



Universitetet  
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,  
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS  
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master i økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei  
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:

Optimal kapitalstruktur

ENGELSK TITTEL:

Optimal Capital Structure

FORFATTER(E)

Studentnummer:

955238

.....

.....

Navn:

Polina Ivanova Løkke

.....

.....

VEILEDER:

Benn Folkvord

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,...../.../2016

Underskrift administrasjon:.....

## Sammendrag

Kapitalstruktur er et emne som det er forsket mye på, helt tilbake fra 1950-tallet da Miller og Modigliani<sup>1</sup> la grunnlaget med sin irrelevansteorem. Problemstillingen for oppgaven er hvordan å oppnå optimal kapital struktur og hvilke fordeler og ulemper det er med egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering.

Første del av oppgaven beskriver de mest anerkjente teoriene for kapitalstruktur. Miller og Modigliani sin teorem bygget på forutsetningen om perfekt kapitalmarked. De andre anerkjente teoriene som blir presentert er Trade off teorien, Pecking order teorien og Free cash flow teorien. Disse argumenterer mot Miller og Modigliani sine antagelser om asymmetrisk informasjon, ingen agent kostnader, transaksjonskostnader eller konkurskostnader, og nøytrale skatter. Og slik er det i den virkelige verden – skatt må alle betale, men mange vil minimere sin skattebyrde; ledelsen vil alltid ha tilgang til informasjon som andre ikke har; og skulle et selskap bli insolvent er konkurskostnader umulig å unngå. Alle disse hovedpunkt fra teorien kan en finne eksempler på fra virkeligheten.

Videre blir det beskrevet og redegjort for typer egenkapital og fremmedkapital (gjeld) og deres inndeling i henhold til regnskapsloven<sup>2</sup>. Her henvises det til lovverket om ulike krav som stilles i regnskapsloven og aksje- og allmennaksjeselskapsloven<sup>3</sup> både for egenkapital og gjeld. Oppgaven tar utgangspunkt i selskapsformene aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Lovverket pålegger aksjeselskaper til å ha forsvarlig egenkapital og likviditet og hensikten med det er å ivareta kreditorenes interesser. Loven setter ikke slike begrensninger for fremmedkapital. Gjeld øker risikoen for finansiell stress. Finansieringsinstrumenter er av stor betydning for et selskap da disse er avgjørende for selskapets rentabilitet, soliditet og likviditet.

I den siste delen av oppgaven er det diskutert for fordeler og ulemper med egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering sett selskapsrettslig, regnskapsmessig og skattemessig. Det er ikke alltid like lett å klassifisere et finansieringsinstrument som enten egenkapital eller gjeld. Hybrid kapital omtales også i siste delen av oppgaven samt eksempler

---

<sup>1</sup> Informasjon hentet fra: *Capital Structure*. S.C Myers, Journal of Economic Perspectives -Vol15, No. 2 – 2001.

<sup>2</sup> Regnskapsloven hentet fra: <https://lovdata.no/>

<sup>3</sup> Aksjeloven og Aksjeselskapsloven hentet fra: <https://lovdata.no/>

fra virkeligheten som beskriver betydningen av kapitalstruktur og konsekvensene den medfører.

Oppgaven avsluttes med en konklusjon som trekker svar på oppgavens problemstilling. Hva er optimal struktur vil det være avhengig av hva bedriften og dens ledelse vil oppnå. Samtidig vil valg av kapitalstruktur variere fra bransje til bransje. Driver man virksomhet preget av stor usikkerhet og volatilitet vil det være hensiktsmessig å ha høy egenkapitalandel og mindre faste kostnader til betaling av gjeld.

## Innhold

Sammendrag .....	2
Forord.. .....	6
1. Innledning .....	7
2. Kapitalstruktur .....	8
2.1. Teori om kapitalisering .....	9
2.1.1. Miller og Modiglianis irrelevanteorem (MM) .....	9
2.1.2. Pecking - order teorien.....	14
2.1.3. Trade - off teorien .....	14
2.1.4. Free cash flow hypotesen .....	16
2.2. Oppsummering av teori .....	17
3. Egenkapital og gjeld .....	18
3.1. Egenkapital.....	20
3.1.1. Fri og bundne egenkapital .....	22
3.1.2. Innskutt egenkapital .....	23
3.1.3. Opptjent egenkapital.....	23
3.1.4. Egenkapitalfinansiering .....	24
3.1.4.1. Kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer.....	25
3.1.4.2. Kapitalforhøyelse ved fondsemisjon .....	26
3.2. Fremmedkapitalfinansiering .....	26
3.2.1. Annen langsiktig gjeld .....	27
3.2.2. Annen kortsiktig gjeld .....	29
4. Hybrid kapital .....	30
4.1. Lån med rett til å kreve utstedte aksjer eller med konverteringsrett til aksjer.....	31
4.2. Tegningsrettsaksjer.....	32
4.3. Frittstående tegningsretter .....	32
4.4. Lån med særlige vilkår .....	33

4.5.	Ansvarlig lånekapital .....	33
5.	Fordeler og ulemper med egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering .....	34
5.1.	Regnskapsmessig fordeler og ulemper .....	35
5.1.1.	Nøkkeltall.....	36
5.1.2.	Egenkapitalfinansiering vs fremmedkapitalfinansiering .....	39
5.1.3.	Hybridkapital .....	40
5.2.	Selskapsrettslige fordeler og ulemper .....	41
5.2.1.	Egenkapitalfinansiering .....	42
5.2.2.	Fremmedkapitalfinansiering .....	43
5.2.3.	Statoil ASA og utbytte .....	44
5.3.	Skattemessig fordeler og ulemper .....	45
5.3.1.	Egenkapitalfinansiering .....	46
5.3.2.	Fremmedkapitalfinansiering .....	47
5.3.3.	IKEA og skatte strategi .....	47
6.	Konklusjon .....	48
	Litteratur liste .....	50

## Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på min masterstudie i økonomi og administrasjon med spesialisering innen anvendt finans ved Universitetet i Stavanger.

Hvilken finansieringsform er best for den enkelte prosjekt eller investering er en problemstilling som er veldig relevant i min jobb som regnskapsfører. Kapitalstruktur er et gjennomgående tema i fagene jeg har hatt de siste to år. Dette viser viktigheten av valg av kapitalstruktur for et selskap. Jeg valgte dette emnet, fordi at jeg synes at det er et interessant tema og jeg er overbevist om at jeg vil få nytte av kunnskapene jeg har tilegnet meg senere i mitt arbeidsliv.

Jeg vil benytte anledningen til å takke min veileder Benn Folkvord for all hjelp og nyttige tilbakemeldinger vedrørende oppgaven.

Stavanger, 08.06.2016

---

Polina Ivanova Løkke

## 1. Innledning

Valg av kapitalstruktur er et viktig tema for et selskap da den danner grunnlaget for selskapets beskatning og har direkte innvirkning på selskapets regnskapstall. Kapitalstruktur vekker stor interesse hos investorer når de vurderer sine investeringsmuligheter. I denne oppgaven retter jeg min oppmerksomhet mot velkjente teorier som i årevis har prøvd å definere hva er optimal kapitalstruktur og hvordan kan den oppnås. Noen av teoriene bygger på forutsetninger som ikke er til stedet i virkeligheten og er vanskelig å anvende i realiteten. Kapitalstrukturen vil også være avhengig av hva ledelsen vil oppnå. Vil en bedrift ansees som stabil, med god rentabilitet, uavhengig av kreditorer og eksterne investorer og tåler motvind i nedgangstider, vil det være naturlig å favorisere egenkapitalfinansiering. Bedrifter som vil minimere sin skattebyrde vil derimot favorisere fremmedkapitalfinansieringen. En bemerkverdig faktum er at kapitalstruktur endringer er kostbare og er av stor betydning for selskapet og dets rentabilitet, soliditet og likviditet. Dette står sentralt i teoriene og de argumenterer for hvilke kostnader kan oppstå.

Videre bygger oppgaven på avklaring av regelverket for egenkapital og gjeld basert på selskapsformene aksjeselskap og allmennaksjeselskap.

Nytegning av aksjer eller fondsemisjon er to typer for egenkapitalfinansiering og er med på å styrke den bundne egenkapitalen til selskapet.<sup>4</sup> Kapitalforhøyelse ved fondsemisjon er en omorganisering av den bundne og den frie egenkapitalen som leder til mindre handlefrihet.

Det er ulike former for fremmedkapitalfinansiering. Felles for dem er at forpliktelsen må innfris og at kreditor har prioritet frem for aksjonærene.

Hybridkapital som finansieringsinstrument redegjøres i egen kapittel, samt typer for hybridkapital som reguleres av aksjeloven. Hybridkapital og dens klassifisering byr på store utfordringer. Dette er belyst med noen eksempler fra virkeligheten i siste delen av oppgaven. Jeg redegjør for fordeler og ulemper ved valg av kapitalstruktur sitt av regnskapsmessig, skattemessig og selskapsrettslig perspektiv. Opptak av gjeld er skattemessig fordelaktig sammenlignet med egenkapital, men sitt av regnskapsperspektiv, svekkes selskapets likviditet og egenkapitalrentabilitet. Et selskapsrettslig problem ved låneopptak er at utbytte grunnlaget minker med mer fremmedkapital selskapet binder seg til, i tillegg til at nevneverdig

---

<sup>4</sup> Asl/asal §3-1 – §3-3

gjeldsgrad vil «skremme bort» potensielle investorer. Kapitalstruktur med høy egenkapitalandel ansees som positiv både selskapsrettslig og regnskapsmessig. Det tiltrekker nye investorer og er godt likt bland eksisterende investorer. Høy egenkapitalandel taller for stabilitet, rentabilitet og soliditet. Ulemper med egenkapitalfinansiering er at det er tidskrevende sammenlignet med opptak av fremmedkapital og det er ikke skattemessigfordelaktig.

