksjon i antall aksjer utstedt eller ved å gjenkjøpe tidligere utstedte aksjer. Det vil si at det å skifte fra å betale ut dividende til å gjenkjøpe aksjer, ikke vil ha noen påvirkning på aksjonærenes økonomiske stilling. Men det er verdt å være oppmerksom på at når aksjer blir gjenkjøpt, vil verdioverføringen være til fordel for de aksjonærene som velger å ikke selge. Deres økonomiske stilling er den samme, men de har i tillegg fått kjøpt ut andre aksjonærer slik at de er blitt færre aksjonærer.

5.5. Hvorfor dividendepolitikk betyr noe

Brealey & Myers skriver at troen på viktigheten av dividendepolitikken er vanlig i foretnings- og investeringsmiljøer. Aksjonærer og investeringsrådgivere presser kontinuerlig finansfunksjonene i bedrifter for økning i dividenden. Men konklusjonen om at dividende er lønnen til aksjonærene og at om de ikke får denne er de verre økonomisk stilt, holder ikke mål skriver Brealey & Myers.

Bøhren og Michalsen skriver at det ikke skattemessig gunstig for eierne, at selskapet overfører likviditet til eierne ved dividende, for deretter å ta igjen pengene ved nye emisjoner. Det er likevel påvist skriver de, at nesten 90 prosent av dem som tegner ved en norsk nyemisjon, er selskapets eksisterende eiere. Bøhren og Michalsen konkluderer med at for børsnoterte selskaper er ikke eiernes likviditetsbehov noe godt argument for høy dividende. Igjen et argument for at dividende er en måte å skattefritt kunne omplassere kapital på, som privat person.

90 prosent av norske børsnoterte aksjer eies nå av norske selskaper, staten og internasjonale investorer (som overveiende er bedrifter), skriver Bøhren og Michalsen. Videre skriver de, at for disse eierne vil ikke høy eller lav dividende, ha vesentlig betydning for deres likvide

posisjon. Men det kan oppstå et regnskapsmessig overskuddsproblem for slike eiere når dividendeinntekten uteblir. Dette på grunn av at selv om de økonomisk sett er likestilt uansett om dividende blir utbetalt eller ikke, jamført tidligere diskusjon av Brealey & Myers, så vil dividendeinntekten telle positivt i resultatregnskapet, mens kursgevinst ikke inngår før aksjen selges. Bøhren og Michalsen skriver at i den grad aksjen prises etter regnskapstall og ikke etter virkelige verdier, er dette et argument for høy dividende. I alle fall i de tilfeller hvor de fleste eierne er selskaper. Uten å vektlegge dette noe særlig, så skal da velfungerende markeder kunne reflektere de virkelige verdier i selskapene, så fremst disse er kjente. Dermed bør ikke dette argumentet for opprettholdelse av dividendeutbetalinger, veie for tungt.

Videre skriver Bøhren og Michalsen at et annet argument for at dividendens likviditetseffekt er uvesentlig, får man ved å se på internasjonal statistikk. Denne statistikken gir ingen grunnlag for å trekke en konklusjon om at dividendens likviditetseffekt er vesentlig.

Likviditet kan være et argument for dividende i unoterte selskaper

Transaksjonskostnadene for unoterte selskaper, er betydelig høyere enn for de noterte, blant annet for at det er mer ressurskrevende å skaffe kjøpere og selgere. I tillegg er det ofte færre eiere med større innflytelse i unoterte selskaper, som kan oppleve det vanskelig å hente ut likviditet ved å selge ut aksjer og dermed gi bort kontroll. Derfor er det ikke rart at Bøhren og Michalsen kan henviser til en empirisk studie, som spenner fra 1988 til 1994, som forteller at unoterte selskaper mye mer enn noterte, benytter seg av dividende for å hente ut kapital.

Andre argumenter for dividende

Men det er mer tungtveiende argumenter for viktigheten av dividendepolitikken enn likviditetsspørsmålet, skriver Brealey & Myers. De som favoriserer høy utbetaling av dividende, argumenterer for at det finnes en naturlig nisje for høydividende aksjer. Disse investorene kan for eksempel være stiftelser - og legatfond, som kan foretrekke høy - dividende aksjer, fordi dividende er ansett som tilgjengelig inntekt som kan brukes, mens kursgevinst derimot regnes som tillegg til den kapital de er satt til å forvalte. Dette argumentet faller på den diskusjon om likviditet av Bøhren & Michalsen, som ble presentert ovenfor. Videre har det vært argumentert, at selv om individer er fri til å bruke kapital, kan de sette pris

på den selvdisciplinen som kommer med å bare bruke den kapital som kommer av dividende. Dessuten er det for store firma enklere og billigere å utstede dividende hvert kvartal, enn for aksjonærer å selge ut deler av aksjeposten hvert kvartal. Det begrunnet i transaksjonskostnader og betydelige ulemper for aksjonærene.

Om det holder stikk at dividendepolitikk ikke har noe å si for noen, hvorfor spør da ofte aksjonærer etter høyere dividende? En god grunn som spesielt passer til modne bedrifter uten mange godt lønnsomme investeringsmuligheter, er at ledelsen der kan bli mistenkt for å bruke overskuddet av penger til å heller bygge ut til et større imperium enn et mer lønnsomt et. Dette vil bli gjort rede for senere under ulempen ved finansielt slakk. I slike situasjoner ønsker nok noen aksjonærer heller sjenerøse utbetalinger av dividende, for å signalisere en mer forsiktig og verdiorientert investeringspolitikk. Men dette er altså ikke en lett avgjørelse, med tanke på balanseringen av finansielt slakk og dets gode og dårlige sider.

Venstresiden i dividende problematikken ser det altså slik, at så lenge dividende er skattlagt tyngre enn kursgevinst, bør bedrifter betale ut så lav dividende som mulig. Tilgjengelig kapital burde beholdes eller bli brukt til gjenkjøp av aksjer. Om så denne overbevisning resulterer i lavere skatter, burde den bli ønsket velkommen av alle skattebetalende investorer skriver Brealey & Myers. Derfor så vil få av venstresiden kreve absolutt nullutbetaling av dividende, selv om de ønsker denne så lavt som mulig. Det er gjerne derfor ledelsen i en bedrift argumenterer for gjenkjøp av aksjer med andre grunner, enn for å spare skatt for aksjonærene. Videre argumenterer venstresiden for skriver Brealey & Myers, at de bedrifter som utbetaler dividende vertfall burde begrense dette såpass, at ny utstedelse av aksjer er unødvendig. Dette ville så ikke bare spart skattepenger for aksjonærene, men de ville også ha spart transaksjonskostnader ved aksjeutstedelse.

Om dividende blir skattlagt tyngre enn kursgevinst, burde investorer betale mer for aksjer med lav dividendeavkastning. Altså burde investorer akseptere lavere avkastning før skatt, fra verdipapirer som tilbyr avkastning i form av kursgevinst enn dividende, skriver Brealey & Myers.

Det er et faktum at når bedrifter skal gjøre en stor engangsoverføring av penger til aksjonærer, så velger de som oftest å gjøre dette ved gjenkjøp av aksjer, enn ved en stor midlertidig økning i dividende. Brealey & Myers skriver, at en stor problemstilling i teorien er at om

dividende trekker på seg mer skatt enn kursgevinst, hvorfor skulle da noen firma noen gang betale ut dividende? Dette ble da delvis besvart i forbindelse med trusselen om endrede skatteregler fra myndighetenes side. Denne diskusjonen tar som kjent utgangspunkt i forholdene i USA. I Norge er det ikke skattemessig forskjellsbehandling av kursgevinst og dividende. Men det er også bedre argumenter for dividendepolitikk enn forskjellsbehandling i skatt, skriver Brealey & Myers. Dette kan forklare hvorfor mange bedrifter fremdeles betaler ut dividende. Se videre diskusjon.

Dividende og dets sammenheng med aksjepris

For bekreftelse av dividendeteorien i forbindelse med aksjepriser, burde det historisk vært mulig å observere at aksjer med høy dividende, burde selges til litt lavere pris og derigjennom tilby høyere avkastning, enn aksjer med lavere dividendeutbetalinger. Men dette har vist seg å være vanskelig å bevise i praksis, grunnet ulike gjennomgående problemer.

Ikke bare er det forskjell i skatteprosenten mellom kursgevinst og dividende i USA, men det er også forskjell i måten den blir betalt inn på. Det går ut på at skatt på dividende må betales umiddelbart, mens skatt på kursgevinst ikke trengs innbetalt før kapitaløkningen er realisert i form av at investor selger aksjene. Dette betyr at jo lengre investor venter med å selge aksjene, jo mindre blir nettonåverdien av skatten han forplikter å betale.

Bedrifter derimot opplever denne problemstillingen motsatt i USA. De må betale skatt på bare 30 prosent av den dividenden de mottar. Dermed er den effektive skattesatsen på dividende mottatt av store bedrifter på 30 prosent av 35 prosent, eller 10,5 prosent. Mens de på den annen side må betale 35 prosent skatt på hele beløpet av realisert *kapital gevinst*. I Norge er det etter 2004 som nevnt noe som heter Fritaksmetoden, denne gjør at bedrifter i praksis ikke betaler skatt på utbytte og kapitalgevinst i Norge. Som påpekt tidligere, er det alltid fare for tilpasninger til skattesystem. Det vil bli tatt nærmere opp under analysen

“Den gyldne middelvei” – gruppen som Brealey & Myers skriver om, representert ved Miller, Black og Scholes (1974, 1978, 1986), holder på at dividende politikk ikke har noen påvirkning på en bedrifts verdi. Argumentene går ut på at hvis dividende har en effekt på verdien av en bedrift, hvorfor vises da ikke dette i markedet? Dette forklares ved at

dividenden er hvor den er fordi ingen bedrift tror at den ved kun å endre dividendeutbetalingen, kan øke aksjeprisen. Dette argumentet blir møtt med forklaringen om at denne situasjonen i forhold til dividende, ikke er inkonsistent med at det har vært investorer med høy skattebelastning som har ønsket lave utbetalinger i form av dividende i markedet. Men at disse ble tidlig tilfredstilt i markedet. Og dermed har ingen nye bedrifter på markedet, hatt noe insentiv til å prøve trekke til seg disse som ønsker lavere dividende. Dette argumentet møter Miller, Black og Scholes med at investorer som ønsker større utbetaling av dividende, også må være tilfredsstilt i markedet. Om alle kundene i markedet er tilfredsstilt, vil deres etterspørsel etter høy eller lav dividende ikke ha noen effekt på priser eller avkastning. Det betyr altså ingenting hvilke kunder et firma velger å appellere til.

