

Dividende kontra vekst

Utgangspunktet er dividendemodellen fra (5.9) i læreboken:

$$(5.9) \quad \begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{r - v} \\ &= D_1 \cdot \frac{1}{r - v} \end{aligned}$$

Innenfor dividendemodellen kan kravet til lønnsom vekst begrunnes med utgangspunkt i følgende sammenheng:

$$(N.5.10) \quad v = \text{Andel av resultatet som investeres} \cdot \text{Investeringens internrente}$$

Uttrykk (N.5.10) sier at dividendeveksten v er lik tilbakeholdsandelen (andelen av resultatet som ikke deles ut, men reinvesteres i selskapet) multiplisert med avkastningen på det som tilbakeholdes (investeringens internrente). Legg merke til at tilbakeholdsandelen er lik $1 - \text{dividendeandelen}$, hvor dividendeandelen er andelen av resultatet utbetalt som dividende, også kalt utdelingsforholdet. Summen av tilbakeholdsandelen og dividendeandelen er derfor alltid lik 1. Investeres eksempelvis 80 % av resultatet (tilbakeholdsandelen er 0,8), kan bare 20 % betales som dividende (dividendeandelen er 0,2).

Vekst i seg selv er ikke tilstrekkelig for å skape positiv nåverdi, dvs. for å få aksjekursen til å stige. Veksten som skapes av det reinvesterte resultatet i (N.5.10), må også være *lønnsom*, dvs.:

$$(N.5.11) \quad \text{Internrenten på investeringen } i \text{ må overstige kapitalkostnaden } r \text{ fra dividendemodellen i (N.5.10).}$$

Dette kriteriet er helt i tråd med internrentemodellen i lærebokens del 4.3. Neste eksempel viser disse sammenhengene.

EKSEMPEL N5.10

Ledelsen i AS Vokal venter et resultat på 50 kroner pr. aksje neste år. Planen er å utbetale hele resultatet som dividende både neste år og i overskuelig fremtid. Dette innebærer at dividendeandelen er 1 og at tilbakeholdsandelen er 0. Forventet dividendevekst er 0, og dagens aksjekurs er 500 kroner.

Ut fra dividendemodellen betyr dette at egenkapitalkostnaden for AS Vokal er 10 %, gitt fra:

$$r = 0,00 + \frac{50}{500}$$

$$= 10 \%$$

Styret vurderer nå å innføre en vekststrategi. For å få finansiert de investeringene dette krever, er planen å redusere dividendeandelen fra 1 til 0,4. Dette er altså det samme som å si at tilbakeholdsandelen øker fra 0 til 0,6. Styret ber ledelsen utrede hva denne nye strategien kan bety for selskapets vekst og verdiskaping. Ledelsen blir bedt om å gjøre disse analysene under alternative forutsetninger om at vekststrategien gir en internrente på enten 9 % eller 11 %.

Med disse forutsetningene vil startdividenden falle fra 50 kroner ($50 \cdot 1,00$) til 20 kroner ($50 \cdot 0,40$) pr. aksje. Tilsvarende vil tilbakeholdt og investert beløp øke fra 0 til 30 kroner pr. aksje. Dermed kan vi beregne forventet utbyttevekst fra (N.5.10) forutsatt enten 9 % eller 11 % internrente på veksten.

Internrente $v =$ Andel av resultatet som investeres \cdot Investeringens internrente

9 %	5,4 % = $0,6 \cdot 0,09$
11 %	6,6 % = $0,6 \cdot 0,11$

Disse tallene illustrerer at høyere internrente på tilbakeholdt resultat gir rom for høyere vekst:

- 2 prosentpoeng høyere internrente på tilbakeholdt resultat (11 % i stedet for 9 %) øker veksten med 1,2 prosentpoeng (6,6 % i stedet for 5,4 %).

Spørsmålet er så om denne veksten er lønnsom. Dette spørsmålet kan besvares ved å beregne aksjekursen fra dividendemodellen i (5.9). Vi bruker tallene som nå er beregnet for startdividende og dividendevekst under de to alternative forutsetningene om internrenten på tilbakeholdt resultat.

Internrente	Startdividende (D_1)	Kapitalkostnad (r)	Vekst (v)	Aksjekurs ($P_0 = D_1 / (r - v)$)
9 %	20 kr	10 %	5,4 %	$434 = 20 / (0,10 - 0,054)$
11 %	20 kr	10 %	6,6 %	$588 = 20 / (0,10 - 0,066)$

Dividendemodellen tilsier at vekststrategien, som reduserer startdividenden fra 50 til 20 kroner pr. aksje på grunn av økt investering, vil redusere kursen fra dagens 500 kroner til 434 kroner hvis den økte investeringen gir 9 % internrente. Dividendeveksten på 5,4 % i all overskuelig fremtid er altså ikke tilstrekkelig til å oppveie for redusert dividende de første årene. Kursen vil derimot øke fra 500 kroner til 588 kroner hvis internrenten er 11 %, som gir en dividendevekst på 6,6 %.

Dette resultatet om lønnsom kontra ulønnsom vekst fra dividendemodellen i eksempel N.5.10 er også forenlig med internrentemodellen i del 4.4. Internrentemodellen sier at investeringsprosjektet øker eiernes formue (skaper positiv nåverdi) hvis prosjektets internrente overstiger kapitalkostnaden. I eksempel N.5.10 er kapitalkostnaden 10 %. Derfor vil vekststrategien skape verdier for eierne hvis internrenten på denne veksten er 11 %. Derimot vil veksten være ulønnsom hvis internrenten er 9 %, siden denne er lavere enn kapitalkostnaden. Dividendemodellen sier at aksjekursen stiger i det første tilfellet, og at den faller i det andre.