Dette er en teori oppgave som ikke tar for seg et bestemt selskap, men bygger på teori og regelverk knyttet til kapitalstrukturen.

## 2. Kapitalstruktur

Hva er kapitalstruktur? Kapitalstruktur er sammensetningen av kapitalinstrumenter som finansierer en organisasjons eiendeler. Hovedsakelig er en organisasjon finansiert av egenkapital og gjeld. Egenkapital deles i opptjent egenkapital og innskutt egenkapital, gjelds siden består av kortsiktig og langsiktig gjeld, og avsetninger for forpliktelser.

Hybridkapital er kapital som er vanskelig å plassere under egenkapital og gjeld, fordi at den har egenskaper som karakteriserer den både som egenkapital og som gjeld. Selskaper benytter slike finansielle ordninger for å utnytte fordelene til begge finansieringsinstrumenter.

Ved finansiering av en investering kan et selskap velge mellom gjeld og egenkapital. Det er både selskapsrettslige, regnskapsmessige og skattemessige ulemper og fordeler med egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering. Velger selskapet gjeld, innebærer det økt forventet aksjeavkastning. På en annen side, gjeldsøkning fører til økt risiko for at organisasjonen kan gå konkurs.

Selskapets kapitalinstrumenter føres i dets balanse i absolutte verdier. For å kunne utføre en sammenligning mellom selskaper eller tidligere år for et bestemt selskap, brukes det forholdstall som sier noe om selskapets soliditet, likviditet, finansiering og rentabilitet. Disse tall kommer jeg til å utdype i kapittel 5.1.1. Nøkkeltall.

Franco Modigliani og Merton Miller publiserte en artikkel i 1958, hvor de viste at i konkurranseutsatte kapitalmarkeder vil forholdet mellom egenkapital og gjeld ikke påvirke bedriftens verdi. Free cash flow teorien, tradeoff teorien og pecking order hypotesen er andre



eksempler på studier som prøver å finne «oppskriften» for optimal kapitalstruktur. Disse er de mest anerkjente teoriretningene og vil bli presentert og redegjort for i neste kapittel.

## 2.1. Teori om kapitalisering

Ingen av de anerkjente teoriene om kapitalstruktur gir en fasit på hvordan en oppnår optimal kapitalstruktur uavhengig av bransje og type virksomhet. Miller og Modigliani er mest anerkjent med sin irrelevansteorem, publisert i en artikkel i 1958. Deres teori legger grunnlaget for flere teorier om kapitalstruktur og er etterfulgt av mye forskning. Det foreligger også mange empiriske funn på hvilken betydning og virkning har kapitalstruktur for et selskap. Både Miller og Modigliani har publisert flere artikler der de har supplert og korrigert deres opprinnelige teori om kapital struktur.

Videre i dette kapitelet vil jeg presentere de 4 mest anerkjente teoriene om kapitalstruktur: MM irrelevansteorem, Pecking order teorien, Trade - off teorien og Free cash flow teorien.

### 2.1.1. Miller og Modiglianis irrelevansteorem (MM)

Miller og Modigliani sin artikkel fra 1958 er velkjent og danner grunnlaget for forskningsarbeidet om kapitalstruktur. Miller og Modiglianis utgangspunkt er at kapitalstruktur er irrelevant for selskapets verdi. Loven om én pris hevder at gjeld ikke vil påvirke den totale verdien til et firma, men den endrer fordelingen av kontantstrømmer mellom gjeld og egenkapital, uten å endre den totale kontantstrømmen i firmaet. Modigliani og Miller viste at dette resultatet holder mer generelt under et sett med vilkår nevnt som perfekte kapitalmarkeder. Perfekt kapitalmarked er marked der:

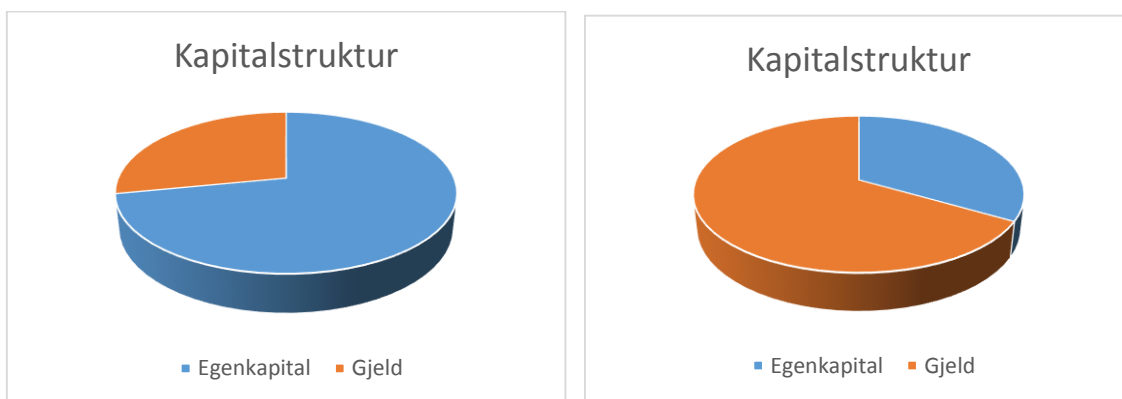
1. Investorer og selskaper kan kjøpe de samme verdipapirene til konkurransedyktige markedspriser som er like nåverdien av sine fremtidige kontantstrømmer.
2. Det er ingen skatt, transaksjonskostnader eller utstedelseskostnader ved verdipapirhandel.

3. Finansieringsbeslutningene til et firma endrer ikke kontantstrømmene generert av sine investeringer, heller ikke de avslører ny informasjon om dem.<sup>5</sup>

Miller og Modigliani teorem baseres på disse tre vilkår og deles i to proposisjoner.

**Proposisjon 1:** I et perfekt marked, den totale verdien av et selskap er lik markedsverdien av dets totale kontantstrøm generert av dets eiendeler og er ikke påvirket av kapitalstruktur valget til selskapet. Det betyr at markedsverdien til et selskap er uavhengig av dets kapitalstruktur,  $V_L=V_U$ , der verdien av et selskap som er finansiert både med egenkapital og gjeld er gitt ved  $V_L$  og verdien av et selskap som er finansiert kun med egenkapital er gitt ved  $V_U$ . Resultatet er basert på argumentet at ved fraværet av skatt og andre transaksjonskostnader, kontantstrømmen betalt av selskapet til sine aksjonærer er lik kontantstrømmen som er generert av selskapets eiendeler.<sup>6</sup>

Figur 1. illustrerer MM teorien og Proposisjon 1.



Figur 1: Fordeling egenkapital og gjeld MM teori – egen tegnet

I følge MM sin teori er størrelsen på kaken (selskapet) den samme uavhengig av størrelsen på gjeldsandelen og egenkapitalen.

**Proposisjon 2:** Et selskap som er finansiert både med gjeld og egenkapital har høyere risiko enn selskap som er finansiert kun med egenkapital. Gjeld øker risikoen til egenkapitalen. En av grunnene er at gjeld har prioritet og i vanskelige tider må selskapet først dekke sin gjeldsforpliktelse før det deler ut noe utbytte til sine aksjonærer. Aksjonærene må derfor bli

<sup>5</sup> Teori er hentet av «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014

<sup>6</sup> Teori er hentet av «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014.

kompensert for denne risikoen og vil derfor forvente en høyere egenkapital avkastning. Dette kan illustreres med «The Weighted Average Cost of Capital» (WACC) formula:

$$r_A = r_D \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

Hvor:

$r_E$  = kapitalkostnad for egenkapital

$r_D$  = kapitalkostnad for gjeld

$r_A$  = kapitalkostnaden for totalkapitalen

D/E = gjeldsgrad

D = Sum gjeld

E = Sum egenkapital

V = sum eiendeler (D+V)

WACC,  $r_A$ , er et vektet gjennomsnitt av kapitalkostnaden for egenkapital og gjeld. Egenkapital og gjeld vektet mot totalkapitalen (E/V) og (D/V). I følge Proposisjon 1 er total kapitalkostnaden  $r_A$  konstant uansett hvor stor andel av den er gjeld. Hvis formelen løses for  $r_E$ , vil den se ut slik:

$$r_E = r_A + (r_A - r_D)D/E$$

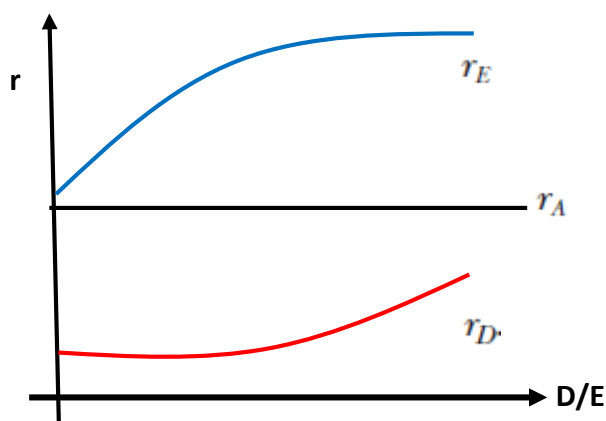
Med andre ord, egenkapital avkastningen investorer forventer påvirkes positivt av markedsverdien av gjelden. Høy gjeldsgrad vil lede til høy egenkapital avkastning. Er gjeldsgraden høy, vil kontantstrømmen betjene store, faste utgifter til renter og avdrag. I dårlige tider vil det bli lite igjen til eierne, fordi kreditorene har prioritet. Dette øker risikoen for investorene og de vil kreve en kompensasjon for finansieringsrisikoen i form av høyt avkastningskrav i prosjekter med høy gjeldsgrad.<sup>7</sup>