Om denne argumentasjonen til den ”gylne middelvei”-gruppen er rett, burde vi ikke forvente å se noen generell sammenheng mellom dividendepolitikk og markedsverdier, og dermed vil verdien av en individuell bedrift være uavhengig av dets valg av dividendepolitikk. Miller, Black og Scholes, mener likevel at det er viktig å merke seg at bedrifter ikke ville hatt en sjenerøs utbetalingspolitikk, om de ikke trodde det var dette investorene ville ha. Altså, de mener det er ingen fordel for bedriftene i seg selv å ha en høy utbetalingspolitikk av dividende. Jamført redegjørelsen til Bøhren & Michalsen. Men at det finnes investorer som likevel ønsker høy utbetaling av dividende.

5.6. Dividende og skatt

Spørsmålet som nå trenges svar på i følge Brealey & Myers, er hvorfor ønsker investorene høye utbetalinger på tross av skattebelastningen? Igjen, det er viktig å huske på at Brealey & Myers diskuterer under en kontekst hvor dividende er tyngre skattlagt enn kursgevinst. Argumentet fra Miller, Black og Scholes skriver Brealey & Myers, har vært at det finnes mange unntak fra skattesystemet når det gjelder å betale skatt på utbytte. Blant annet kan investorene operere gjennom pensjonsfond eller forsikringsselskap. Disse vil, foruten om at de ikke har noen formelle ulemper med dividende som skattebelastning, også ha en fordel av dividende i forbindelse med kontrollen av finansielt slakk i bedrifter. Dette er, som det vil bli senere bli tatt opp, spesielt viktig i modne og lønnsomme bedrifter, som produserer store kapitaloverskudd, men som ikke nødvendigvis sitter med gode positive nettonåverdiprosjekter å investere i. Disse finansielle institusjonene, er gode investorer å ha. Dette fordi de overvåker nøye bedriftene som de investerer i og bringer med seg et visst press på dårlige ledere slik at

de må prestere. Derfor er veldrevne bedrifter glad for å ha disse finansielle institusjonene som investorer, mens de mer dårlige drevne bedriftene ønsker noen mindre grundige og mer medgjørlige investorer. Denne argumentasjonen fører til slutningen om at veldrevne bedrifter ønsker å signalisere sin verdi. Dette kan de gjøre ved å ha en høy andel av krevende institusjoner blant deres aksjonærer. Og disse kan de altså lokke til seg ved blant annet å betale ut en høy dividende. Dette fører igjen med seg, at selv de av aksjonærene som må betale skatt godtar den høye dividende grunnet visse fordeler. Disse fordelene går ut på at institusjonelle institusjoner er villig til å bruke tid og krefter på å overvåke ledelsen av bedriften, noe som de andre aksjonærene også kan nyte godt av.

Bøhren og Michalsen drøfter dividende og skatt ut fra diskusjonen om høy kontra lav dividende, påvirker den kontantstrømmen eierne sitter igjen med etter at både de og selskapet har betalt sine skatteregninger. Om det skulle vise seg at det er en hvis sammenheng her, så kan det være at dividendebeslutninger kan påvirke selskapsverdi. Altså, at det finnes en skattemessig optimal dividendepolitikk. Dette kan med fordel sees i sammenheng med Brealey & Myers diskusjon om skatt og kapitalstruktur, presentert tidligere.

Nøytralitet i dividendepolitikken med hensyn til skatt

Bøhren og Michalsen tar noen forutsetninger i deres gjennomgang. Disse er at selskapets investeringer tilsvarer avskrivningene, og at arbeidskapitalen er konstant, altså nullvekst. Selskapets totale kontantstrøm er da lik driftsresultatet etter skatt. Ut fra Bøhrens og Michalsen sine beregninger, så viser det seg at hvis eierbeskatningen er nøytral, så kan ikke dividendepolitikken påvirke eiernes formue gjennom skattekonsekvenser. De peker på at det norske skattesystemet etter reformen 2006, har nettopp denne egenskapen. Bøhren & Michalsen skriver at i fra bedriftsskattene alene er det norske skattesystemet fra 2006 dividendenøytralt, dette fordi selskapets skattebetalinger er uavhengige av om overskuddet pløyes tilbake i bedriften eller betales ut. Dette støttes av den nevnte artikkelen fra Beta (Nr.1, 2006)²⁶. Der illustreres det via et eksempel, aksjonærmodellens skattemessige nøytralitet når det gjelder aksjonærens avgjørelse om å holde på eller realisere aksjen. Videre henviser artikkelen i Beta (Nr.1, 2006) til en Sørensen (2005), som viser i en teoretisk modell at aksjonærmodellen faktisk er nøytral når det gjelder investering, finansiering og

²⁶ Artikkelen fra Beta Nr. 1, 2006. "Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen 2006".

realiseringsavgjørelsen. Og at disse egenskapene ved aksjonærmodellen, holder også under usikkerhet dersom en tillater fullt tapsfradrag. Men at det derimot i praksis, ikke vil være fullt tapsfradrag siden ubenyttet skjermingsfradrag verken kan brukes som fradrag mot annen inntekt eller bli videreført ved salg av aksjen, noe som gjør at det ikke er full nøytralitet i praksis i skattereformen fra 2006, med tanke på finansiering. Dette siste går noe utover selve dividendefokuset. Men det kan være greit å ha i bakhodet hvordan skattesystemet i sin helhet faktisk fungerer, selv om drøftelsen av dividende og skatt må forgå under et noe forenklet verdenssyn, med tanke på de forutsetninger som er tatt.

Siden det er toleddsbeskatning i Norge, kan imidlertid verdieffekten av dividende bare avgjøres ved å undersøke totale skattekonsekvenser, det vil si hva som blir igjen etter at både bedrifts og eierskatt er betalt, skriver Bøhren og Michalsen. Videre skriver de, at siden systemet også er nøytralt på eierens hånd, altså at de skattes like mye ved dividende som ved kursgevinst, blir konklusjonen at de norske skattereglene er dividendenøytrale og derfor irrelevante for utformingen av en verdimaksimerende dividendepolitikk.

Norske eiere kontra utenlandske

Bøhren og Michalsen tar opp problemstillingen, norske eiere kontra utenlandske. Det norske skattesystemet er nøytralt angående selskapets dividendepolitikk, i vertfall i de tilfeller eier er norsk. Ved utenlandske eiere eller investorer, avhenger skattebehandlingen av den skatteavtalen Norge har med investors hjemland, jamført blant annet de tidligere nevnte EØS regler. Det grunnleggende prinsipp for slike avtaler, er at investor skal skattlegges på samme måte av eierinntekt fra et norsk selskap, som av eierinntekt opptjent fra et selskap i investors hjemland. Det er innlysende at et slikt prinsipp er viktig, for ikke å få store forskyvninger av kapital på bakgrunn av ulike skatteregler. Og det bygger opp under departementets påstand om at reformen innført i 2006, ble innført på bakgrunn av blant annet kravet om lik beskatning innen EØS.²⁷ Selv om utenlandske investorer måtte skatte lik de gjorde i hjemlandet også under de gamle reglene, så kan man se at det blir en slags ”smøring” av hjemlige investorer i Norge, i forhold til at de helst skulle investere i norske bedrifter enn i

²⁷ Skattedirektoratets melding 4/06, 13. mars 2006, ”Skattereformen 2004-2006”, pkt. 3.3, http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/SKD-meldinger/SKD_04-06.pdf (29/3 2007)

utenlandske, ved at dividenden kun var skattefri i Norge. Bøhren og Michalsen opplyser også om at ca. en tredjedel av eierinntektene på Oslo Børs tilfaller utlendinger.

Dividendeffekter av skatt

Bøhrens og Michalsens beregninger viser at tilbakepløying av overskuddet er best dersom dividende beskattes hardere enn kursgevinst på mottakers hånd, mens dividende er best når skatten er høyest på kursgevinst. Selv om det nå er nøytralitet i skattesystemet i Norge, var det jo slik at før 2006 så ble dividenden favorisert fremfor kursgevinst. For selskapsinvestorer gjaldt dette før "Fritaksmetoden" kom i 2004. Bøhren og Michalsen gjør også en slik beregning og analyse, som de mener viser at skattesystemet i Norge før 2006, virket nøytralt på dividendebeslutninger om det ikke var skatt på kursgevinst. Men at faktum er at kursgevinst ble skattlagt mellom 0 og 28 prosent og dermed utgjorde dette en favorisering av dividende fremfor kursgevinst. På bakgrunn av dette kan det antydes at det tidligere hadde vært en liten fordel for eierne, at bedriften finansierte med gjeld og ikke med tilbakeholdt overskudd, for slik å kunne betale ut mer dividende. Men dette skal da også sees i sammenheng med det faktum at norske selskap har holdt seg klart under grensen for det som er lovlig å betale ut av dividende. Dette argumentet vil bli viktig under analysedelen i oppgaven.

Bøhren og Michalsen påpeker også at det med unntak av 2001 (dividende ble skattlagt akkurat dette året, men opphevet fra og med inntekståret 2002²⁸), var det i perioden 1989 til 2006, ingen kombinasjoner av skattesatser som favoriserte tilbakepløying av overskudd. Mens det etter reformen 2006 ikke finnes skatteinsentiver for dividendepolitikk uansett hvilken type eier vi ser på. Dette sett i sammenheng med konklusjonen om at skattesystemet etter 2006, er moderat gjeldsfavoriserende i de tilfeller der det er mye private investorer, som nevnt i den tidligere redegjørelsen av Bøhren og Michalsen, er interessant og vil bli diskutert videre under analysedelen.

Dividendeteori vurdert i forhold til empirisk studie

²⁸ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/NOUer/2003/NOU-2003-9/7.html?id=381850> (23/4 2007)

Bøhren og Michalsen fant aldri ut hvorfor selve nivået på dividenden er så lav i Norge. Men de gjennomgikk altså fire klasser av teorier for å finne mulige grunner til at dividendepolitikken skulle variere fra selskap til selskap innen et land. Her gies det en presentasjon av deres egen vurdering av hvorvidt teori stemmer med empiri.

