

## Statoil-utbytte, Miller og Modigliani

I DN 20 januar har Espen Sirnes sterke meldinger om utbytte i Statoil, som han implisitt baserer på de kjente irrelevans-resultatene til Miller og Modigliani. Jeg reagerer på hans ureflekterte bruk av teorien, og vil derfor diskutere hans påstander fra et finanstoretisk perspektiv.

I M&M starter man med å anta at selskapet har identifisert prosjekter med positiv nåverdi, som alle skal gjennomføres. Med perfekte kapitalmarkeder viser teorien at valget av kapital og dividendepolitikk er irrelevant. Hvis en øker utbytte, henter en inn ny kapital (gjeld/egenkapital) for å finansiere prosjektene. Dette er Sirnes argument.

Men teorien stopper ikke her. I virkelige finansmarkeder er det kostnader forbundet med å hente inn ny fremmedkapital. Det er det ikke med tilbakeholdt overskudd. En får en "pecking order" hvor kapitalbehov først dekkes av tilbakeholdt overskudd (utbyttereduksjon), gjeldsopptak, og til slutt ny egenkapital. Her er utbytte residualet, hva en har til overs etter å ha finansiert prosjektene. Hva Sirnes kaller normal utbyttepolitikk, et fast utbytte, er ikke det. Det er faktisk et lite mysterium i teorien at så mange selskaper har fast utbytte, og man tyr til forklaringer om å "signalisere" med utbytte, eller å "binde seg til masten." Men dette er konsekvenser av asymmetrisk informasjon, og en må vurdere i hvor stor grad det gjelder for Statoil.

En annen måte teorien kan bryte sammen på gjelder forutsetningen om at selskapet gjennomfører alle gode prosjekter. Hvis dette ikke er tilfelle, for eksempel med kapitalrasjonering, holder teorien ikke. Dette er en relevant del av diskusjonen rundt Statoil. Blir prosjekter som er lønnsomme fra en objektiv vurdering gjennomført?

Bernt Arne Ødegaard  
Professor, Universitetet i Stavanger (UiS)