Avkastningsprofilen etter MM og Proposisjon 2 er illustrert i figuren nedenfor.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Teori er hentet fra «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014 og Journal of Economic Perspectives – Volume 15, nr2, Spring 2011; Capital Structure by Steward C. Myers

<sup>8</sup> Selvtegnet graf, basert på illustrasjon i «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014)



Figur 2: Avkastningsprofil MM og Proposisjon 2 – egen tegnet

Figuren viser at egenkapitalavkastningen  $r_E$  stiger i takt med økningen i gjeldsgraden. Kapitalkostnaden  $r_A$  er konstant. Kostnaden av å låne penger  $r_D$  vil være konstant til et viss punkt, hvor risikoen for konkurs blir relevant problemstilling. Ved ytterligere økning i gjeldsgraden vil kreditorene kreve kompensasjon. Når gjeldsgraden øker, vil avkastningskravet fra egenkapitaleierne  $r_E$  øke også grunnet større risiko for konkurs.

Miller og Modigliani sine proposisjoner antyder at rollen til den økonomiske politikken i et selskap er å takle økonomiske markeds imperfeksjoner som skatter og transaksjonskostnader. Denne teorien ble revidert og forutsetningen om at et selskap ikke betaler skatt ble tatt vekk. Den nye forutsetningen som ble lagt til grunn var at gjeldsrente er fradragsberettiget på selskapets hånd, utbetaling til egenkapital investorene skjer etter skatt og renter er betalt. Effekten av dette er at et selskap som er gjeldsfinansiert betaler mindre skatt til myndigheten og dermed øker totalverdien til selskapet. Verdien av rentefradraget ved gjeldsfinansiering kalles for skatteskjold og uttrykkes slik:  $\tau_c r_D D$ . Verdien av skatteskjoldet øker med skattesatsen, størrelsen på gjelden og dens kostnad. Jo større skatteskjold et selskap oppnår, jo mindre skatt selskapet vil betale.

Proposisjon 1 blir endret ettersom teorien ble revidert. Selskapets verdi blir høyere ved gjeldsfinansiering nemlig fordi at gjeldskostnader er fradragsberettighet og egenkapital kostnader er ikke fradragsberettighet. Den justerte formelen for WACC ser slik.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Teori hentet fra «Corporate Finance» Berk & DeMarzo 2014

$$r_A = r_E \left( \frac{E}{E+D} \right) + r_D \left( \frac{D}{E+D} \right) (1 - \tau_C)$$

Det kan trekkes flere sentrale antakelser fra Miller og Modiglianis teori: asymmetrisk informasjon, ingen agent kostnader, transaksjonskostnader eller konkurskostnader, nøytrale skatter. Alternative teorier er bygget på å forklare hvorfor virkeligheten ikke stemmer med disse antakelsene.

- **Asymmetrisk informasjon** – I de fleste markeder er det ikke perfekt informasjon. Interne aktører, for eksempel ledere, har bedriftsinformasjon som investorer ikke besitter. Pecking - order teorien er basert på asymmetrisk informasjon og er fokusert på denne skjevheten.
- **Ingen agent kostnader** – Med agentkostnader menes det at ledelsen alltid handler i eierens beste interesser. Disiplin kan være nødvendig for å kontrollere ledere. Ved å ta opp lån vil kreditor legge hånd over kontantstrømmen som ledelsen har kontroll over. Agent kostnader er en del av free cash flow hypotesen.
- **Ingen transaksjonskostnader** – I perfekte markeder er det ingen transaksjonskostnader, men dette er ikke tilfelle i virkeligheten. Å endre kapitalstruktur, flytte midler og ta opp lån er forbundet med transaksjonskostnader i den virkelige verden. Disse kostnadene gjør det dyrt å endre finansieringsstruktur.
- **Ingen konkurskostnader** – Ved økt konkurssannsynlighet, vil kreditoren øke lånerenten som følge av konkurskostnadene. Dette påvirker egenkapital verdien negativt. Trade - off teorien er en avveining mellom skattebesparelse og konkurskostnader.
- **Nøytrale skatter** – Etter revidert MM teori, viste Miller i sin skatteskjoldhypotese at egenkapital ikke gir skattebesparelse og derfor vil en velge gjeld i stedet for egenkapital. Denne hypotesen er en del av bakgrunnen for Trade - off teorien som jeg vil redegjøre for senere i dette kapitlet.

### 2.1.2. Pecking - order teorien

Pecking - order teorien tar utgangspunkt i asymmetrisk informasjon i markedet. Modellen rangerer de ulike finansieringsalternativene i ulikhet til MM teorien som forsker på den optimale kapitalstrukturen til et selskap.

Asymmetri i informasjonen mellom et selskap og eksterne investorer kan påvirke selskapets egenkapital negativt i markedet. Denne underprisingen betraktes av teorien som informasjonskostnad.

Pecking – order teorien forbindes med det såkalte «the lemon problem». «The lemon problem» går ut på at kjøper aldri vet om det er en dårlig eller god sitron han er i ferd med å kjøpe. Men det vet selgeren. Dette kalles for asymmetrisk informasjon. Kunden er klar over at det er en viss risiko for at sitronen er dårlig og vil derfor forlange å betale en lavere pris. Sitronselgeren vil ikke selge for en lavere pris dersom han vet at han har gode sitroner og kan selges for full pris.<sup>10</sup>

Et annet eksempel på asymmetrisk informasjon kan være følgende scenario: et selskap vil finansiere et nytt prosjekt med innskutt kapital og dermed gå ut med informasjon om at selskapet vil selge aksjer for å få nye investorer. Salg av aksjer kan forbindes med finansielle problemer og økt behov for kapital. Dette vil da presse ned aksjeprisen til selskapet. Dette forholdet leder til Pecking order teorien og selskapets preferanser til finansiering. Ifølge denne teorien, vil et selskap velge intern finansiering fremfor ekstern, akkurat på grunn av asymmetri i informasjonen mellom eksterne investorer og selskapet. Pecking - order teorien rangerer opptjent egenkapital høyest, etterfulgt av gjeld og innskutt egenkapital på siste plass.<sup>11</sup>

### 2.1.3. Trade - off teorien

Et viktig formål med trade - off teorien er å forklare det faktum at selskapene vanligvis er finansiert delvis med gjeld og delvis med egenkapital. Teorien går ut på at et selskap kan låne

---

<sup>10</sup> «The lemon problem» eksempelet er tatt av forelesningsnotater I faget «Corporate Finance», foreleser Trond Egil Olsen.

<sup>11</sup> Teori er hentet fra «The Theory of Corporate Finance», Jean Tirole, 2006

opp til et nivå der det er balanse mellom skattefordelene ved ekstra gjeld og kostnaden ved finansielle problemer. Teorien kan illustreres med følgende ligning: <sup>12</sup>

$$V_L = V_U + NV(\text{Skatteskjold}) - NV(\text{Konkurskostnader})$$

I likhet med MM teorien, bygger Trade - off teorien på at nåverdien av skatteskjold ved gjeldsfinansiering påvirker totalverdien til et selskap positivt. I motsetning til dette påvirkes selskapets verdi negativt av nåverdien til konkurskostnader. Har et selskap gjeld, innebærer det en viss risiko i dårlige tider for at gjeldskostnaden ikke kunne dekkes av kontantstrømmen og en fare for at selskapet blir slått konkurs. Sammenlignet med et selskap som er finansiert med egenkapital, hadde selskapet unnlatt å utbetale dividende dersom det er lav inntjening. En slik fleksibilitet er det ikke ved gjeldsfinansiering.

Ved konkurs oppstår det en rekke kostnader – både direkte og indirekte. Spesielt de indirekte kostnadene er det vanskelig å estimere. Disse kostnadene er knyttet til tap av kunder, leverandører og ansatte. Direkte kostnader er kostnader som er knyttet direkte til at selskapet er slått konkurs – for eksempel juridiske tjenester, kostnader som påløper i forbindelse med likvideringen av selskapets eiendeler.