Bøhren og Michalsen presenterer en studie av et stort utvalg selskaper i USA, som spenner seg over årene 1972 til 1999. Resultatet av denne viser at andelen selskaper som betaler dividende, har sunket markant over tid. Noe som kan sammenfalle med likviditetsargumentet, det at det er mye større likviditet av aksjer i dag i markedet, og dermed mindre bruk for dividende. Noe som forsterkes av at emisjonskostnadene ikke har falt tilsvarende. Et annet funn var at tilbakekjøp av aksjer er blitt mer og mer vanlig. Dette i tillegg til fallet i dividende utbetalinger, støtter ikke teorien sin forklaring av skatt sin påvirkning på dividende. Bøhren og Michalsen mener at siden skattediskrimineringen av dividende ble sterkt redusert eller forsvant helt i andre halvdel av åttiårene, burde dette ha økt tendensen til å betale dividende og redusere tilbakekjøp. Bøhren og Michalsen mener også at funnet om at de bedrifter som betaler dividende, er større, har høyere overskudd og har lavere vekstpotensiale enn andre selskaper, i tillegg til funnet om at selskaper som har høy investeringstakt og vekstpotensial ikke betaler dividende, støtter deres antakelse om at dividenden ikke brukes som signalfunksjon på bedre tider i selskaper, men kun er et resultat av selskapets opptjening til nå. Denne konklusjonen synes igjen noe tynn, da disse resultatene heller ikke strider i mot at dividende kan være en signalfunksjon. Det handler jo om å kunne se virkninger etter at dividendenivået er forandret. Hvorvidt dividenden ble brukt av selskapet eller ikke før endringen i dividende, vil i denne sammenheng være urelevant. Det er den relative endringen som er interessant under teorien om dividende som en signalfunksjon, og ikke hvorvidt et selskap operer under forhold som tilsier at de bør betale ut dividende eller kjøre overskuddet i sin helhet tilbake i selskapet. Videre redegjørelse av hvilke selskaper som burde og er tilbøyelige til å betale ut dividende, kommer under analysedelen.

De nevnte funn angående hvilke selskaper som betaler ut dividende, mener Bøhren og Michalsen kan støtte teorien rundt agentkostnader. Det handler om at selskapet ikke skal ha for mye finansielt slakk, som ledelsen kan komme til å bruke feil i tider med mye overskudd og lite positive potensielle vekstmuligheter. Noe som samsvarer med Brealey & Myers redegjørelse av finansiell slakk. Funnet om at nye selskaper stiger over perioden og andelen av dem som betaler dividende synker, bidrar i tillegg til transaksjonskostnadene, med

forklaringen om hvorfor dividenden har falt slik markant over tid. Dette er jo i samsvar med teorien om at unge vekstselskaper, trenger all den kapital de kan få selv. De vil altså ikke dele ut kapital til eierne med det første. En annen forklaringen til hvorfor selskaper som betalte ut dividende før, ikke gjør det nå lengre, mener Bøhren og Michalsen hviler på at den mer utbredte aksje- og opsjonsordingen for ledere, som har overtatt noe av disiplineringsrollen som dividenden og store lån, kan ha. Videre har også tilbakekjøp blitt mer vanlig enn kontantdividenden. Fordelen med denne er jo som kjent at selskapet ikke forplikter seg til utbetalinger i fremtiden, jamført teorien om stabilitet i dividenden.

6. Dividendens utbetalingsmønster i praksis

Brealey & Myers skriver at Fama og French (2001), som har studert dividende i USA, fant ut at bare omtrent 1/5 av de børsnoterte bedriftene betaler ut dividende. Noen av disse betalte ut dividende før, men kom så utfor hardere tider og ble tvunget til å spare på pengene. De andre ikke - dividende betalende bedriftene, er for det meste vekstbedrifter. Disse inkluderer store navn som blant annet Microsoft og Cisco i 2001, med flere. Disse bedriftene har altså ikke helt enda nådd full lønnsomhet. Men investorene håper selvfølgelig på at disse bedriftene til slutt vil være så lønnsomme og at deres nyinvesteringer bremser såpass opp, at de vil være i stand til å utbetale dividende.

Fama og French (2001) fant også ut at andelen av dividende utbetalende firmaer har gått markant tilbake siden en topp på 67 prosent i 1978. Noe som sammenfaller med Bøhren & Michalsen sin presentasjon. En av grunnene for Fama & French sitt funn, er at et stort antall av små vekstbedrifter har blitt børsnotert de siste 20 år. Mange av disse var i høyteknologiske industrier, hadde ingen inntjening og betalte altså ikke dividende. Men på tross av disse bedrifters påvirkning på statistikken, forklarer det ikke helt og fullt nedgangen i utbetalinger av dividende skriver Brealey & Myers. Det ser ut til at også store og lønnsomme bedrifter, i dag er mindre villige til å betale ut dividende i USA. Dette kan sees i sammenheng med Bøhren & Michalsen sine tidligere argumenter om samme tema.

Bøhren og Michalsen opplyser om at i 2004 utbetalte 42 prosent av selskapene på Oslo Børs kontantdividende til sine eiere på til sammen 23 milliarder kroner. De resterende 58 prosent av selskapene valgte å ikke betale ut dividende. Bøhren og Michalsen skriver at det viser seg at hvorvidt et selskaps eiere velger å ta ut dividende eller ikke og hvor mye som eventuelt taes ut, avhenger av bestemte kjennetegn ved selskapet. Som et eksempel på ulike utbetalingsmønstre som finnes, nevnes det at mens norske banker og forsikringselskaper som regel betaler ut dividende hvert år, betaler unge vekstselskaper sjeldent ut dividende uansett hvilken bransje dette gjelder. Disse utbetalingsmønstrene på Oslo Børs sammenfaller med mønstrene ellers i verden. Blant selskapene som inngår i de såkalte OBX og OB Match indeksene, valgte eierne i 80 prosent av finansselskapene og 50 prosent av industriselskapene å betale ut dividende, mens dette bare skjedde i 22 prosent av IT- og kommunikasjonsselskapene, skriver Bøhren og Michalsen. Videre finnes det også store

forskjeller i utbetalingsmønsteret av dividende, blant selskaper som i utgangspunktet ser like ut. Hvor like disse bedriftene er, som Bøhren & Michalsen her snakker om, kommer ikke klart frem. Men om de er like i forhold til hvilken bransje eller industri de opererer under og like i hvilken etableringsfase de er kommet til, altså mest sannsynlig modne bedrifter, så kan det være forskjeller i lønnsomhet som gjør at dividendeutbetalingene varierer. Andre grunner for variasjon kan også være de tidligere nevnte aksje- og opsjonsordningene, som kan erstatte dividendens og gjeldens kontrollrolle i forhold til ulempene ved for mye finansielt slakk.

6.1. Dividendens utbetalingsmønster på Oslo Børs

Bøhren & Michalsen skriver at i perioden 1992 til 2004, betalte i gjennomsnitt 49 prosent av selskapene på Oslo Børs ut dividende. Denne prosenten har variert en del over tiden, med en bunn i 2002 for så å stige igjen. Det kan være interessant å legge merke til bunnen i 2002. Denne kommer etter at det i 2001 ble innført skatt på dividende, og dette førte igjen til at skattevirkningene gjaldt nettopp for utbytte besluttet utbetalt av driftoverskuddet fra 2001. Men altså, denne skattevirkningen viste seg da ikke før i 2002, da utbytte besluttet for 2001 faktisk ble utbetalt. Denne virkningen kan gi oss et hint om hvordan selskapene vil komme til å reagere ovenfor enn faktisk enda større skattlegging av dividende etter skattereformen 2006.

Bøhren & Michalsen har ikke hentet inn tall for 2005 og 2006. Utbetalingen av dividende blant alle selskaper på Oslo Børs fra 1980 til 1992 som betalte ut dividende, var på gjennomsnittlig 30 prosent av overskuddet. Fra 1993 til 2004 var gjennomsnittet oppe på 48 prosent. Andelen av de som betaler dividende faller noe underveis, mens de som betaler deler ut en stadig større del av overskuddet. Dette må sees i sammenheng med også en forventning om kanskje skatt på dividende, som gjorde at dividendeutbetalingene var rekordhøy i 2003 og 2004, skriver Bøhren & Michalsen. Og som det vil vises om litt, var dividendeutbetalingene enda større i 2005 på Oslo Børs. Internasjonalt sett betaler Norske børsnoterte selskaper samlet sett ut lav dividende, i følge Bøhren og Michalsen, som konstaterer at av 19 undersøkte land, er det hele 15 som har et høyere gjennomsnittlig utbetaling av dividende enn Norge i perioden 1993 til 2004.

Bøhren og Michalsen skriver at det er ingen tvil om at mange norske investorer er opptatt av dividenden. De påstår videre at en god del av de norske investorene ser ut til å ha den oppfatning at høy dividende er bedre enn lav, redusert dividende er et dårlig tegn, stabil

dividende er bedre enn ustabil, tilbakekjøp av aksjer er et godt alternativ til dividende og at høy dividende virker skjerpene på ledelsen. Igjen virker det som en litt forhastet konklusjon av Bøhren & Michalsen. Det var tross av de som både henviste til at selskaper, i kontekster hvor dividende ikke er skattefritt, faktisk etter hvert betaler mindre og mindre dividende. Dette ble argumentert for blant annet med likviditetsargumentet. Videre er argumentet om at dividende virker skjerpene på ledelsen, greit nok, men det var jo også Bøhren & Michalsen som trakk frem de stadig mer vanlige aksje- og opsjonsordningene og deres disiplineringseffekt på ledelsen. Det kan, på bakgrunn av blant annet denne korte diskusjonen, være grunn for å tro at norske investorer, i den grad de er spesielt opptatt av dividende i forhold til investorer i andre land, er spesielt opptatt av dividende nettopp fordi denne har vært skattefri for investorer i Norge. Noe dividenden da som nevnt, enda faktisk er for selskaper.

6.2. Tall fra 2003 og 2004, som viser dividende fordelt på bransjer i Norge

Bøhren & Michalsen presenterer en tabell (se tabell 2 i vedlegg), med dividendepraksis fra åtte næringer for selskaper notert på Oslo Børs i 2004. Det gjennomsnittlige utdelingsforholdet var på hele 83 prosent for næringene i 2004 som tabellen omfatter. Dette er eksepsjonelt høyt og som Bøhren og Michalsen viser, atypisk for norske selskaper. Bøhren og Michalsen mener at hovedforklaringen til dette utdelingsforholdet trolig ligger i skattesystemet. Allerede i 2004 var det en utbredt oppfatning om at dividendebeskatningen ville bli skjerpet, og eierne tok derfor ut mye større dividende enn de ville ha gjort om de ikke forventet høyere dividendebeskatning. Dermed vet eierne at denne dividenden ikke kan opprettholdes. Likevel velger selskapet å betale så mye ut, på tross av teorien som argumenter for en stabil dividende. Det eneste kan være, at det sammenfaller med teorien om dividendens signaleffekt, om at denne økningen i dividenden kan gjøres kortsiktig på grunn av den gode og tungtveiende informasjonen om høyere skatter.

6.3. Nettodividende i Norge

Bøhren og Michalsen tar opp en interessant debatt angående eierskap generelt og private aksjonærer spesielt. De trekker frem at det er hevdet fra noen at det norske skattesystemet, ved å ha skattefri dividende, oppfordrer indirekte eierne til å tømme selskapet for kapital. Bøhren og Michalsen mener at det er liten støtte til slike argumenter. De har jo vist empirisk

at norske selskaper betaler ut langt lavere kontantdividende enn de kunne ha gjort etter loven, og dessuten mindre enn de fleste selskaper i mange andre land. De trekker videre frem, at kontantdividenden ikke kan avdekke hele historien rundt hvorvidt eierne taper selskapene for kapital eller ikke. Det må sees på nettodividenden. Denne er beregnet ved å legge sammen kontantdividenden med tilbakekjøp av aksjer og trekke i fra eventuelle emisjonsbeløp (det vil si opprettelsen av ny egenkapital). Positiv nettodividende betyr at eierne tar ut mer kapital enn de skyter inn, ved negativ nettodividende er tilfellet motsatt.

