

Finansiell styring

Forelesning 11 — Dividende

Christian Heyerdahl-Larsen

2026-08-05

To måter å betale ut til eierne

Et selskap som tjener penger må bestemme hva som skal skje med kontantstrømmen: **beholde** den i selskapet, eller **dele den ut** til eierne. Utbetaling kan skje på to måter.

- **Dividende (utbytte):** selskapet betaler et kontantbeløp D pr. aksje til alle eiere

Note

Dividendepolitikk handler om *hvor mye* som deles ut, *når* og *i hvilken form*. Spørsmålet er om disse valgene faktisk påvirker verdien av selskapet.

To måter å betale ut til eierne

Et selskap som tjener penger må bestemme hva som skal skje med kontantstrømmen: **beholde** den i selskapet, eller **dele den ut** til eierne. Utbetaling kan skje på to måter.

- **Dividende (utbytte):** selskapet betaler et kontantbeløp D pr. aksje til alle eiere
- **Tilbakekjøp av egne aksjer:** selskapet kjøper tilbake egne aksjer i markedet, slik at de gjenværende eierne sitter igjen med en større andel

Note

Dividendepolitikk handler om *hvor mye* som deles ut, *når* og *i hvilken form*. Spørsmålet er om disse valgene faktisk påvirker verdien av selskapet.

To måter å betale ut til eierne

Et selskap som tjener penger må bestemme hva som skal skje med kontantstrømmen: **beholde** den i selskapet, eller **dele den ut** til eierne. Utbetaling kan skje på to måter.

- **Dividende (utbytte):** selskapet betaler et kontantbeløp D pr. aksje til alle eiere
- **Tilbakekjøp av egne aksjer:** selskapet kjøper tilbake egne aksjer i markedet, slik at de gjenværende eierne sitter igjen med en større andel
- I begge tilfeller flyttes kontanter fra selskapet til eierne — bare «innpakningen» er forskjellig

Note

Dividendepolitikk handler om *hvor mye* som deles ut, *når* og *i hvilken form*. Spørsmålet er om disse valgene faktisk påvirker verdien av selskapet.

Mekanikken: ex-dividende-dagen

Når et utbytte vedtas, knyttes det til konkrete datoer. Den viktigste er **ex-dividende-dagen** — skillet mellom å eie aksjen «med» og «uten» utbytte.

- **Før ex-dato:** kjøper du aksjen, får du med deg utbyttet



Advarsel

Kursfallet er ikke et «tap» for eieren. Du bytter kursverdi mot kontanter krone for krone: før hadde du en aksje verdt P_0 , etterpå har du en aksje verdt $P_0 - D$ pluss D i kontanter.

Mekanikken: ex-dividende-dagen

Når et utbytte vedtas, knyttes det til konkrete datoer. Den viktigste er **ex-dividende-dagen** — skillet mellom å eie aksjen «med» og «uten» utbytte.

- **Før ex-dato:** kjøper du aksjen, får du med deg utbyttet
- **På ex-dato:** aksjen handles *uten* rett til utbyttet — kursen faller med omtrent D



Advarsel

Kursfallet er ikke et «tap» for eieren. Du bytter kursverdi mot kontanter krone for krone: før hadde du en aksje verdt P_0 , etterpå har du en aksje verdt $P_0 - D$ pluss D i kontanter.

Mekanikken: ex-dividende-dagen

Når et utbytte vedtas, knyttes det til konkrete datoer. Den viktigste er **ex-dividende-dagen** — skillet mellom å eie aksjen «med» og «uten» utbytte.

- **Før ex-dato:** kjøper du aksjen, får du med deg utbyttet
- **På ex-dato:** aksjen handles *uten* rett til utbyttet — kursen faller med omtrent D
- Kursfall ved ex-dato: $P_{\text{ex}} \approx P_0 - D$



Advarsel

Kursfallet er ikke et «tap» for eieren. Du bytter kursverdi mot kontanter krone for krone: før hadde du en aksje verdt P_0 , etterpå har du en aksje verdt $P_0 - D$ pluss D i kontanter.

Påstanden

I et **perfekt kapitalmarked** — ingen skatt, ingen transaksjonskostnader, ingen informasjonsasymmetri — viste Modigliani og Miller (1961) at dividendepolitikken er **irrelevant** for verdien av selskapet.