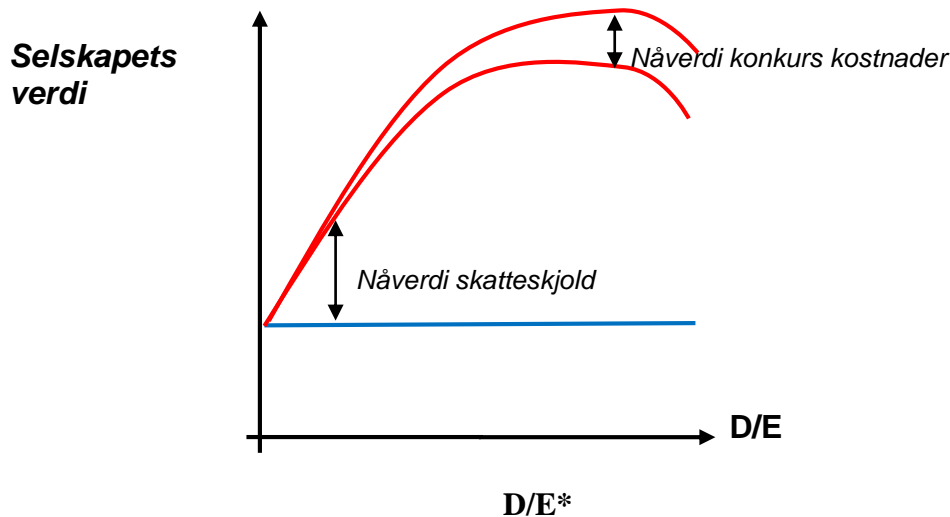
Figur 3. illustrerer hovedtrekket til Trade - off teorien.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Hentet av «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014

<sup>13</sup> Selvtegnet graf basert på eksempel:

[https://www.google.no/search?q=trade+off+teorien&biw=1100&bih=523&source=lnms&tbm=isch&sa=X&sqi=2&ved=0ahUKEwiiydHjwpXMAhWkOpoKHfkNAO0Q\\_AUIBigB#imgrc=JldZSHj2H3cZnM%3A](https://www.google.no/search?q=trade+off+teorien&biw=1100&bih=523&source=lnms&tbm=isch&sa=X&sqi=2&ved=0ahUKEwiiydHjwpXMAhWkOpoKHfkNAO0Q_AUIBigB#imgrc=JldZSHj2H3cZnM%3A)



Figur 3: Trade – off teori og selskapets verdi

Den blå linjen er selskapets verdi hvis det er finansiert med egenkapital. Verdien øker i takt med gjeldsgraden, grunnet skattebesparelser i forbindelse med gjeld. Når gjeldsandelen øker, vil det komme et punkt der konkurskostnader vil trekke ned selskapets verdi grunnet økende risiko for å havne i økonomisk krise eller gå konkurs. Punktet der skattebesparelsen er mindre enn konkurskostnadene representerer den optimale gjeldsandelen  $D/E^*$ . Hvor topp punktet er, er svært vanskelig å definere i virkeligheten. Den vil også variere fra selskap til selskap og fra bransje til bransje. Det er ikke mulig for et selskap å ta opp lån til det uendelige. Det vil være omkostninger ved å øke fremmedkapitalen. En konkurs er forbundet med store omkostninger.

#### 2.1.4. Free cash flow hypotesen

Free cash flow hypotesen legger vekt på agentkostnader. Jo større den frie kontantstrømmen er i et selskap jo større er sannsynligheten for at den ikke avvendes fornuftig av ledelsen. Sagt med andre ord – for at man kan «sløse» penger, må man ha penger å sløse. En leder vil være motivert til å lede selskapet på en effektiv måte når en ikke besitter store beløp i fri kontantstrøm. Det er mange eksempler på ledere som har tatt dårlige investeringsbeslutninger og skandaler som avslører ledere som har handlet mot aksjonærenes interesser. Grunnen til å handle mot aksjonærenes interesser kan være forskjellige: fra det å ønske å lede et stort selskap fremfor et lite, til at de rett og slett er overbevist om at investeringen er en «vinner».



Denne teorien støtter fremmedkapitalfinansiering. Selskapet bindes til fremtidige betalinger i form av avdrag og rentekostnader ved opptak av gjeld, noe som reduserer den frie kontantstrømmen.<sup>14</sup>

## 2.2. Oppsummering av teori

MM teorien har blitt kritisert på grunn av de urealistiske forutsetningene den bygger på som forutsetningen om perfekt marked, men er sett på som grunnleggende innen kapitalstruktur. I virkeligheten må selskaper ta høyde for elementer som skatter, transaksjonskostnader og informasjonsasymmetri. Etter at MM teorien ble revidert, ble det tatt hensyn til skattefordelen knyttet til gjeld, men kostnader for konkursrisiko og likviditetsproblemer ved gjeldsfinansiering ble ikke tatt i betraktning av MM. I følge WACC formelen stiger total verdien av et selskap lineært med økning i gjeld. Den optimale gjeldsandelen er et nivå der rentekostnaden er lik driftsresultatet til selskapet i følge Berk og DeMarzo (2014). I tillegg til å finne balanse mellom skattebesparelse og konkurskostnader, må selskapene ha et forhold til agentkostnader også.

Trade-off teorien, Pecking-order teorien og Free cash flow hypotesen har forsøkt å utarbeide modeller i imperfekte markeder og bygge videre på MM sin teori i jakten etter den optimale kapitalstruktur.

Trade-off teorien sympatiserer med fremmedkapitalfinansiering til et viss punkt der det oppnås optimal gjeldsandel. Utover det punktet vil gjeld ha en negativ invirkning på selskapsverdi da konkurskostnadene er større enn skattebesparelsen ved å ha gjeld. Teorien er vanskelig å benytte i virkeligheten da skattebesparelsen kan være svært vanskelig å beregne og ikke minst å forutse. Free cash flow hypotesen bygger på det at forpliktelsene et selskap binder seg til ved opptak av at gjeld bidrar til at ledelsen ikke «sløser» den frie kontantstrømmen.

På andre siden har vi Pecking order teorien som bygger på asymmetrisk informasjon i et marked og er dermed viktig å vite hvilke signaler selskapet sender til markedet ved valg av kapitalutvidelse.

---

<sup>14</sup> Teori er hentet fra «Corporate Finance», Berk & DeMarzo, 2014

Finansteorien klarer ikke å gi en presis formel for den optimale kapitalstrukturen. Stiger gjelden, vil skatteskjoldet stige. Økning i gjeld har sine konsekvenser og en av dem er større sannsynlighet for finansiell stress og likviditets problemer. Størrelsen på konkurskostnader og når de oppstår er individuelt for hvert selskap og er bransjeavhengig. Ved lav gjeldsandel vil det være mindre interessekonflikter mellom kreditorer og aksjonærer, såkalt moral hazard.

Alle disse faktorerer påvirker selskapets verdi og kapitalstruktur, men hvilke en bør legge mest vekt på vil varierer fra bedrift til bedrift og er bransje avhengig. Finansteorier prøver å formulere hvordan en kan finansiere et selskap på best mulig måte og hva som påvirker kapitalstrukturen. Teoriene argumenterer og redegjør for hvilke elementer som påvirker selskapets verdi og dens kapitalstruktur. På den andre side har vi virkeligheten. Stemmer teorien i den virkelige verden? Det er ikke alltid like lett å anvende en teori i virkeligheten, for eksempel hvis disse bygger på urealistiske forutsetninger. En annen ting teorien ikke tar hensyn til er regelverk. Rettsvitenskapen setter begrensning for hvordan et selskap skal finansieres og drives, hva som er lovlig og hva som er forsvarlig. Videre i oppgaven vil jeg konsentrere meg om den rettsvitenskapelige siden for kapitalstruktur.

### 3. Egenkapital og gjeld

Regnskapsloven regulerer hvilke virksomheter som må utarbeide årsregnskap og hva årsregnskapet skal inneholde. Regnskapet er rettet mot økonomisk styring og gir informasjon til eksterne kreditorer og investorer. Årsregnskapet består av tre regnskapsrapporter: resultatregnskap, balanse og kontantstrømoppstilling. Resultatregnskapet viser hvor lønnsom virksomheten har vært i en gitt periode – oftest analyseres et regnskapsår. Balansen viser hva virksomheten eier og hvor pengene kommer fra. Kontantstrømoppstillingen viser pengestrømmene i selskapet.

Videre i oppgaven vil jeg gå i detalj på balansen og dens inndeling – mer spesifikt på egenkapital og gjelds postene for aksjeselskaper (AS) og allmennaksjeselskaper (ASA)

Balansen kan illustreres som på figur 4:

<i><b>Eiendeler:</b></i>	<i><b>Egenkapital og Gjeld:</b></i>		
Bygninger Tomter Maskiner Inventar	<b>Annleggs- midler</b>	Innskutt egenkapital Opptjent egenkapital Annen egenkapital	<b>Egen- kapital</b>
Kundefordringer Bankinnskudd Kontanter Varelager	<b>Omløps- midler</b>	Avsetning for forpliktelser Langsiktig gjeld Kortsiktig gjeld	<b>Gjeld</b>

Figur 4: Inndeling av balansen.

Balansen består av eiendeler – som viser hva selskapet eier, og egenkapital og gjeld på andre siden som viser hvor pengene kommer fra.

Selskaper som er regnskapspliktige etter regnskapsloven (rskl) § 1-2 må følge oppstillingsplanen til balansen som beskrevet i rskl § 6-2. Klassifisering av postene på passivasiden (egenkapital og gjeld) er som regel ikke en utfordring for et selskap. Det er klare forskjeller på hva som er egenkapital og hva som er gjeld. Finansieringsinstrumenter som hybridkapital byr på utfordringer ved klassifisering.

Egenkapital er den delen av kapitalen som eierne har investert i selskapet. Den deles i innskutt og opptjent egenkapital. Innskutt egenkapital er kapitalen som eierne/aksjonærene har skutt inn i selskapet og opptjent er avkastningen de har oppnådd.