Nettodividenden må være positiv over hele selskapets levetid om selskapet skal skape verdier for deres eiere. Det vil være slik at selskaper i sterk vekst vil ha negativ nettodividende fordi selskapet har mange lønnsomme prosjekter som krever kapital både fra tilbakeholdt overskudd men også noen ganger fra tilførsel av ny egenkapital. Ut fra dette kan man forvente at et verdiskapende selskap vil ha positiv nettodividende når veksten og lønnsomheten faller. Det siste kan forklares ved at eierne vil ta ut mer enn de skyter inn, fordi avkastningen er bedre utenfor selskapet enn innenfor. Noe som kan styrke min påstand om at det ikke nødvendigvis var samfunnsøkonomisk ugunstig med skattefri dividende, da dividenden som oftest blir kjørt inn i næringslivet igjen. Nettodividenden i Norge er negativ for de norske børsnoterte selskapene totalt sett over ganske mange år hvor det ikke var ekstreme makroøkonomiske forhold, viser studier av Bøhren og Michalsen. De skriver videre at dette tyder på at eierne ikke har tappet sine selskaper for kapital, ved å ta ut høy dividende og bidra med lite egenkapital. Noe som kan ytterligere styrker min påstand om at det å skattlegge dividende igjen, var heller enn "varm" valgkamp sak for politikerne, enn en samfunnsøkonomisk vurdering. Bøhren og Michalsen støtter også delvis dette ved å si at, dividende kan være en mekanisme som overfører kapital fra mindre produktive til mer produktiv virksomhet. Og de mener det er for enkelt å si at fordi dividende kan finansiere investors konsum, er dividende mindre verdt for samfunnet enn tilbakeholdt overskudd.

6.4. Ulike syn på norske selskapers dividendepolitikk i fremtiden

Bøhren og Michalsen oppsummerer deres dividende diskusjon med hvordan de tror norske selskapers dividendepolitikk kan bli seende ut i fremtiden. De mener for det første, at press fra utenlandske eiere vil bevege norske selskaper i retning av internasjonal dividendepraksis. Noe som innebærer, at utdelingsforholdet må stige i selskaper som velger å betale dividende. Videre mener de at mangel på klare empiriske sammenhenger mellom skattesystem og

utdelingsforhold, tyder på at eventuell økt skatt på dividendeinntekt ikke vil stoppe denne tendensen, i alle fall ikke så lenge tilbakekjøp er et alternativ til kontantdividende. For det andre regner de med at stadig flere selskaper vil kjøpe tilbake egne aksjer i perioder med god likviditet og lav vekst, først og fremst som et fleksibelt supplement til den mer stabile kontantdividenden. De mener videre, at alle disse mønstrene kan tyde på at vi går inn i en periode der forholdsvis få norske børsnoterte selskaper betaler kontantdividende, der de som betaler velger et høyere utdelingsforhold enn tidligere, og der stadig flere bruker tilbakekjøp av egne aksjer både i stedet for og i tillegg til kontantdividende.

7. Virkninger av skattereformen 2006 med fokus på dividende

I forbindelse med budsjettforliket mellom Arbeiderpartiet og sentrumspartiene i 2001, vedtok Stortinget å innføre en midlertidig skatt på utbytte, som tidligere nevnt. Denne gjaldt fra utbytter besluttet utdelt fra og med 5. september 2000. Den gikk ut på å redusere godtgjørelsesfradraget til aksjonærene, som før i realiteten gjorde utbytte skattefritt på aksjonærenes hånd. Reduksjonen i dette fradraget gjorde at godtgjørelsesfradraget fra 2001 var på 17/28. Det vil si at fra 2001 ble utbytte beskattet med 11 prosent. Denne ble imidlertid opphevet igjen fra og med 2002. Utbytteskatten i 2001 hadde virkning for aksjeutbyttet i begge grupper aksjeeiere, altså private investorer og selskaper. Artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), antyder empiriske resultater på at næringslivet til en viss grad omgikk den forhåndsannonserte utbytteskatten, ved å redusere utbyttene i 2001 og i stedet ta ut utbytte på forskudd. Artikkelforfatterne i Beta skriver at økningen i husholdningenes aksjeutbytter etter 1992 og fallet i utbytte i 2001, indikerer klart at aksjeutbytte er svært følsomt for skattmessige vurderinger. Noe som sammenfaller med vurderinger gjort tidligere i oppgaven. Videre mener de at på bakgrunn av dette, at som en kortsiktig effekt og en tilpasning til den nye aksjonærmodellen, forventes det et klart fall i utbyttene i 2006. Dette fordi aksjonærene vil ha tatt ut utbytte på forhånd lik de gjorde før den midlertidige skatten i 2001. Artikkelforfatterne mener også at det vil forventes en økning av egenkapitalen i selskapene fra og med 2006, fordi større deler av overskuddet blir holdt tilbake i selskapene. Det er her snakk om både de nært eide selskapene med aktive eiere og andre selskaper. Men uten at det kommer eksplisitt frem, er det grunn til å tro på bakgrunn av den tidligere redegjørelsen, at artikkelen i Beta (Nr.1, 2006), antyder at den største endringen vil vises i de nært eide selskaper med aktive eiere. Dette fordi det var jo disse som viste seg å utnytte det tidligere skattesystemet mest, ved å ta ut mer utbytte enn de ville gjort om det ikke var skattefritt. Uansett, så sammenfaller vurderingene i artikkelen med vurderinger gjort litt tidligere i oppgaven.

Artikkelen fra Beta (Nr.1, 2006), får støtte av skrivet ”Om endring av St. prp. nr 1. om statsbudsjettet medregnet folketrygden 2002” på Finansdepartementets sider²⁹. I skrivet uttrykkes det bekymring for at den innførte skatten på utbytte i 2001, kan gi aksjonærene motiver til å holde overskuddet tilbake i etablerte selskaper, og på denne måten svekke mulighetene for at kapitalen anvendes der den kaster av seg mest i samfunnet. Dette kan se ut til å i vertfall delvis kunne være unngått i forbindelse med ”Fritaksmetoden” som ble innført i 2004. Denne tillater at aksjeselskaper kan motta utbytte og kursgevinster skattefritt fra aksjeselskaper innen EØS. Dette kan gjøre at investorer danner egne investeringselskaper, for nettopp å unngå problemene med den private utbytteskatten. Dette vil bli redegjort for nærmere under analysen senere i oppgaven.

7.1. Empiriske resultater fra 2004 og 2005 støtter teorien

Statistisk sentralbyrå har produsert statistikk som presenterer aksjeverdier og utdelt aksjeutbytte for norske aksjeselskap og allmennaksjeselskap som er underlagt RISK-reglene og som har levert Aksjonærregisteroppgaven. Denne viser blant annet hva som har skjedd med utbyttepolitikken, de to siste årene før skattereformen 2006 trådte i kraft. Altså, det siste utbyttet det sees på, er det utbyttet som blir delt ut i 2005 på bakgrunn av overskudd fra 2004. De nye reglene trådte som kjent i kraft fra og med overskuddet for 2005. Dermed er det og mulighet for allerede å kunne sjekke, om utbyttet betalt ut i 2006, var lavere enn tidligere år. Det har ikke lyktes å finne noe statistikk på dette, uten selv å skulle undersøke dette. Noe som ville tatt mer ressurser og tid, enn det strengt tatt er nødvendig for denne oppgaven. Det vil jo, som det kom frem av innledningen, være viktigst å se på om en endring i skattleggingen av dividende vil kunne påvirke kapitalstrukturen. Og som det gjort rede for, er det tregheter i denne tilpasningen av kapitalstruktur. Om det vil være fall i dividendeutbetalingen i 2006, er det liten tvil om. På dette tidspunktet er det likevel mindre viktig å vite noe om dette, da tilpasninger i kapitalstrukturen ikke har hatt tid til å eventuelt endre på seg. Men en bekreftelse av dividendefallet i 2006, vil selvsagt være viktig for videre undersøkelser av resultatene fra denne oppgaven. Se analysen for en videre redegjørelse.

Statistikken presentert fra Statistisk sentralbyrå, omfatter ikke selskap som hører hjemme på Svalbard og ikke-skattepliktige selskap. Statistikken fra og med 2004, og den statistikk som

²⁹ <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stprp/20012002/Stprp-nr-1-Tillegg-nr-4-2001-2002-2.html?id=137986> (15/4 2007)

det her i oppgaven er fokus på, bygger på et uttrekk av Skattedirektoratets Aksjonærregister. Videre er data om hvert enkelt selskap tilført opplysninger om næring og institusjonell sektor fra Statistisk sentralbyrås bedrifts- og foretaksregister³⁰.

Det var mulig å bruke statistikken til å kombinere ulike faktorer og få presentert tall og ulike figurer for dette.³¹ For de totale tall fra statistikken henvises det til tabell 3 i vedlegg. Det presenteres i figur 1 i vedlegg, utviklingen i selskapenes pålydende aksjekapital og utdelte utbytte. Som man kan lese av figuren, har selskapene totalt sett betalt ut betraktelig mer i utbytte i 2005 enn i 2004, i forhold til den stigningen som aksjekapitalen skulle tilsi. Dette støtter de ulike påstandene om at aksjonærene vil ta ut mye utbytte i forkant skattereformen 2006, og tilpasse seg deretter nøkternt til utbytte etter skattereformen 2006 ikrafttredelse. Videre vil tabell 4 i vedlegg, vise fordelingen av utbytte etter næring, aksjeselskapets markeds plass, aksjonærs sektor, tid og statistikkvariabel, for henholdsvis børsnoterte og unoterte selskaper. Dette også utledet av Statistisk sentralbyrås statistikk³²

³⁰ <http://www.ssb.no/vis/aksjer/om.html> (28/4 2007)

³¹ [http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvaral/define.asp&Tabellid=05920](http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=05920) (28/4 2007)

³² http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=aksjer (23/4 2007)

8. Analyse

Se kapitalstrukturteoriene i sammenheng

Kapitalstruktur var som kjent, ikke viktig under perfekte kapitalmarkeder. Slik er det altså ikke i virkeligheten. Men Brealey & Myers argumenterte for at kapitalmarkedene er velfungerende. De største defektene i et marked kan ofte være kreert av myndighetene. Eksempel på dette er skatt. Skatt gjør gjeld fordelaktig, ved at gjeldrenter kan skjerme deler av inntekt i et selskap. Men som Bøhren & Michalsen gjorde rede for, i Norge oppveies denne skattefavoriseringen ved at egenkapital er skattefavorisert på investors hånd. Og om det da likevel skulle finnes en slik skattefavorisering, så vil denne bli oppveid av Millers rentejusteringsmekanisme. Det er altså tvilsomt at det finnes en skattemessig optimal gjeld i Norge. Noe som blir ytterligere styrket, ved diskusjonen angående det at det er vanskelig å vurdere og å forutse nåverdien av skattefordelen. Dette på bakgrunn av at det blant annet må finnes fremtidig overskudd i bedriften, for å kunne bruke skattefordelen.