- Verdien bestemmes av selskapets **investeringer og kontantstrøm**, ikke av hvordan kontantstrømmen pakkes inn



Tips

Påstanden

I et **perfekt kapitalmarked** — ingen skatt, ingen transaksjonskostnader, ingen informasjonsasymmetri — viste Modigliani og Miller (1961) at dividendepolitikken er **irrelevant** for verdien av selskapet.

- Verdien bestemmes av selskapets **investeringer og kontantstrøm**, ikke av hvordan kontantstrømmen pakkes inn
- En krone utbetalt i dag betyr én krone mindre i selskapet — formuen til eieren er uendret

Påstanden

I et **perfekt kapitalmarked** — ingen skatt, ingen transaksjonskostnader, ingen informasjonsasymmetri — viste Modigliani og Miller (1961) at dividendepolitikken er **irrelevant** for verdien av selskapet.

- Verdien bestemmes av selskapets **investeringer og kontantstrøm**, ikke av hvordan kontantstrømmen pakkes inn
- En krone utbetalt i dag betyr én krone mindre i selskapet — formuen til eieren er uendret
- Investoren kan selv «justere» utbyttet ved å kjøpe eller selge aksjer: **hjemmelaget dividende**

Hjemmelaget dividende — idéen

Ønsker en investor *mer* kontanter enn selskapet deler ut, kan hun **selge aksjer**. Ønsker hun *mindre*, kan hun **reinvestere** utbyttet ved å kjøpe flere aksjer.

- Vil investoren ha kontanter, men selskapet holder tilbake $\Rightarrow$ selg noen aksjer

Siden investoren kan lage akkurat den kontantstrømmen hun ønsker på egen hånd, er hun **likegyldig** til selskapets dividendepolitikk — i et perfekt marked.

Hjemmelaget dividende — idéen

Ønsker en investor *mer* kontanter enn selskapet deler ut, kan hun **selge aksjer**. Ønsker hun *mindre*, kan hun **reinvestere** utbyttet ved å kjøpe flere aksjer.

- Vil investoren ha kontanter, men selskapet holder tilbake $\Rightarrow$ selg noen aksjer
- Vil investoren spare, men selskapet betaler utbytte $\Rightarrow$ kjøp flere aksjer for utbyttet

Siden investoren kan lage akkurat den kontantstrømmen hun ønsker på egen hånd, er hun **likegyldig** til selskapets dividendepolitikk — i et perfekt marked.

Regneeksempel: utbytte endrer ikke formuen

En investor eier 100 aksjer. Aksjekursen er $P_0 = 50$, så formuen er $100 \times 50 = 5000$.

Alternativ A: selskapet betaler $D = 2$

- Kontanter: $100 \times 2 = 200$
- Kurs etter ex-dato: $50 - 2 = 48$
- Aksjeverdi: $100 \times 48 = 4800$
- **Sum formue:** $4800 + 200 = 5000$

Alternativ B: intet utbytte, lag det selv

- Kurs: 50 (uendret)
- Selg 4 aksjer: $4 \times 50 = 200$ kontanter
- Beholder 96 aksjer: $96 \times 50 = 4800$
- **Sum formue:** $4800 + 200 = 5000$

Note

Formuen er **5000 i begge tilfeller**. Investoren laget «hjemmelaget dividende» på 200 ved å selge aksjer. Dividendepolitikken er irrelevant.

Når skatt bryter irrelevansen

I virkeligheten beskattes ofte **dividende** (s_{Ed}) og **kursgevinst** (s_{Eg}) ulikt. Da er ikke en utbyttekrone og en gevinstkrone lenger likeverdige.

- Er $s_{Ed} > s_{Eg}$, er utbytte **skattemessig dyrere** enn å la verdien bli igjen som kursgevinst



Advarsel

Norsk kontekst: med aksjonærmodellen og oppjusteringsfaktoren beskattes utbytte ut over skjermingsfradraget. Det presise tallet endrer seg, men poenget består: skatt

Når skatt bryter irrelevansen

I virkeligheten beskattes ofte **dividende** (s_{Ed}) og **kursgevinst** (s_{Eg}) ulikt. Da er ikke en utbyttekrone og en gevinstkrone lenger likeverdige.