Gjeld er penger som er lånt av andre – som regel en bank eller en kreditt institusjon. Gjelden må tilbakebetales i form av avdrag og renter. En av hovedforskjellene mellom egenkapital og gjeld er at selskapet må innfri kravet mot gjeldsinnehaveren uavhengig av selskapets årsresultat.

Hybridkapital er et finansielt instrument som kan være vanskelig å definere enten som egenkapital eller gjeld. Hybridkapital har trekk både fra gjeld og egenkapital instrumenter. Selskaper benytter seg av hybridkapital for å optimere nytten av å ha gjeld og egenkapital. Denne type instrumenter vil bli diskutert i et eget kapittel.

### 3.1. Egenkapital

Egenkapital til en bedrift defineres som differansen mellom eiendeler og gjeld. Det er to typer aksjeselskaper i Norge – allmennaksjeselskap (ASA) og aksjeselskap (AS). Disse reguleres av hver sin lov – Lov om allmennaksjeselskaper 27.mai 1997 (asal) og Lov om aksjeselskaper 27. mai 1997 (asl). En av forskjellene mellom disse to typer selskaper er kravet til aksjekapital. Ifølge asal § 3-1 skal et allmennaksjeselskap ha minst en million norske kroner i aksjekapital, men et aksjeselskap skal ha en aksjekapital på minst 30.000 norske kroner – asl §3-1. Dette beløpet var 100.000kr tidligere, men denne begrensningen ble endret i 2011.

Det er et krav om forsvarlig egenkapital og likviditet for begge former for aksjeselskap som reguleres av asl og asal § 3-4. Et selskaps skal til enhver tid ha egenkapital og likviditet som er forsvarlig i forhold til virksomhetens risiko. Dette er et generelt forsvarlighetsprinsipp og praktiseres ved skjønn. Kravet om forsvarlig egenkapital må vurderes ut fra forutsetningen om fortsatt drift, en konkret risikovurdering av selskapet og selskapets samlede kapitalgrunnlag.<sup>15</sup>

Her kan en spørre hvor forsvarlig det er å starte et aksjeselskap med 30.000 norske kroner. Oppstartfasen er krevende for alle selskaper, uavhengig av selskapsform. I begynnelsen er det stort behov for finansiering. Kapitalforhøyelse ved tegning av nye aksjer kan være utfordrende i oppstartfasen da investorer vil være noe skeptiske da selskapet ikke kan vise til noe inntjening eller andre oppnådde økonomiske resultater. Investorer vil kreve høy avkastning som kompensasjon for en høyrisiko investering. Dette vil presse selskapet til å benytte seg av fremmedkapitalfinansiering. Når et aksjeselskap går konkurs, er det egenkapitalen som går tapt og er begrenset til egenkapitalens størrelse. I motsetning til andre selskapsformer – for eksempel enkeltpersonsforetak, der eier står personlig ansvarlig for selskapets gjeld ved insolvens. Valg av kapitalstruktur er av stor betydning for selve oppstarten til en bedrift da den har innvirkning på selskapets lønnsomhet og påvirker selskapets kontantstrøm. Da endring i grunnlaget for minstekrav til aksjekapital ble lagt frem for vurdering, ble det begrunnet at beløpet for minste krav er av lite betydning for kreditorene og deres interesser:<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Informasjon tatt fra «Årsregnskapet I teori og praksis», 2008, Jens-Erik Huneide, Kristen Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen

<sup>16</sup> Justis- og beredskapsdepartementet. *Endringer i aksjeloven mv. (nedsettelse av kravet til minste aksjekapital)* Prp. Nr 148L ( 2010-2011). Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-148-l-20102011/id653786/?q=&ch=3>

*«For avtalekreditorer som banker og andre som yter lån til selskapet har det lovbestemte kravet til minste aksjekapital neppe stor betydning fordi en balanseført aksjekapital på 100 000 kroner ikke i seg selv sier noe om selskapets evne til å dekke gjeldsforpliktelsene. Banker og andre långivere må derfor foreta en egen kredittvurdering og ivareta sine interesser uavhengig av lovbestemte krav til aksjekapitalens størrelse.»*

*«Minstekravet på 100 000 kroner har derfor i denne sammenheng liten eller ingen betydning»*

Skulle egenkapitalen være lavere enn det som anses som forsvarlig for virksomheten, eller at den er mindre enn halvparten av aksjekapitalen, skal styret behandle saken snarest ifølge § 3-5. Styret skal kalle inn generalforsamlingen for å gi en redegjørelse for selskapets økonomiske situasjon og foreslå tiltak for å rette på forholdet.

Det må foretas en helhetsvurdering av krav om forsvarlig egenkapital, det vil si en samlet vurdering av selskapets kapitalgrunnlag og økonomiske stilling. Her er det viktig å merke oss at med *egenkapital* menes det reell (verdijustert) egenkapital. Det vil si at eiendeler som ikke er balanseført tas med i vurderingen, for eksempel egenutviklede immaterielle eiendeler, differansen mellom virkelig verdi og bokført verdi på eiendeler, goodwill, gjeld til aksjonærer, nærstående, selskaper innenfor samme konsern. Det må justeres for garantier og kausjonsansvar for lån som ikke er balanseført. Termin kontrakter for valuta som ikke er balanseført må man også ta med i betraktning ved vurderingen av den reelle egenkapitalen.

Selskapets eiendeler må vurderes etter virkelig verdi.<sup>17</sup> Det kan være noen utfordringer med å fastsette den virkelige verdien på eiendelene til et selskap som er i ferd til å bli oppløst og kreditorer som presser mot tvangssalg av selskapets eiendeler. I slike tilfeller vil tidsperspektivet ha en avgjørende rolle for verdivurderingen.

Misshold i § 3-4 kan medføre erstatningsansvar og straffeansvar for selskapets ledelse, her under styret og daglig leder, og aksjonærene i selskapet. Hensikten med aksjelovgivningen er å ivareta kreditorenes interesser og motvirke uforsvarlig drift fra eiernes side. Endringen i minstekrav for egenkapital for et aksjeselskap bidrar til at flere aktører som vil drive en

---

<sup>17</sup> Informasjon tatt fra: <https://www.sticos.no/portal/Nyheter/TabId/91/ArtMID/483/ArticleID/153/Styrets-ansvar-ved-beslutning-om-utdeling-av-utbytte.aspx>

virksomhet får muligheten til å starte et selskap med begrenset ansvar. Aksjeselskaper utgjør en stor andel av Norges næring og aksjelovens regler er derfor av stor betydning.

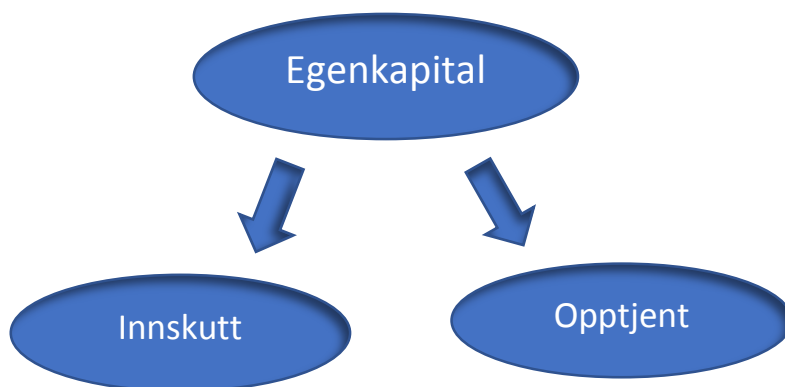
### 3.1.1. Fri og bundne egenkapital

Aksjeloven og allmennaksjeloven skiller mellom bundet og fri egenkapital. Kapittel 3. i asl/asal regulerer for hva som skal regnes som bundet egenkapital. I følge asl/ asal § 3-1, 3-2 og 3-3 består bundet egenkapital av postene aksjekapital, overkursfond som er delt i fond for vurderingsforskjeller og fond for urealiserte gevinster. Selskapets ledelse og eiere har begrenset tilgang til å utføre utdeling av selskapets bundet egenkapital.

Begrepet *fri egenkapital* er ikke definert i aksjeloven. Fri kapital er kapital som kan benyttes til utdelinger og dette er skrevet indirekte i asl/asal §8-1. I følge asl/asal § 8-1 første ledd kan selskapet dele ut utbytte etter at årsregnskapet for det siste regnskapsår er godkjent, men med en begrensning - den frie kapitalen må overstige den bundne kapitalen (jf asl/asal §3-2 og § 3-3) for at utbytte kan deles ut. Selskapet kan ikke utbetale utbytte hvis egenkapitalen er mindre enn 10 % av balansesummen. Fri kapital kan benyttes for gaver etter §8-6 tredje ledd, kreditt til aksjeeiere etter § 8-7, erverve egne aksjer etter § 9-3 eller aksjekapital nedsettelse etter § 12-2.

Det er klare avgrensninger mellom fri og bundet egenkapital i alle regler om selskapskapital og utdelinger i aksjeloven og allmennaksjeloven. Prinsippet om bundet egenkapital innebærer at innskuddet av kapital ikke kan tilbakeføres fritt til eierne. Den bundne egenkapitalen er en slags «buffer» for kreditorene som ska sørge for at deres krav blir dekket.

Regnskapsmessig deles egenkapitalen i innskutt egenkapital og opptjent egenkapital, jf rskl § 6-2C.