Andre insentiver for å ikke ta på seg gjeld, er blant annet finansielt stress og konkurskostnader. Kompromissteorien brakte fram poenget mellom å avveie eventuelle skattefordel ved gjeld, opp mot kostnadene ved finansielt stress og konkurs. Finansielt stress kunne blant annet føre til negative interessekonflikter. En av de negative følgene ved interessekonflikter, var at aksjonærene ”tømmer et synkende skip”. Aksjonærene var altså uvillig til å bidra med ny egenkapital i en bedrift, som fra før er under stort finansielt stress, samtidig som de kan være mer enn villig til å ta ut kapital i form av dividende. Det er etter lov, begrenset hvor mye utbytte som kan besluttes utbetalt.³³ Men likevel er interessekonfliktene en trussel for kreditorene, selv også før den nedre lovlige grense av egenkapital i et selskap, er nådd. Konkurskostnader kan ha visse skalafordeler, slik at konkurskostnader kan relativt sett være en større belastning for små bedrifter enn store. Videre kan disse kostnadene variere mellom industrier som kjent. Det viktige å merke seg, er at konkurskostnader og kostnader ved finansielt stress, belastes aksjonærene siden kreditorene som oftest forutser de negative virkningene av finansielt stress. Dette gjør at også aksjonærene er oppmerksomme på disse kostnadene, og veier kostnadene i forhold til fordelene ved gjeld når de vurderer sin kapitalstruktur. Slike kostnader varierer fra industri til industri.

³³ Allemenaksjeloven, §3-6, §9-3, Aksjeloven, §8-1, Norges Lovver

Kompromissteorien sa at bedrifter med sikre materielle eiendeler og mye skattbar inntekt de ønsker å skjermes, bør ha høy gjeldsgrad. Ulønnsomme bedrifter med risikofylte, immaterielle eiendeler, bør være mest mulig egenkapitalfinansiert. Men den sa også at det er kostnader ved å tilpasse seg optimal kapitalstruktur, slik at det er forsinkelser i forhold til bedrifters tilpasning til optimum. Empirisk forklarte denne teorien godt industriens variasjoner i bedrifters kapitalstruktur. Men Kompromissteorien feiler med å forklare at det er de mest lønnsomme bedriftene som låner minst.

I den grad asymmetrisk informasjon kan vurderes til å være viktig innenfor en industri eller en spesiell bedrift, så vil teorien om rekkefølgen av finansieringsmåter, Hakkeordenteorien, gjelde. Denne teorien kan forklare hvorfor det er de mest lønnsomme bedriftene som har minst gjeld; dette er ikke fordi disse bedriftenes optimale gjeldsgrad er lavest, men fordi de ikke trenger ekstern finansiering. Teorien forklarer altså forskjeller mellom bedrifter, men kan ikke forklare forskjeller mellom industrier. Men det kunne jo som nevnt, Kompromissteorien.

Videre er det også viktig å ta med teorien angående finansielt slakk, i vurderingen av kapitalstruktur. Det er altså viktig for bedrifter å ha nok finansielt slakk, for ikke å måtte la gode investeringer passere. Dette er spesielt viktig for de bedrifter som er i en vekstfase. Det betyr at disse trenger å beholde alt overskudd selv, i tillegg til å ofte måtte hente inn mer kapital. Som følge av Hakkeordenteorien, vil det si først og fremst gjeldsfinansiering. Mens de modne og etablerte bedriftene, med mindre gode investeringsmuligheter tilgjengelig, ikke er så avhengig av å ha finansielt slakk. I vertfall ikke i samme grad som vekstbedrifter. Og da heller ikke være så avhengig av blant annet gjeldsfinansiering. Etablerte modne bedrifter med for mye finansielt slakk, kan være en ulempe for aksjonærer som tidligere redegjort for. Dette kan de løse enten ved å forlange høye dividende utbetalinger, eller opprettholde høye gjeldsforpliktelser. Dermed kan vi se at teorien om finansielt slakk, kan være avgjørende i vurderingen av hvilke bedrifter som trenger kapital og hvilke som ikke gjør det.

8.1. Hvorvidt kapitalstrukturen til bedrifter er følsom for ytre endringer

Ut i fra den tidligere nevnte konklusjonen, om at det neppe finnes noen optimal kapitalstruktur i Norge i forhold til skatt, så synes det mer riktig å fokusere på andre mønstre i bedrifters valg av kapitalstruktur. Jeg har tidligere nevnt begrepet følsomhet i

kapitalstrukturen. Når jeg her snakker om kapitalstrukturens følsomhet, så er det ikke snakk om ”prosentvis nøyaktighet”, men om en ”overveiende sannsynlighet for”. Det vil altså foregå en grov deling mellom de som regnes som følsomme og de som regnes som mindre følsomme. Denne vurderingen går ut på hvorvidt en spesifikk bedrifts kapitalstruktur, vil kunne være påvirkelig av ytre endringer i bedriftens kontekst. For den videre analysen av problemstillingen, er det viktig å kartlegge eventuelle mønstre som skulle være i bedrifters valg av kapitalstruktur. For slik å kunne avgjøre hvorvidt noen kan være mer påvirkelig enn andre igjen. Først etter en eventuell konklusjon om at noen bedrifter og deres kapitalstruktur, synes påvirkelig av ytre faktorer, kan det gjøres en vurdering av hvorvidt skattlegging av dividende vil kunne påvirke bedrifters kapitalstruktur.

Fra diskusjonen ovenfor og inntrykket av redegjørelsen av kapitalstruktur som helhet, virker det mer og mer klart at forskjeller i kapitalstruktur følger visse mønstre. Det som går igjen, er forskjeller mellom bransjer eller industrier og hvor i etableringsfase en bedrift befinner seg. Forskjellene går ut på hvorvidt det er en bedrift med immaterielle eller materielle eiendeler, fordi de med immaterielle eiendel lider større tap ved finansielt stress, noe som Kompromissteorien lyktes i å forklare. Og, Kompromissteorien trakk fram at det kan oppstå forskjeller i kapitalstruktur hos lønnsomme og ulønnsomme bedrifter, men feilet i å forklare forskjellene i disse, i form av at disse i praksis faktisk er de mest lønnsomme bedriftene som har minst gjeld. Derimot forklarer Hakkeordenteorien godt hvorfor lønnsomme og ulønnsomme bedrifter har forskjellig kapitalstruktur. Dermed må lønnsomhet tilleggs som faktor, når en bedrifts valg av kapitalstruktur skal vurderes. Videre er asymmetrisk informasjon grunnlaget i Hakkeordenteorien, og asymmetrisk informasjon må være kritisk for en bedrift om teorien skal gjelde. Dermed vil altså også asymmetrisk informasjon måtte være en annen faktor, når bedrifters valg av kapitalstruktur skal vurderes. Den sist nevnte teorien trekker også frem viktigheten av hvor bedrifter er i sin etableringsfase, for valg av finansieringsmåte. Dermed vil spørsmålet om hvorvidt en bedrift er moden og veletablert eller er en vekstbedrift, være avgjørende når kapitalstrukturen skal vurderes. Teorien om finansielt slakk, støtter det siste ved at den trekker frem, at slike veletablerte bedrifter trenger mindre finansielt slakk enn vekstbedrifter.

8.2. Hva som kjennetegner de "følsomme" bedriftene

Det synes helt klart i gjennomgangen av den presenterte teori tidligere i oppgaven, at vekstbedrifter trenger all den kapital de kan få selv. Mens investorene på sin side, er tålmodig og venter ikke dividende, før bedriften har modnet og blitt veletablert i markedet. Dermed kan slike vekstbedrifter avskrives, med hensyn til hvorvidt slike bedrifter vil kunne endre sin kapitalstruktur på grunn av skattleggingen av dividenden. Mens de bedriftene som kjennetegnes ved å være modne, veletablerte bedrifter, må taes hensyn til i vurderingen av hvorvidt skatt på dividende kan påvirke bedrifters kapitalstruktur.

Bedrifter som sitter på verdier, som stort sett består av immaterielle eiendeler, kan også avskrives fra videre analyse angående problemstillingen. Dette gjelder da immaterielt pregede bedrifter som også er veletablerte, i tillegg til vekstbedriftene vi allerede har avskrevet. Disse immaterielt pregede bedriftene, er særs restriktiv i sin bruk av gjeld, på grunn av de spesielt høye kostnadene ved finansielt stress og konkurs som nevnt. Og om de nå har betalt ut dividende før skattereformen i 2006, så synes likevel argumentet om skatt på dividende som et altfor "lett" argument i forhold til om slike bedrifter vil endre sin kapitalstruktur.

Aksjonærene mister jo nå muligheten til å ta ut dividende skattefritt, så i den grad de skal ta ut kapital fra bedrifter i Norge i dag, må de jo uansett betale 28 prosent skatt. Derfor synes aksjonærene indifferente hvorvidt de skal la kapitalen bli i selskapet eller ta den ut. Hvis vi ser dette i sammenheng med Litner's modell, så virker det enda mindre sannsynlig at slike bedrifter skal tilpasse kapitalstrukturen på bakgrunn av skatten på dividenden. Den sier jo at ledere har et sterkt fokus på å holde dividenden stabil, og hvis aksjonærene i utgangspunktet er indifferente til dividenden, synes det bedre å holde nettopp dividenden stabil, enn å reagere på skattereformen. Det er dermed liten grunn til å tro at immaterielle pregede bedrifter, vil la skatten på dividenden påvirke deres valg av kapitalstruktur.

Det synes litt uklart hvordan lønnsomme eller mindre lønnsomme bedrifter, etablerer sin kapitalstruktur. Det er argumenter for at det er de mest lønnsomme, som har minst gjeld. Dette fordi de ikke trenger ekstern finansiering. Men som Hakkeordenteorien nevnte, er kapitalstrukturen i bedrifter den kumulative summen av behovet for intern og ekstern finansiering. Slik at mindre lønnsomme bedrifter er vanskelig å plassere i forhold til hvordan de etablerer sin kapitalstruktur. Men det kan konkluderes med, på bakgrunn av den empirien tidligere presentert, at de mest lønnsomme ikke vil komme til å ta på seg gjeld, selv om dividenden nå er skattlagt. Dette styrkes ytterligere, ved at aksjonærene uansett er indifferente

i forhold til kursgevinst eller dividende. Hvis vi tenker oss at de kan komme til å endre dividenden likevel, vil det uansett ikke være et insentiv til at slike bedrifter skulle endre kapitalstruktur fra egenkapitalfinansiert til mer gjeldsfinansiert. Dermed er også nå de mest lønnsomme bedriftene, avskrevet fra å kunne la sin kapitalstruktur bli påvirket av skatten på dividenden.