- Er $s_{Ed} > s_{Eg}$, er utbytte **skattemessig dyrere** enn å la verdien bli igjen som kursgevinst
- Kursgevinst kan i tillegg **utsettes** til aksjen selges — en ekstra fordel



Advarsel

Norsk kontekst: med aksjonærmodellen og oppjusteringsfaktoren beskattes utbytte ut over skjermingsfradraget. Det presise tallet endrer seg, men poenget består: skatt

Når skatt bryter irrelevansen

I virkeligheten beskattes ofte **dividende** (s_{Ed}) og **kursgevinst** (s_{Eg}) ulikt. Da er ikke en utbyttekrone og en gevinstkrone lenger likeverdige.

- Er $s_{Ed} > s_{Eg}$, er utbytte **skattemessig dyrere** enn å la verdien bli igjen som kursgevinst
- Kursgevinst kan i tillegg **utsettes** til aksjen selges — en ekstra fordel
- Dette taler isolert sett for *lite* utbytte og heller **tilbakekjøp** eller tilbakeholdt overskudd



Advarsel

Norsk kontekst: med aksjonærmodellen og oppjusteringsfaktoren beskattes utbytte ut over skjermingsfradraget. Det presise tallet endrer seg, men poenget består: skatt

Regneeksempel: skattekostnaden ved utbytte

Et selskap kan dele ut $D = 100$ pr. aksje som utbytte, eller la verdien bli igjen og realiseres som kursgevinst. Anta $s_{Ed} = 37,8\%$ og $s_{Eg} = 0\%$ (gevinsten utsettes).

Utbytte nå

- Brutto: 100
- Skatt: $0,378 \times 100 = 37,8$
- **Netto til eier: 62,2**

La verdien stå (utsatt gevinst)

- Verdien blir igjen: 100
- Skatt i dag: 0
- **Netto verdi for eier: 100**



Tips

Skatten gir en klar preferanse: eieren sitter igjen med mer ved å la verdien bli stående. Dette er hovedargumentet bak «dividende-puslespillet» — hvorfor betaler selskaper utbytte i det hele tatt?

Skatteklientell

Ulike investorer har ulike skatteposisjoner og behov. Selskaper tiltrekker seg et **klientell** som passer til dividendepolitikken.

- **Pensjonsfond og skattefrie investorer:** likegyldige eller positive til utbytte — ofte tiltrukket av stabile utbetalere

Note

Klientelleffekten forklarer hvem som eier hva, men ikke nødvendigvis at selskapet skaper verdi ved å endre politikk — klientellene bare bytter plass.

Skatteklientell

Ulike investorer har ulike skatteposisjoner og behov. Selskaper tiltrekker seg et **klientell** som passer til dividendepolitikken.

- **Pensjonsfond og skattefrie investorer:** likegyldige eller positive til utbytte — ofte tiltrukket av stabile utbetalere
- **Høyt beskattede private investorer:** foretrekker kursgevinst og lavt utbytte

Note

Klientelleffekten forklarer hvem som eier hva, men ikke nødvendigvis at selskapet skaper verdi ved å endre politikk — klientellene bare bytter plass.

Skatteklientell

Ulike investorer har ulike skatteposisjoner og behov. Selskaper tiltrekker seg et **klientell** som passer til dividendepolitikken.

- **Pensjonsfond og skattefrie investorer:** likegyldige eller positive til utbytte — ofte tiltrukket av stabile utbetalere
- **Høyt beskattede private investorer:** foretrekker kursgevinst og lavt utbytte
- **Investorer med jevnt likviditetsbehov:** verdsetter forutsigbart utbytte

Note

Klientelleffekten forklarer hvem som eier hva, men ikke nødvendigvis at selskapet skaper verdi ved å endre politikk — klientellene bare bytter plass.

Informasjonsinnhold og signalfunksjonen

Ledelsen vet mer om selskapets fremtidsutsikter enn markedet (informasjonsasymmetri). Utbyttebeslutninger kan da fungere som et **signal**.