Figur 5: Egenkapital hoved inndeling etter Rskl - selv tegnet

### 3.1.2. Innskutt egenkapital

Etter rskl § 6-2 C 1 består innskutt egenkapital av selskapskapital, overkurs og annen innskutt egenkapital. Med selskapskapital menes aksjekapitalen eierne har investert i selskapet.

Overkursfond er innskudd ved kapitalforhøyelse og det er en del av selskapets frie egenkapital. Under annen innskutt egenkapital føres mottatt konsernbidrag og gjennomført kapitalnedsettelse som ikke er utbetalt til aksjonærer.

### 3.1.3. Opptjent egenkapital

Opptjent egenkapital deles i to hovedposter: fond og annen egenkapital. Posten fond deles i to: fond for urealiserte gevinster, jf asl/asal §3-2 og fond for vurderingsforskjeller, jf asl/asal § 3-3. Fond for urealiserte gevinster oppstår når det er positiv differanse mellom virkelig verdi og anskaffelseskost. Når et aksjeselskap eller allmennaksjeselskapet investerer i tilknyttede selskap, datterselskap eller felles kontrollert virksomhet som vurderes etter egenkapitalmetoden, må det foretas avsetning for en positiv differanse mellom investeringens balanseførte verdi og dens anskaffelseskost til fond for vurderingsforskjeller.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Informasjon tatt fra: <http://verdtavite.kpmg.no/hovedpostene-i-regnskapet-gjeld-og-egenkapital.aspx>

Annen egenkapital posten benyttes primært for føring av årsresultat ved årsregnskapsavslutningen. Skulle selskapet ha udekket tap fra tidligere år, vil overskuddet brukes for å dekke det. Feilkorreksjoner av tidligere år og effekten av regnskapsprinsipp endring føres også mot posten annen egenkapital. Posten annen egenkapital forteller lesere av regnskapet hvordan egenkapitalen står i forhold til selskapets drift og hvordan den blir påvirket.

### 3.1.4. Egenkapitalfinansiering

Ved finansieringsbehov vil et selskap vurdere om det kan bruke overskuddet fra forrige år eller om det vil skaffe mer kapital i form av egenfinansiering. Kapitalinnskuddene i et aksjeselskap utgjør selskapets egenfinansiering. Forhøyelse av aksjekapitalen kan enten skje ved at det tilføres ny egenkapital gjennom nyteging av aksjer fra nye eller eksisterende aksjonærer, eller ved at andre deler av egenkapitalen omdisponeres til aksjekapital, dette kalles for fondsemisjon.<sup>19</sup>

Kapitalforhøyelser reguleres i hovedsak av aksjelovens kapittel 10. Det er to viktige forskjeller mellom aksjeselskap og allmennaksjeselskap når det gjelder egenfinansiering. Etter asl §10-1 kan bare aksjeeiere eller bestemte navngitte personer innbys til å tegne nye aksjer ved kapitalforhøyelse, men det er ikke en slik begrensning for et allmennaksjeselskap. Et allmennaksjeselskap kan hente inn egenkapital fra «markedet». Her snakker vi om at en ubestemt krets personer kan inviteres til å delta i kapitalforhøyelsen, dette kalles også for offentlige emisjoner. Den andre forskjellen mellom disse to typer selskap er at aksjeselskaper er avskåret fra å børsnotere sine aksjer etter børsforskriften § 2-1<sup>20</sup>. Et allmennaksjeselskap kan først hente inn egenkapital gjennom en kapitalforhøyelse fra allmennheten for deretter å børsnotere selskapet. En slik kombinasjon skaffer selskapet en solid egenfinansiering og likviditet i aksjene.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> Teori er tatt fra «Årsregnskapet I teori og praksis», 2008, Jens-Erik Huneide, Kristen Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen

<sup>20</sup> Børsforskriften (2007). Forskrift om regulerte markeder. Hentet fra <http://lovdata.no>

<sup>21</sup> Informasjon tatt fra Selskapsrett, Geir Woxholth, 5. Utgave, 2014



Kapitalforhøyelse har innvirkning på selskapets kapitalstruktur og er av stor betydning både regnskapsmessig og selskapsrettslig. Dette kommer jeg til å gjennomgå i detaljer senere i oppgaveteksten.

Aksjelovgivningen åpner for to metoder for å forhøye aksjekapitalen. Det er ved kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer og kapitalforhøyelse ved fondsemisjon. Disse vil bli drøftet i de neste to punkter i denne oppgaven. Dette er regulert i kapital 10 i asl/asal.

### 3.1.4.1. Kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer

Ved kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer (nyemisjon/innskuddsemisjon) forutsettes det innskuddsplikt, jf asl/asal §10-1 til §10-19. Det er generalforsamlingen som treffer beslutning om å forhøye aksjekapitalen ved nytegning, jf asl/asal § 10-1 første ledd, men styret kan også foreta emisjoner med fullmakt av generalsamlingen. Dette gir ledelsen handlefrihet ved behov for kapitalforhøyelse for å styrke selskapets egenkapital.<sup>22</sup> Ved nytegning tilføres det ny egenkapital til selskapet gjennom at det utstedes nye aksjer. Den nye tilførte egenkapitalen går til forhøyelse av aksjekapitalen og eventuelt overkursfondet. Etter asl/asal § 10-4, kan aksjeeierne som allerede har aksjer i selskapet, ha fortrinnsrett til nye aksjer ved kapitalforhøyelse ved nytegning fremfor nye aksjeeiere. Aksjonærene har etter hovedregelen en ubetinget rett til å tegne aksjer i emisjonen og få tildelt en andel av aksjene som utstedes som tilsvarer deres tidligere eierandel i selskapet.

Dersom noen aksjonærer ikke utøver sin fortrinnsrett, vil deres fortrinnsrett gå over til de øvrige aksjonærene. En fraskrivelse av fortrinnsretten åpner mulighetene for rettede emisjoner. Da vil selskapet henvende seg til navngitte personer eller foretak som antas interessert i å bli aksjeeiere. Typisk vil dette være personer eller foretak som har en særlig og tiltrengt kompetanse. Det kan være grunner til at bruk av aksjonærenes fortrinnsrett ikke er ønskelig og derfor kan generalforsamlingen beslutte å fravike aksjonærenes fortrinnsrett – jf asl § 10-5. Dersom det haster for selskapet å få inn kapital, kan det være ønskelig at aksjonærene ikke bruker sine fortrinns rettigheter. Et annet eksempel på uønsket fortrinnsrett er når selskapet ønsker å få inn en ny strategisk investor som aksjonær.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Informasjon tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014

<sup>23</sup> Informasjon tatt fra <http://www.lederkilden.no/tema/kapitalforhoyelse-i-aksjeselskap>

Frafall av aksjonærenes fortrinnsrett må fremgå særskilt av både styrets forslag og begrunnelse, samt av generalforsamlingens beslutning – jf asl § 10-3.

### 3.1.4.2. Kapitalforhøyelse ved fondsemisjon

Kapitalforhøyelse ved fondsemisjon innebærer at selskapet overfører egne midler fra fri egenkapital til aksjekapital og reguleres av asl / asal § 10-20. Fondsemisjon må besluttes av generalforsamlingen, asl / asal § 10-20 annet ledd første pkt., og det må være et flertall som for vedtektsendring etter asl / asal § 5-18.

En fondsemisjon er en regnskapsmessig ompostering og fører ikke til at selskapet fører ny kapital. Ved overføring fra fri egenkapital vil en fondsemisjon øke bunden egenkapital og samtidig redusere fri egenkapital. Dette innebærer økt kreditorbeskyttelse, men det har også en negativ innvirkning på utdelingen av utbytte til aksjonærene. En annen grunn til å foreta kapitalforhøyelse ved fondsemisjon er å oppfylle minstekravene til aksjekapital.

## 3.2. Fremmedkapitalfinansiering

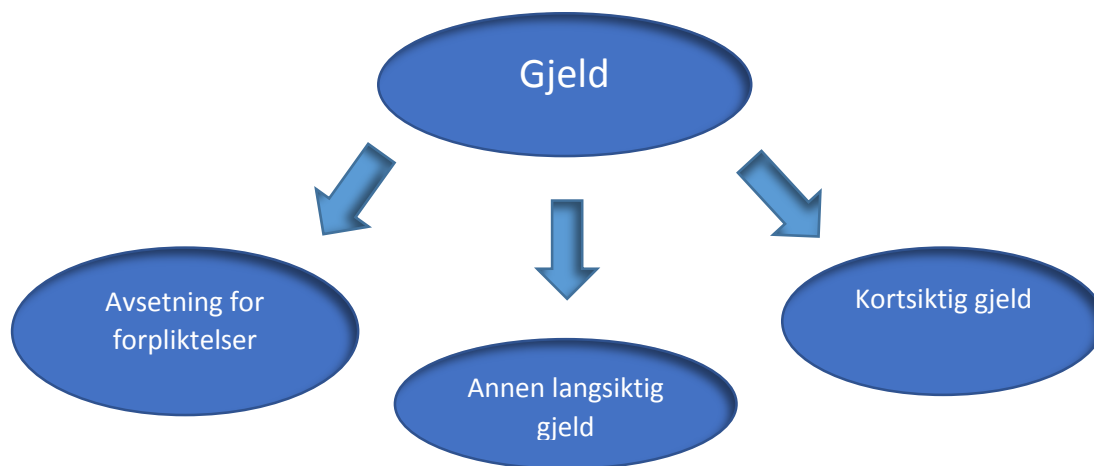
Når egenkapitalen ikke kan tilfredsstillende finansieringsbehovet, har et selskap flere muligheter til å finansiere en ny investering eller nytt prosjekt med fremmedkapital. Fremmedkapital er et annet ord for all gjeld et selskap har påtatt seg. Opptak av gjeld innebærer at selskapets gjeldsgrad øker.