Videre, de materielt pregede bedriftene er mer følsomme i deres valg av kapitalstruktur, i forhold til de immaterielt pregede bedriftene nevnt ovenfor. Dette på grunn av som kjent, at de har mindre kostnader av konkurs enn andre. Dermed vil de vanskeligere havne i finansielt stress med høye utgifter i forbindelse med høye renter på lån, fordi kreditorene uansett er ganske trygge på å få tilbakebetalt sine lån, om det så skulle bli en konkurs. Dermed kan disse taes med i vurderingen, av hvorvidt skatt på dividenden kan påvirke bedrifters kapitalstruktur.

Et annet viktig poeng og som må taes med som et kriterium i denne analysen med tanke på den gitte problemstilling, er hvilke bedrifter som betalte ut dividende før skattereformen og hvilke som ikke gjorde det. Siden dividenden i bestefall etter skattereformen er blitt indifferent i forhold til kursgevinst for aksjonærene, så er det mindre sannsynlig at noen bedrifter skulle, på grunn av skattereformen, velge å betale ut mer dividende etter reformen enn før. Dermed må det sees på de bedrifter som betalte ut dividende før skattereformen, når det skal plukkes ut bedrifter som kan være følsomme overfor sitt valg av kapitalstruktur.

8.3. Hvilke bedrifter som er aktuelle i den videre analysen

Hvilke bedrifter kan da synes å være både følsom i sin kapitalstruktur og også har betalt dividende før skattereformen? Som tidligere nevnt i oppgaven, kan enkelte bransjer være preget av mer dividende enn andre. Disse bransjene har ofte de kriteriene som er aktuelle for videre analyse av kapitalstrukturens følsomhet ovenfor skatt på dividende. Disse kriteriene er bransjer som er materielt pregede, som for eksempel varehandel, hotell- og restaurantvirksomhet³⁴. Selv om "Rimi" går konkurs, vil mye av verdiene ligge i varelageret som likevel kan selges unna. Det samme gjelder for et hotell; konkurs i et hotell gjør at bygningene, som er de mest verdifulle, ofte kan selges videre til andre hotellkjeder. Og dividende er jo også argumentert for og diskutert frem til, å kunne være en signaleffekt til markedet om lønnsomme bedrifter. På bakgrunn av dette og sett i sammenheng med

³⁴ Se vedlegg figur 2, grafisk fremstilling av utbytte av Varehandel, hotell- og restaurantbransjen.

Hakkeordenteorien, kostnader ved finansielt stress og konkurs, kan det være bedrifter i bransjer preget av dividende, som ikke er fullt så lønnsomme som de ønsker å fremstå som. Samtidig må disse bedriftene, om de skal kunne taes til vurdering her, fylle kriteriet angående å være modne og veletablerte. Disse kan da skylde på skattereformen og på den måten nettopp ha det tungtveiende argument som tillater de å sette dividenden ned, eventuelt fjerne den, uten å bli rammet av teorien under Litner Modellen. Litner Modellen argumenterte jo for at ledelsen fokuserte sterkt på å holde dividenden stabil. Noe som sammenfalt med teorien om at dividenden kan bli sett på som en indikator. Altså, ved å skylde på skattereformen, kan det være grunn for å tro at noen bedrifter vertfall vil prøve å sette ned dividenden, om de utgangspunktet har betalt ut litt vel mye. Disse "halvlønnsomme" bedriftene vil ved å sette ned dividenden, nyte godt av mer intern egenkapitalfinansiering. Og ved å nyte godt av mer egenkapitalfinansiering, så kan de kanskje justere ned gjeldsgraden sin, om denne egentlig har vært i høyeste laget med tanke på de nevnte kostnader angående finansielt stress og konkurs.

Det kan jo være slik at om nåværende aksjonærer mistenker at slike "halvlønnsomme" bedrifter bare bruker skattereformen fra 2006, som en unnskyldning for å sette ned dividenden og sikre driften bedre, så vil det jo uansett også være i aksjonærenes interesse at bedriften sikrer sine verdier. Dette fordi aksjonærene nå etter skattereformen fra 2006, skattlegges likt på både kursgevinst og dividende, og slik blir som kjent indifferent om de får utbetalt dividenden eller ikke. På denne måten vil kursgevinsten bli ytterligere viktig for aksjonærene, da dividenden ikke lengre har likviditetsargumentet eller kan gi private investorer muligheten til å omplassere kapital skattefritt.

Hvordan vurdere de "halvlønnsomme", fra de lønnsomme? Dette kan være noe diffust, da regnskap lar seg manipulere og noe som ikke er usannsynlig med tanke på at de bedrifter vi her snakker om er "halvlønnsomme" og likevel ønsker å fremstå som lønnsomme. Dermed vil en undersøkelse, angående skatt på dividende sin påvirkning på bedrifters kapitalstruktur, måtte først kartlegge de bransjer eller industrier, som menes preget av dividendebetalinger. Noe som tabell 4 i vedlegg, viser et fint eksempel på. Videre må de skille de nyetablerte og vekstbedrifter, fra de veletablerte og modne bedriftene. Neste steg på veien vil være å skille de bedrifter som betalte ut dividende før skattereformen, fra de bedrifter som ikke gjorde dette. Da skal undersøkelsen stå igjen med en gruppe bedrifter som er fra en bransje preget av dividende, som alle er modne og veletablerte og som alle betalte ut dividende før skattereformen 2006 trådte i kraft. Det er denne gruppen bedrifter som kan ha valg av

kapitalstruktur som er følsom nok, til at skatt på dividende muligens kan ha en innvirkning på nettopp den valgte kapitalstruktur. Som nevnt, vil virkelig lønnsomme bedrifter ofte ikke ha gjeld. De lønnsomme bedriftene som overhodet ikke har noe betydningsfull gjeld, kan da også avskrives fra undersøkelsen. Mens de lønnsomme bedriftene som har gjeld, blir igjen. De bedrifter som nå står igjen, kan være med på den empiriske undersøkelsen av hvorvidt deres kapitalstruktur vil la seg påvirke av skatt på dividende. Og de vil selvsagt være med videre i denne teoretiske analysen av hvorvidt skatt på dividende, kan påvirke bedrifters kapitalstruktur eller ikke.

8.4. Virkninger for aksjonærene av skatt på dividende

Som nevnt ovenfor, for at det argument at skatt på dividende er en god nok argumentasjon for å sette ned dividendebetalingene, må det kunne henvises til betydningsfulle argumenter om at skatt på dividende gjør dividendeutbetalinger mindre gunstige for aksjonærene. Slike argumenter skal det nå forsøkes trekkes frem.

Dividenden er nå indifferent i forhold til kursgevinst, for både private investorer og selskapsinvestorer. Videre er likviditetsargumentene angående dividendeteorien, forkastet i forhold til viktigheten av dividende i tidligere diskusjon av dette, siden aksjemarkedet i seg selv er blitt såpass likvide. Det var jo blant annet likviditetsargumentet som var en del av forklaringen til hvorfor dividendeutbetalinger har sunket markant over tid i USA. Et land som kjent, ikke har hatt skattefrie dividende, noe som er normen ellers i verden også. Videre ble det i forbindelse med utbetalingen av dividende i USA over tid, trukket frem at tilbakekjøp av egne aksjer har økt markant og blitt vertfall delvis et alternativ til vanlig kontantdividende som er blitt diskutert her. Dette er altså to argumenter for at siden dividende nå er skattlagt på nytt, så vil det ikke lengre være så viktig å ha dividende. Andre argumenter som kan ytterligere styrke argumentasjonen her er, at aksjonærenes bekymring for en situasjon med for mye finansielt slakk, kan etter 1999 i Norge, justeres ved at det overføres kapital til investorene i form av selskapet kjøper tilbake sine egne aksjer. Dette er da i teorien betegnet som en form for dividende, men skiller seg altså fra kontantdividenden ved at den meget godt kan være flyktig, uten å gi negative signaler til investorer. Andre argumenter for at dividenden nå står svakere blant investorer enn før, er det som ble trukket frem om aksje- og opsjonsavtaler. Slike avtaler kan erstatte dividendens og gjeldens disiplinering av ledelsen.

Et annet argument og som er litt på siden av de foregående, er at en "halvlønnsom" bedrift kan komme til å trosse argumenter som taler for dividende. Dette fordi at store finansielle institusjoner med masse ressurser til å overvåke en bedrift, kan tiltrekkes ved blant annet høy dividende. Teorien argumenterte jo for at veldrevne og lønnsomme bedrifter ikke hadde noe i mot slike bedrifter, siden de tiltrakk seg ytterligere investorer, mens mindre veldrevne bedrifter, med mer å skjule, ikke ønsker slike investorer som vil se dem nøyer i kortene. Når det er snakk om "halvlønnsomme" bedrifter i forhold til de mer lønnsomme, så må de først nevnte kunne defineres som mindre veldrevne siden bedriftene opererer i samme marked. Videre ble det jo spekulert i fra Bøhren & Michalsen, at selv om antall bedrifter som betaler ut dividende vil synke, så vil de som betaler ut dividende måtte betale ut en større andel av overskuddet på grunn av press fra utlandet. Og denne økningen i dividendeutbetalinger, vil nok neppe de "halvlønnsomme" tåle særlig godt, og det er da mer fornuftig av dem å heller ta bort dividenden enn å beholde dem på et høyere nivå. Dog, det kan erkjennes at teorien om signaleffekt av dividende sa at investorer var følsom i forhold til relative endringer dividenden, men teorien sa ikke noe om nivået mellom selskaper.

Alle disse gode argumentene for å fjerne dividende ovenfor, går stort sett på personlige aksjonærer. Dog, noe teori tok for seg dividende begrepet i seg selv og ikke bare i sammenheng med skatt eller ikke skatt. Men altså, det faktum at skatten på dividende bare ble lagt på de private aksjonærene, kan være et argument for at skatt ikke er et tungt nok argument for at "halvlønnsomme" bedrifter, kan sette ned eller kvitte seg med dividenden uten å sende ut for klare negative signaler. Selv om det pekes på at dividendeutbetalinger er svært følsomme ovenfor skatt, og empiri viste klart dette etter skattereformen i 1992 i Norge, så ble det jo som kjent innført en "Fritaksmetode" i 2004 for bedrifter. Før 1992 var jo dividende både skattlagt for bedrifter og privatpersoner, mens den nå ved gjeninnføringen bare gjelder for privatpersoner. Dette kan være noe som antyder at det ikke nødvendigvis er de riktig store endringene for selskapene totalt sett. Dette avhengig av hvem de har som aksjonærer. Som tidligere presentert, eies nå 90 prosent av aksjene på Oslo Børs av norske selskaper, staten og utenlandske investorer. Hvorpå 1/3 av eierinntektene tilfaller de utenlandske investorer. Altså er det bare omtrent 10 prosent av aksjen på Oslo Børs, som eies av private investorer. Dette lyder som et alvorlig argument for at skatten på dividende, som belastes de private aksjonærene, ikke vil være et godt nok argument for de "halvlønnsomme" bedriftene som ønsker å sette ned sin dividende.