- En **utbytteøkning** tolkes ofte som at ledelsen er trygg på varig høyere kontantstrøm $\Rightarrow$ kursen stiger



Tips

Derfor er selskaper motvillige til å sette opp utbyttet før de er sikre på at det kan **oppretholdes** — utbytte er «klistret» (sticky).

Informasjonsinnhold og signalfunksjonen

Ledelsen vet mer om selskapets fremtidsutsikter enn markedet (informasjonsasymmetri). Utbyttebeslutninger kan da fungere som et **signal**.

- En **utbytteøkning** tolkes ofte som at ledelsen er trygg på varig høyere kontantstrøm $\Rightarrow$ kursen stiger
- Et **utbyttekutt** tolkes som en advarsel $\Rightarrow$ kursen faller, ofte kraftig



Tips

Derfor er selskaper motvillige til å sette opp utbyttet før de er sikre på at det kan **oppretholdes** — utbytte er «klistret» (sticky).

Informasjonsinnhold og signalfunksjonen

Ledelsen vet mer om selskapets fremtidsutsikter enn markedet (informasjonsasymmetri). Utbyttebeslutninger kan da fungere som et **signal**.

- En **utbytteøkning** tolkes ofte som at ledelsen er trygg på varig høyere kontantstrøm $\Rightarrow$ kursen stiger
- Et **utbyttekutt** tolkes som en advarsel $\Rightarrow$ kursen faller, ofte kraftig
- Signalet er troverdig fordi det er **kostbart**: et selskap uten penger kan ikke vedvarende late som



Tips

Derfor er selskaper motvillige til å sette opp utbyttet før de er sikre på at det kan **oppretholdes** — utbytte er «klistret» (sticky).

Agentkostnader og fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm er penger ut over det som trengs til lønnsomme prosjekter. Ligger den i selskapet, kan ledelsen friste til å sløse – imperiebygging, ulønnsomme oppkjøp, overdreven luksus.

- Å **dele ut** fri kontantstrøm reduserer ledelsens spillerom og disiplinere beslutningene (Jensen, 1986)

Note

Her møtes to krefter: skatt taler mot utbytte, agentkostnader taler for. Den optimale

Agentkostnader og fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm er penger ut over det som trengs til lønnsomme prosjekter. Ligger den i selskapet, kan ledelsen friste til å sløse — imperiebygging, ulønnsomme oppkjøp, overdreven luksus.

- Å **dele ut** fri kontantstrøm reduserer ledelsens spillerom og disiplinere beslutningene (Jensen, 1986)
- Utbytte og tilbakekjøp tvinger selskapet ut i kapitalmarkedet neste gang det trenger penger — ekstra **overvåking**

Note

Her møtes to krefter: skatt taler mot utbytte, agentkostnader taler for. Den optimale

Agentkostnader og fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm er penger ut over det som trengs til lønnsomme prosjekter. Ligger den i selskapet, kan ledelsen friste til å sløse — imperiebygging, ulønnsomme oppkjøp, overdreven luksus.

- Å **dele ut** fri kontantstrøm reduserer ledelsens spillerom og disiplinere beslutningene (Jensen, 1986)
- Utbytte og tilbakekjøp tvinger selskapet ut i kapitalmarkedet neste gang det trenger penger — ekstra **overvåking**
- Dette er et argument *for* utbytte, og trekker motsatt vei av skatten

Note

Her møtes to krefter: skatt taler mot utbytte, agentkostnader taler for. Den optimale

Dividende vs. tilbakekjøp i praksis

Dividende

- Forutsigbar, regelmessig
- Sterkt signal — vanskelig å kutte
- Bygger et stabilt klientell

Tilbakekjøp

- Fleksibelt — kan slås av og på
- Ofte skattemessig gunstigere
- Bra for å dele ut *midlertidig* overskudd

- I et perfekt marked er de to **ekvivalente**: samme kontanter ut, samme verdi

Dividende vs. tilbakekjøp i praksis

Dividende

- Forutsigbar, regelmessig
- Sterkt signal — vanskelig å kutte
- Bygger et stabilt klientell

Tilbakekjøp

- Fleksibelt — kan slås av og på
- Ofte skattemessig gunstigere
- Bra for å dele ut *midlertidig* overskudd

- I et perfekt marked er de to **ekvivalente**: samme kontanter ut, samme verdi
- I praksis velger mange selskaper **stabilt utbytte** pluss **fleksible tilbakekjøp** når det er ekstra penger

Dividende-puslespillet

Puslespillet: hvis utbytte er skattemessig ugunstig, hvorfor betaler så mange selskaper det likevel?