Det er ingen selskapsrettslig regulering av fremmedkapital, i motsetning til egenkapital. All gjeld skal balanseføres ettersom selskapet er regnskapspliktig, jf rskl §6-2 D, og gjeldsposter som defineres som finansielle forpliktelser skal behandles i samsvar med *NRS Finansielle eiendeler og forpliktelser*.

Gjeld er en forpliktelse som låntaker har påtatt ved å tegne en låneavtale. Låntaker må akseptere lånevilkår som består hovedsakelig av skyldig beløp, lånerenter og forfallsdato. Gjeldsrenten er kreditorens avkastning. All gjeld skal tilbakebetales innen en avtalt periode – enten den er kortsiktig eller langsiktig. Ved eventuell konkurs, har gjeldsgiveren (långiver) høyere prioritet enn aksjonærene (egenkapital eierne). Det vil være naturlig at opptak av lån

faller under ansvaret til daglig leder og styret ettersom det ikke regnes som en sak av uvanlig art eller av stor betydning, jf asl/asal § 6-14, annet ledd.

Det foreligger ingen legal definisjon av gjeld. Regnskapsloven § 6-2 D klassifiserer gjeld i tre hovedposter: avsetninger for forpliktelser, annen langsiktig gjeld og kortsiktig gjeld.



Figur 6: Gjeld inndeling etter Rskl.- egen tegnet

Videre i dette kapitlet vil jeg redegjøre for finansieringsinstrumenter som faller under langsiktig og kortsiktig gjeld. Avsetning for forpliktelser omfatter *pensjonsforpliktelser*, *utsatt skatt* og *andre avsetninger for forpliktelser*, jf rskl §6-2 D I. Etter norske regnskapsprinsipper skal det foretas en avsetning på alle forpliktelser som forbindes med en vis usikkerhet til tid og beløp. Pensjonsforpliktelser, utsatt skatt og andre avsetninger for forpliktelser vil jeg ikke gå inn på da disse ikke er å anse som finansieringsinstrumenter.

### 3.2.1. Annen langsiktig gjeld

Med langsiktig gjeld menes det gjeld som har løpetid på mer enn ett år. Etter rskl § 6-2 D II skal annen langsiktig gjeld deles i konvertible lån, obligasjonslån, gjeld til kredittinstitusjoner og øvrig langsiktig gjeld. Jeg vil nå gi en kort presentasjon av disse ulike formene for lån:

- **Konvertible lån**

Lån som gir långiveren rett, men ikke plikt til å kreve aksjer i selskapet ved motregning av hele eller deler av lånebeløpet kalles for konvertible lån. De selskapsrettslige bestemmelsene for slike lån er gitt i asl/asal kapittel 11. Et lån som gir långiveren aksjekjøpsrett kan besluttes kun av generalforsamlingen.

- **Obligasjonslån**

Obligasjonslån er vanlig hos stat, kommuner og større selskaper ved store lånebehov. De fleste obligasjoner er notert på Oslo Børs og kan handles gjennom banker eller private meglerforetak. Et slikt lån utgjør som regel et stort beløp og derfor er det vanlig at lånebeløpet blir delt opp i mindre deler og at det utstedes et tilsvarende antall likelydende obligasjoner. Et obligasjonslån pålegger utsteder å tilbakebetale lånebeløp på en bestemt forfallsdato. Investor (långiver) mottar rente for eksempel en gang i året inntil forfallsdatoen. Renteutbetalingen er kupongrenten multiplisert med obligasjonens pålydende. Noen obligasjoner har ikke kupongbetalinger. Da vil pålydende obligasjonsverdi bli utbetalt ved forfall, men i slike tilfeller vil obligasjonen normalt legges ut til en verdi som er under pålydende. Prisen av en obligasjon er avhengig av kupongbetalingene og rentenivået. Dersom markedsrenten stiger vil kursen på en obligasjon umiddelbart falle, med andre ord det er et omvendt forhold mellom kursen på en obligasjon og markedsrenten.<sup>24</sup>

- **Gjeld til kredittinstitusjoner**

Under gjeld til kredittinstitusjoner føres lån fra banker og andre kredittinstitusjoner. Lån er ofte en anvendt finansieringsmetode. Låntaker får låne en viss sum som skal tilbakebetales over en periode. Summen som skal tilbakebetales består av avdrag og rente.

Tilbakebetalingen er fordelt mellom flere terminer – hver måned, kvartalsvis eller en gang i året. Et lån kan være annuitetslån eller serielån. Ved annuitetslån betales det samme terminbeløp (avdrag + renter) hver termin. Avdraget for hver termin regnes ut i fra total lånesum delt på antall terminer. Ved serielån betales det et avdrag i like store beløp hver

---

<sup>24</sup> Informasjon er tatt fra «Investering og Finansiering», Ivar Bredesen, 2005

termin. Avdraget beregnes med fast prosentdel av restbeløpet og derfor er termin beløpet varierende fra termin til termin.

- **Øvrig langsiktig gjeld**

Øvrig langsiktig gjeld kan være lån til ansatte og eiere med forfall senere enn ett år fram i tid.

### 3.2.2. Annen kortsiktig gjeld

Med kortsiktig gjeld menes det gjeld som har løpetid i ikke mer enn ett år. Etter rskl § 6-2 D III skal annen kortsiktig gjeld deles i konvertible lån, sertifikatlån, gjeld til kredittinstitusjoner, leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld. Følgende undergrupper anses som finansieringsinstrumenter og er av stor betydning for kapitalstrukturen: konvertible lån, gjeld til kredittinstitusjon, sertifikatlån og leverandør gjeld. Videre gis det en kort forklaring på hva den enkelte av disse er.

- **Konvertible lån og gjeld til kredittinstitusjon**

Disse to typene gjeld er helt like i definisjon som de som er klassifisert under langsiktig gjeld. Den eneste forskjellen er varigheten. Konvertible lån og gjeld til kredittinstitusjon klassifisert under kortsiktig gjeld er gjeld som har maksimal løpetid på ett år.

- **Sertifikatlån**

Sertifikatlån har flere likheter med obligasjonslån – det betales kun rente inntil forfallsdatoen da hele lånet må innfris. De fleste sertifikater er børsnoterte og kan handles gjennom banker eller private meglerforetak. Slike lån blir utstedt av kommuner og selskaper. Ved sertifikatlån kan låntakeren velge å innfri hele lånet eller fornye avtalen. Det er begrenset løpetid for sertifikatlån i inntil ett år.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> Informasjon tatt fra «Årsregnskapet I teori og praksis», 2008, Jens-Erik Huneide, Kristen Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen

#### ○ **Leverandørgjeld**

Leverandørgjeld er gjelden et selskap pådrar seg ved varekjøp og kjøp av tjenester. Denne type gjeld er vanskelig å unngå og en kan trygt si at de fleste selskap har leverandørgjeld.

## 4. Hybrid kapital

Regnskapsmessig, selskapsrettslig og skattemessig behandles egenkapital og gjeld på ulike måter. Gjeld gir skattemessige fordeler, mens en av hovedfordelene til egenkapital er handlefrihet og bedre likviditet. For å utnytte fordelene både ved gjeld og egenkapital, har mange selskaper tatt i bruk finansielle instrumenter som har trekk både av egenkapital og gjeld. Slike finansielle instrumenter kalles for hybrid kapital. Det er ingen klar rettslig definisjon av hybridinstrument. Det er to hovedspørsmål i forhold til klassifisering av hybridinstrumenter: skal hybridkapital alltid klassifiseres som enten egenkapital eller gjeld, eller som et selvstendig instrument og hvilke kriterier skal være de avgjørende ved klassifiseringen.<sup>26</sup>

Kapittel 11 i aksjeloven og allmennaksjeloven omfatter regler om finansielle instrumenter som er i grenseland mellom egen- og fremmedkapital, gruppert i fire typer:

- Lån med rett til å kreve utstedt aksjer eller med konverteringsrett til aksjer – jf asl/asal §11-1
- Tegningsrettsaksjer – jf asl/asal § 11-10
- Frittstående tegningsretter – jf asl/asal § 11-12
- Lån med særlige vilkår – jf asl/asal § 11-14

Utstedelsen av disse finansielle instrumentene bestemmes av generalforsamlingen og krever flertall, fordi at disse innebærer en fremtidig forhøyelse av aksjekapitalen med tilhørende vedtektsendringer.

Tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter var ikke en mulighet for aksjeselskaper før lovendring i 2006. Grunnen til det var at det er kun et allmennaksjeselskap kan hente inn

---

<sup>26</sup> Informasjon er tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014

kapital fra allmennheten. Praksisen viste at aksjeselskaper, spesielt i start fasen, hadde behov for å kunne utstede tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter.<sup>27</sup>

Ansvarlig lånekapital er et annet finansielt instrument som har trekk både fra egenkapital og gjeld.

Jeg vil videre utdype betydningen til den enkelte av disse hybrid finansieringsinstrumenter.