Det finnes argumenter for at selskapene på Oslo Børs, likevel tar hensyn til de private investorer på tross av deres beskjedne representasjon. All empiri tyder på at selskapene reagerer lik de gjorde før skatten på dividende i 2001, ved å ta ut høy dividende i forkant av skattereformen. Og som tidligere nevnt, tok bedriftene ut betraktelig mindre utbytte i 2002 da skatten på utbytte gjorde seg gjeldende. Dette er da før "Fritaksmetoden" trådte i kraft. Men likevel en interessant observasjon, fordi de eneste grunnene bedriftene nå har for å ta ut de store utbyttene de faktisk har tatt ut både i 2003, 2004 og 2005, er fordi de private aksjonærene får utbyttet sitt skattlagt. Det er jo nemlig ingen andre aksjonærer som vil komme dårligere ut i forhold til skatt på dividenden. For utenlandske investorer gjelder jo de regler at for de som kommer fra utenfor EØS, gjelder kildeskatt som før reformen. For aksjonærer som kommer fra EØS land gjelder "Fritaksmetoden" for selskapsaksjonærer, mens personlige aksjonærer blir skattlagt lik de norske aksjonærene. Hvor stor andel av de utenlandske aksjonærene som er personlige og fra EØS land, er ikke klart. Men med tanke på fordelingen med 10 prosent personlige norske aksjonærer på Oslo Børs, antas det noenlunde samme fordeling mellom selskaper og personer blant utenlandske aksjonærer. Denne diskusjonen viser bare at de personlige aksjonærene har reell innflytelse på selskaper på Oslo Børs sitt valg av dividendepolitikk. Derfor er det grunn til å tro at skatt på dividende for personlige aksjonærer førte til og vi fortsatt føre til, lavere utbyttebetaling fra norske aksjeselskaper fra og med 2006, lik det gjorde i 2002. Dette er da det faktum og argumentet som skal til for at både halvlønnsomme og andre dividendebetalende bedrifter, kan sette ned sin dividende etter skattereformen 2006 har trådd i kraft. Og slik kan de halvlønnsomme godtgjøre seg av mer tilgjengelig kapital.

8.5. Andre tilpasninger til skattesystemet etter 2006

Det finnes også andre måter som skatt på dividende kan komme til å påvirke bedrifters kapitalstruktur på. Lik det var tilpasninger til kattereformen etter 1992, kan det også bli tilpasninger til den nye reformen. Det kan for eksempel være en fare for at private investorer oppretter egne selskaper, for å unngå skatt på dividende. Aksjonærers evne til å tilpasse seg ulike skattesystem, så vi jo empirisk bevisst i artikkelen fra beta (Nr.1, 2006), der aksjonærer klarte å vri vanlig lønnsinntekt over til kapitalinntekt. Derfor vil en slik tilpasning ikke være utenkelig. Disse investorene vil i hovedsak være de som er ute etter å kunne fortsette å omplassere kapital skattefritt. Argumentene bak skattereformen i 1992, var jo blant annet innlåsningseffekten skatt på dividende kunne ha. Dette kan nå investorer omgå ved at

selskaper fremdeles ikke blir skattlagt på dividende og nå også i tillegg ikke blir skattlagt på kursgevinst. Slik kan en investor som aktivt spekulerer i aksjer for en høyere avkastning enn han ellers kunne ha fått på sin kapital, unngå skatt så lenge han holder den innenfor selskapssektoren. Og han unngår for alltid den doble effekten skatt på dividende og kursgevinst ville ha, om han som privat investor skulle sitte å jevnlig ta ut kapital fra et selskap for så å sette kapitalen inn i et nytt. Disse nye selskapene de tidligere private investorene oppretter, vil etter hvert bygge seg opp en stor kapitalbeholdning. Disse har som kjent ingen inntekt de vil kunne skjerme ved en eventuell skattefordel av gjeld. Derfor vil det sannsynligvis være slik at skatt på dividenden kan påvirke bedrifters kapitalstruktur også ved at det fremtvinger slike investorbedrifter som i sin helhet består av egenkapital.

Det vil her utledes grovt hvordan dette kan undersøkes empirisk. Det er nå igjen grunn til å være litt tålmodig, for å la skattereformen av 2006, få tid til å spre sine ringvirkninger. Videre vil det når det er aktuelt, være mulig å undersøke nyetableringer av bedrifter etter 2006, og dets formål ved driften. Noe som de etter både aksjeloven og allmennaksjeloven er pliktige til å oppgi. Når det blir på det rene at det ikke er annen drift i selskapet enn investorvirksomhet, så kan denne bedriften og dets tilpasning av kapitalstruktur, regnes som et resultat av skatt på dividenden. Hvor stort omfanget av en slik eventuell tilpasning, vil bare en opptelling i harde tall i forhold til andre nyetableringer, vise. Det kan og gjøres en sammenligning av antall lignende investorbedrifter før skattereformen 2006, med antall slike bedrifter etter.

9. Konklusjon

Det oppgaven har redegjort for og kommet fram til gjennom drøftelser i analysedelen, er at skatt på utbytte på den private aksjonærs hånd, kan ha påvirkning på noen aksjeselskapers kapitalstruktur. Det er altså en del bedrifter som ikke vil la sitt valg av kapitalstruktur bli påvirket av at utbytte fra og med 2006 ble skattlagt på den private aksjonærshånd. Disse bedriftene som ikke lar seg påvirke kjennetegnes ved at de enten er vekstbedrifter, eller at de er bedrifter preget av mye immaterielle eiendeler. Videre vil heller ikke de aller mest lønnsomme bedriftene som ikke har gjeld, la seg påvirke av skatt på utbytte. Dessuten faller også de bedrifter bort, som ikke betalte ut dividende før skattereformen.

Derimot de bedrifter som er kjennetegnet ved å være modne og veletablerte, som har betalt ut utbytte før reformen og i tillegg har gjeld, vil kunne la seg påvirke av at det nå er innført skatt på utbytte for de private aksjonærene. Og om disse bedriftene i tillegg ikke er av de mest lønnsomme innenfor en bransje, så kan det være slik at disse ser skatt på utbytte enten som en reell grunn for å fjerne dividenden, eller så i vertfall som en god unnskyldning for å fjerne utbytte. Og slik kan da bedrifter som før var nødt til å ha mer gjeld enn de egentlige var komfortable med, kunne nå heller benytte seg av den større tilgangen til egenkapital og slik være i stand til å sette ned gjelden sin til et mer ønskelig nivå. Dermed kan det sies at i slike tilfeller så kan faktisk skattlegging av utbytte på aksjonærenes hånd, påvirke norske aksjeselskapers kapitalstruktur.

Det har også vært redegjort for eventuelle tilpasninger til skattereformen fra 2006 med fokus på utbytte. Det er grunn for å tro at det vil i tiden etter reformen komme selskaper som er opprettet kun som investorselskaper, og av den grunn å kunne ta ut kursgevinst og utbytte og omplassere dette skattefritt i andre selskaper. Dette er en tilpasning aktive investorer nå kan gjøre, for å unngå den nye regelen om skattlagt dividende på den private aksjonærens hånd. Slike selskaper vil ikke ha noen inntekt som kan dra nytte av en eventuell skattefordel av gjeld. Heller ikke ha bruk for gjeld i den grad deres hele aktivitet bygger seg på å plassere eieres penger. Dermed kan vi si at den nye skatten på utbytte, kan påvirke aksjeselskapers kapitalstruktur ved at det vertfall vil dukke opp flere rent egenkapitalfinansierte selskaper.

Litteraturoversikt

- ALSTADSÆTER, A.; FJÆRLI, E.; MELBY, I.; WALSETH, A. (red). 2006. *Inntekt, skatt og overføringer 2005*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- ALSTADSÆTER, A.; FJÆRLI, E.; THORESEN, T.O. 2006. Research Note: Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen 2006. *Beta Økonomisk Tidsskrift* (1;2006).
- BI. 2004. *Tilbakekjøp av aksjer i Norge*. (Internett). Tilgjengelig:
http://www.bi.no/templates/NyhetsArtikkel_28836.aspx (14. mars, 2007).
- BODIE, Z., KANE, A., MARCUS, A. J. 2005. *Investments*. Sixth edition. Mc Graw Hill.
- BOYE, Knut. 1999. *Finansielle emner*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. 2003. *Principles of corporate finance*, Seventh edition, McGrawHill.
- FINANSDEPARTEMENTET. 2002. *Skatte og avgiftsopplegget for 2002*. (Internett).
Tilgjengelig:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stprp/20012002/Stprp-nr-1-Tillegg-nr-4-2001-2002-/2.html?id=137986> (15/4 2007)
- FINANSDEPARTEMENTET. 2003. *Langsiktighet og forutsigbarhet i skattepolitikken*. (Internett). Tilgjengelig:
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/NOUer/2003/NOU-2003-9/7.html?id=381850> (23. april, 2007)
- FINANSDEPARTEMENTET. 2006. *Statsbudsjettet 2006: Skattereformen*. (Internett)
Tilgjengelig: <http://www.statsbudsjettet.dep.no/Statsbudsjett-2006/Artikler/Skattereformen/> (15. april, 2007).
- FORSKNINGSRÅDET. 2007. *Skatteøkonomisk forskningsprogram. Programplan 2007-2009*. (Internett) Tilgjengelig:

<http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urlvedleggfil&blobheader=application%2Fpdf&blobkey=id&blobtable=Vedlegg&blobwhere=1156181477340&ssbinary> (15. april, 2007).

INVESTORWORDS. 2007. *Definisjon Direkte Investering*. (Internett). Tilgjengelig: http://www.investorwords.com/1445/direct_investment.html (30. april, 2007)

Jacobsen, D. I. 2003. *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i samfunnsvitenskaplig metode*. Oslo: Høyskoleforlaget AS.

JOHANNESSEN, A; TUFTE, P A., *Introduksjon til vitenskaplig metode*. Oslo: Abstrakt forlag AS.

NYENG, F. 2004. *Vitenskapsteori for økonomer*. Abstrakt forlag AS, 2004.