- **Signalfunksjonen:** utbytte formidler troverdig informasjon om inntjeningen



Tips

Konklusjonen: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant (irrelevansresultatet). Det er **markedsimperfeksjonene** — skatt, informasjon og agentproblemer —

Dividende-puslespillet

Puslespillet: hvis utbytte er skattemessig ugunstig, hvorfor betaler så mange selskaper det likevel?

- **Signalfunksjonen:** utbytte formidler troverdig informasjon om inntjeningen
- **Agentkostnader:** utbytte disiplinerer ledelsen og reduserer sløsing



Tips

Konklusjonen: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant (irrelevansresultatet). Det er **markedsimperfeksjonene** — skatt, informasjon og agentproblemer —

Dividende-puslespillet

Puslespillet: hvis utbytte er skattemessig ugunstig, hvorfor betaler så mange selskaper det likevel?

- **Signalfunksjonen:** utbytte formidler troverdig informasjon om inntjeningen
- **Agentkostnader:** utbytte disiplinerer ledelsen og reduserer sløsing
- **Klientell og atferd:** noen investorer ønsker eller trenger jevn kontantstrøm



Tips

Konklusjonen: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant (irrelevansresultatet). Det er **markedsimperfeksjonene** — skatt, informasjon og agentproblemer —

Dividende-puslespillet

Puslespillet: hvis utbytte er skattemessig ugunstig, hvorfor betaler så mange selskaper det likevel?

- **Signalfunksjonen:** utbytte formidler troverdig informasjon om inntjeningen
- **Agentkostnader:** utbytte disiplinerer ledelsen og reduserer sløsing
- **Klientell og atferd:** noen investorer ønsker eller trenger jevn kontantstrøm
- **Tilbakekjøp** har vokst kraftig nettopp fordi det er mer skatteeffektivt



Tips

Konklusjonen: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant (irrelevansresultatet). Det er **markedsimperfeksjonene** — skatt, informasjon og agentproblemer —

Det viktigste

- Eierne kan få utbetalinger via **dividende** eller **tilbakekjøp**; ved ex-dato faller kursen med omtrent D

Det viktigste

- Eierne kan få utbetalinger via **dividende** eller **tilbakekjøp**; ved ex-dato faller kursen med omtrent D
- **Irrelevansresultatet**: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant — investoren lager **hjemmelaget dividende** ($P_0 = (P_0 - D) + D$)

Det viktigste

- Eierne kan få utbetalinger via **dividende** eller **tilbakekjøp**; ved ex-dato faller kursen med omtrent D
- **Irrelevansresultatet**: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant — investoren lager **hjemmelaget dividende** ($P_0 = (P_0 - D) + D$)
- **Skatt** (s_{Ed} vs. s_{Eg}) og **skatteklientell** kan tale mot utbytte

Det viktigste

- Eierne kan få utbetalinger via **dividende** eller **tilbakekjøp**; ved ex-dato faller kursen med omtrent D
- **Irrelevansresultatet**: i et perfekt marked er dividendepolitikk irrelevant — investoren lager **hjemmelaget dividende** ($P_0 = (P_0 - D) + D$)
- **Skatt** (s_{Ed} vs. s_{Eg}) og **skatteklientell** kan tale mot utbytte
- **Signalfunksjonen** og **agentkostnader / fri kontantstrøm** kan tale for utbytte — dette er kjernen i **dividende-puslespillet**

Til neste gang

- Les BMN kapittel 11
- Regn gjennom hjemmelaget-dividende-eksempelet på egen hånd, og prøv et kjapt skatteeksempel med dine egne tall

*Neste forelesning: **opsjoner**. Vi går fra utbetalinger til eierne over til betingede krav — kjøps- og salgsopsjoner, hva som bestemmer verdien av en opsjon, og hvordan opsjonstankegangen dukker opp overalt i finans.*