REGJERINGEN. 2001. *Odelstingsproposisjon 1, 2001-2002*. Kapittel 14. (Internett). Tilgjengelig: http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Tilleggsproposisjon_2002/html/otprp/kap14.htm (23. april, 2007)

SKATTEDIREKTORATET. 2006. *Skattereformen 2004-2006*. (Internett). Tilgjengelig: http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/SKD-meldinger/SKD_04-06.pdf (29. mars, 2007).

SKATTEDIREKTORATET. 2007. *Lignings-ABC 2006*. (Internett). Tilgjengelig: <http://www.skatteetaten.no/Templates/Handbok.aspx?id=46746&mainchapter=46890&chapter=46957&epslanguage=NO#46893> (29. april, 2007)

Statistisk Sentralbyrå. 2007. *Aksjestatistikk*. (Internett). Tilgjengelig: http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/hovedtabellHjem.asp&KortnavnWeb=aksjer (23. april, 2007)

Statistisk Sentralbyrå. 2007. *Om statistikken*. (Internett). Tilgjengelig:

<http://www.ssb.no/vis/aksjer/om.html> (28. april, 2007)

Statistisk Sentralbyrå. 2007. *Statistikkbanken*. (Internett). Tilgjengelig:

http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selectvarval/define.asp&Tabellid=05920 (28.april, 2007)

STORTINGET. 2005. *Innstilling frå finanskomiteen om evaluering av deler av skattereforma*.

(Internett). Tilgjengelig: <http://www.stortinget.no/inno/1994/199495-072-004.html>
(30. april, 2007)

ØHREN, Øyvind; MICHALSEN, Dag, *Finansiell Økonomi – teori og praksis*, 3. utgave,

Skarvet Forlag AS 2006.

Lovreferanser:

Aksjeloven, kapittel 1§ § 1-1, 3-1, 3-4, 8-1

Allmennaksjeloven, kapittel 1.....§§ 1-1, 3-1, 3-4, 3-6, 8-1

Skatteloven.....§§ 14-6, 6-10, 6-40

Dekningsloven.....§ 4-2

År	Personer	Aksjeselskap*
1986	62	40
1987	56	40
1988	48	40
1989	45,6	40
1990	43	40
1991	40,5	40
1993-	28	28

*) Nominell skattesats, tilnærmet bl.a. under forutsetning av full avsetning til konsolideringsfond. (t.o.m.1991)

Tabell 1: Maksimale skattesatser på renteinntekter og rentefradrag, 1986-1991 og 1993
(Alstadsæter et al., 2006)

Næring	Dividendebetalere, %	Utdelingsforhold
Forbruksvarer	69	0,47
Finans	63	0,66
Konsumvarer	57	1,06
Industri	56	0,61
Materialer	50	1,16
Energi	43	0,62
Helse	29	1,52
IT og telekom	28	0,52
<i>Gjennomsnitt</i>	49	0,83

Tabell 2:

Utdelingsforholdet er dividendens gjennomsnittlige andel av resultat i de selskapene som betaler dividende. Dividenden er dividendebeløp utbetalt i 2004 basert på regnskapet for 2003. (Bøhren og Michalsen, 2006)

VEDLEGG

Aksjeselskaper, etter
næring, tid og
statistikkvariabel

	2004				2005			
	Aksje selsk aper	Aksj ekla sser	Pålydende aksjekapital (mill. kr)	Utdelt utbytte (mill. kr)	Aksje selsk aper	Aksj ekla sser	Pålydende aksjekapital (mill. kr)	Utdelt utbytte (mill. kr)
00-99 Alle næringer	1448	1501			1648	1716		
01-05 Jordbruk, skogbruk og fiske	81	77	565794	165469	22	87	584020	243340
10_12-37 Industri og bergverksdrift	2844	2914	6737	928	2821	2914	7330	2200
11 Utv. av råolje og naturgass, inkl. tj.	1251	1293			1222	1266		
40-41 Kraft- og vannforsyning	2	1	86851	24837	2	7	78303	28731
45 Bygge- og anleggsvirksomhet	354	365	65695	40433	390	406	67110	56869
50-55 Varehandel, hotell- og restaurantv.	723	766	94621	4497	761	798	79588	6853
60-64 Transport og kommunikasjon	1193	1215			1253	1278		
65-67 Finansiell tjenesteyting, forsikrin g	9	9	8396	4610	9	2	9506	8145
70-74	3888	3972			3863	3958		
Forr.tjenesteyting, eiendomsdrift	3	7	40787	19368	9	8	41840	28759
75-99 Andre tjenester	7764	8030	78660	17164	7765	8036	76182	23750
00 Uoppgitt	2613	2917	79202	11877	1649	1749	96300	18308
	5657	5930			6015	6342		
	1	3	93345	37135	1	4	111600	63001
	8779	8975	8541	2113	9387	9598	9083	3164
	1899	2090	2958	2507	3650	3984	7177	3560

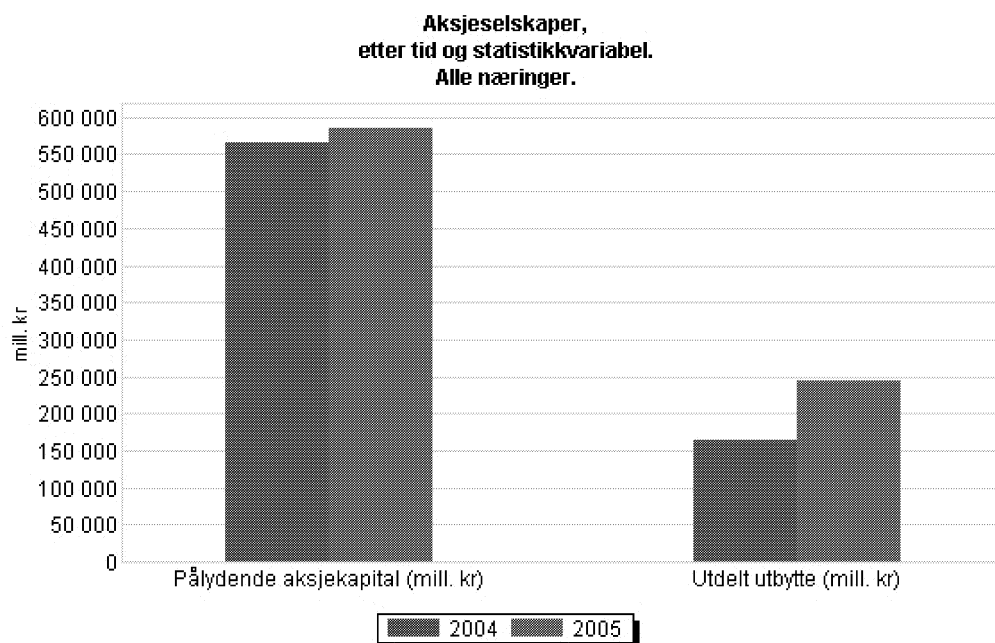
Tallene for 2005 er
foreløpige

Tabell 3: Aksjeselskapers utdelte utbytte for 2004 og 2005 (SSB, 2007)

VEDLEGG

	2004		2005	
	Pålydende aksjekapital	Mottatt utbytte	Pålydende aksjekapital	Mottatt utbytte
00-99 Alle næringer				
Børsnotert				
Offentlig forvaltning	18 703	9 889	18 478	14 826
Finansielle foretak	7 999	4 286	7 123	3 936
Ikke-finansielle foretak	10 074	4 957	11 559	4 421
Husholdninger og ideelle organisasjoner	3 697	1 869	3 518	2 487
Utlandet	15 752	7 025	19 403	10 126
Uoppgitt	1 912	250	2 950	392
Unotert				
Offentlig forvaltning	34 467	2 741	33 701	3 227
Finansielle foretak	47 625	2 355	44 424	3 126
Ikke-finansielle foretak	285 277	41 195	298 275	70 396
Husholdninger og ideelle organisasjoner	70 673	61 664	78 909	95 146
Utlandet	65 684	28 365	57 914	33 008
Uoppgitt	3 953	821	7 765	1 976

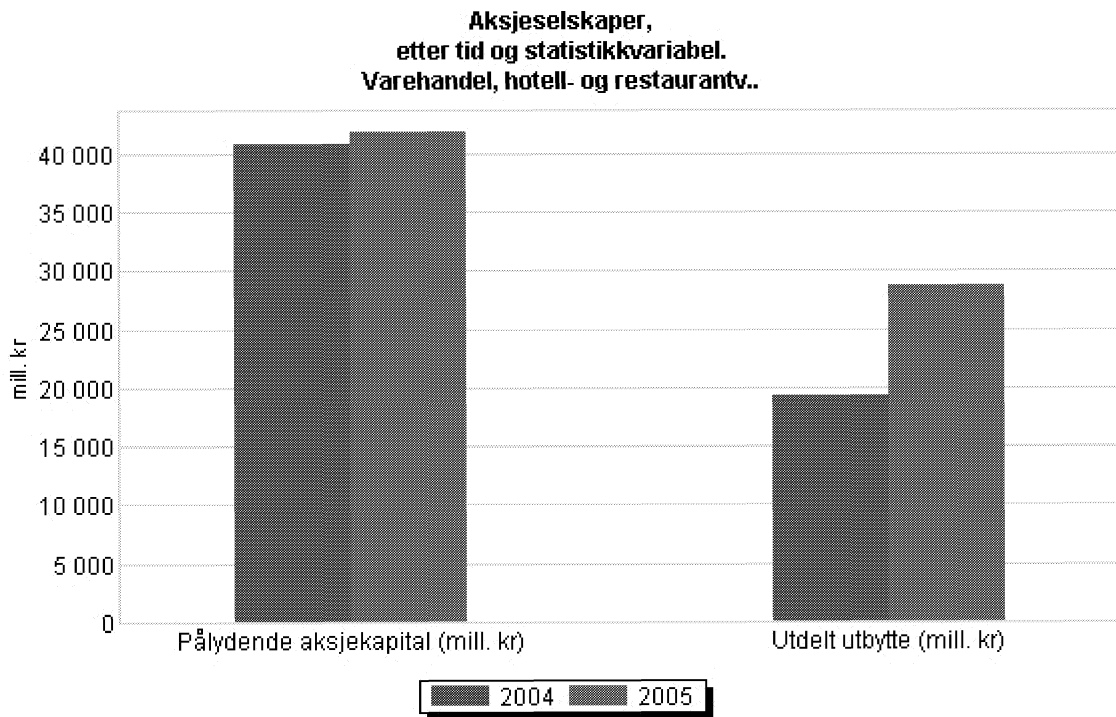
Tabell 4: Fordelingen av utbytte etter næring, aksjeselskapets markedsplass, aksjonærs sektor, tid og statistikkvariabel, for henholdsvis børsnoterte og unoterte selskaper (SSB, 2007).



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 1: Aksjekapital og utbytte (SSB, 2007)

Figuren er laget på bakgrunn av tallene presentert i tabell 3.



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2: Utbytte i Varehandel, hotell- og restaurantbransjen