#### 4.1. Lån med rett til å kreve utstedte aksjer eller med konverteringsrett til aksjer

Lån med rett til å kreve utstedt aksjer kan også kalles for konvertible obligasjoner. Disse er regulert i asl/asal § 11-1 til § 11-9. Et slikt lån gir långiveren rett til å kreve utstedt aksjer. Utstedelsen av aksjer motregnes i fordringen. Fordringshaveren blir da en ren aksjonær. Slike lån besluttes av generalforsamlingen.

Lovgivningen åpner for to alternativer her. Den ene er lån som gir retten til å tegne nye aksjer mot innskudd – også kalt for warrants, og den andre er såkalte konvertible lån som jeg beskrev ovenfor. Eller kort oppsummert – ved konvertible lån vil aksjeinnskuddet motregnes med selskapets fordring.

For kreditor innebærer konvertible lån og warrants ikke risiko som ved investering i aksje. Han mottar renter som alle andre kreditorer og skulle det være lønnsomt har han muligheten til å bli aksjonær. Etter asl/asal § 11-2, 3.ledd fastsettes konverteringsprisen av generalforsamlingen. En rasjonell beslutning hadde vært å utøve rettigheten til å tegne aksjer hvis kursen på innløsningstidspunktet overstiger konverteringsprisen.<sup>28</sup>

Fordelen med slike lån for et selskap er at renten er noe lavere enn markedsrenten for vanlige lån. Hvis långiver benytter seg av muligheten til å tegne aksjer i et selskap, vil det umiddelbart ha innvirkning på selskapets kapitalstruktur. Egenkapitalen vil øke med tilsvarende beløp som forpliktelsen da de nye aksjene motregnes mot forpliktelsen.

---

<sup>27</sup> Informasjon er tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014

<sup>28</sup> Informasjon er tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014

## 4.2. Tegningsrettsaksjer

Tegningsrettsaksjer reguleres i asl/asal § 11-10 og er en nydannelse etter lovendringen i 2006 som nevnt innledningsvis. Generalforsamlingen kan bestemme at aksjene som tegnes i forbindelse med kapitalforhøyelse, skal gi aksjetegneren rett til senere å kreve utstedt en eller flere nye aksjer mot innskudd (jf §11-10, 1ledd, 1. punkt). En tegningsrett gir tegneren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i fremtiden. Lovgivningen presiserer ikke om innskuddet skal være innskudd av penger.

Denne finansieringsformen innebærer noe usikkerhet for selskapet siden tegningsretten vil bli utøvet hvis vederlaget som må betales for de nye aksjene er lavere enn aksjens markedsverdi. Tegneren har krav, men ikke plikten til å kjøpe aksjer og dermed ville det være naturlig at et eventuelt kjøp oppstår når han kan betale mindre enn aktuell aksjekurs.<sup>29</sup>

## 4.3. Frittstående tegningsretter

Frittstående tegningsretter er regulert i asl/asal §11-12 og er den andre nydannelsen som ble innført etter lovendringen i 2006. En frittstående tegningsrett gir retten, men ikke plikt, til å kjøpe et underliggende objekt til en forhåndsavtalt pris. Selskapet har inngått en bindende avtale og forplikter seg til å utstede aksjer dersom tegneren vil bruke retten sin.

Retten til å kreve utstedt aksjer i et selskap er ikke knyttet til et lån som etter asl/asal §11-1 eller til en aksje som etter asl/asal § 11-10. Kjøpet må finne sted på en bestemt dato eller innenfor en bestemt tidsramme. Ved å yte sin rett, blir tegneren en aksjonær og får umiddelbart en viss innflytelse i selskapet. Tildeling av tegningsretter brukes derfor som incentivordning ovenfor ledende ansatte.

---

<sup>29</sup> Informasjon er tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014



## 4.4. Lån med særlige vilkår

Lån med særlige vilkår reguleres i asl/asal §11-14. Denne type lån har en rente som er avhengig av selskapets utbytte eller selskapets resultat- enten delvis eller helt avhengig av en av disse to elementer. Renten for lån med særlige vilkår er ikke avhengig av det alminnelige rentenivået.

Det er generalforsamlingen som må beslutte opptak av slike lån, jf § 11-14. Lån med særlige vilkår har samme prioritet som andre lån, renten må kostnadsføres på lik linje som rentekostnader på andre lån. Den største fordelen med lån med utbytte og resultatavhengig rente er at selskapet slipper å betale en høy rente i vanskelige tider, noe som vil lette selskapets likviditet.

En långiver får bedre avkastning for lån med særlige vilkår hvis selskapet oppnår gode økonomiske resultater enn med ordinær lån. Samtidig vil kreditor få en dårlig avkastning hvis selskapet opplever vanskelige tider. Da er det en del risiko med et slikt lån.

## 4.5. Ansvarlig lånekapital

Ansvarlig lånekapital er en spesiell type lån til en bank eller et selskap. Den ansvarlige lånekapitalen kan kreves tilbakebetalt, men har prioritet etter alle andre kreditorer og foran aksjonærer. Slike lån har sjelden noe sikkerhetsstillelse i selskapets eiendeler. Det at långiver da får en mer utsatt posisjon enn de andre kreditorene blir kompensert med høyere avkastningskrav.<sup>30</sup>

Ansvarlig lånekapital gir ingen eierrettigheter og kan derfor ikke klassifiseres som egenkapital. Et ofte sett fenomen er avtaler om ansvarlig lånekapital der långiver gis rett til å bytte deler eller hele lånebeløpet mot aksjer i selskapet.

Aksjeloven gir ingen regulering av ansvarlig lånekapital.

---

<sup>30</sup> Informasjon er tatt fra «Selskapsrett», Geir Woxholth, 2014

## 5. Fordeler og ulemper med egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering

Valg av kapitalstruktur kan gi både positive og negative konsekvenser for et selskap. En forbinder gjeld med «skattemessig avskrivning» og «forpliktelse». Alle vil betale minst mulig skatt, men forpliktelsene en binder seg til ved gjeld er den negative siden. Tynn kapitalisering gir skattemessige fordeler, men høy gjeldsgrad vil samtidig lede til økt konkurs risiko, finansiell stress og likviditetsproblemer. Likviditet er et nøkkelelement som de fleste interessenter til et selskap er opptatt av. Dårlig likviditet er første kjennetegnet til økonomiske problemer for et selskap.

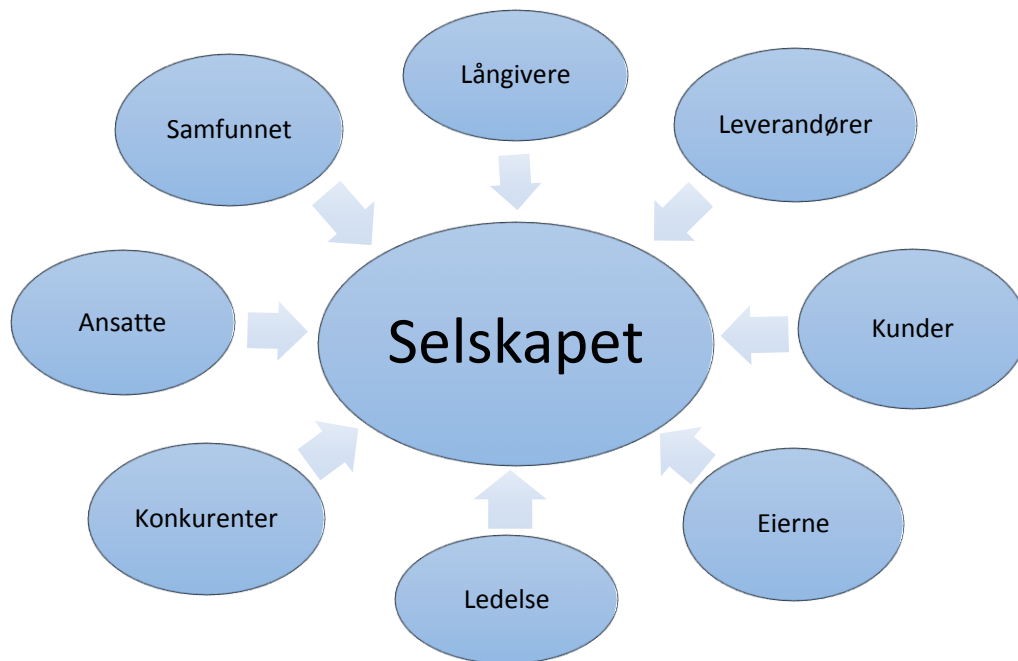
Vi trenger ikke å se langt tilbake i tid for å finne eksempler på finanskriser. Finanskrisen i 2008/2009 var et resultat av stor utlånsvekst i flere år med lave renter. Mange fikk låne kapital, selv om de ikke hadde evne til å betjene gjelden sin dersom rentene skulle stige. Låneboblen vokste. Ettersom renten steg i forkant av 2008, fikk mange problemer med å tilbakebetale gjelden sin. Banker og andre finansinstitusjoner hadde lånefinansiert investeringer i andres lån. De fikk ikke de store avkastningene de hadde forventet, tvert i mot – store investeringer i utlånsmarkedet gikk tapt. Slik ble det mangel på penger som førte til finanskrisen vi alle husker og var preget av på en eller en annen måte. I en økonomisk krise lider næringslivet, investorer og privatpersoner. Selv om en bedrift eller prosjekt er lønnsomt og alt tilsier at den vil generere positiv kontantstrøm, vil det være krevende å skaffe finansiering. I etterkant av finanskrisen i 2008/2009 ble det innført regler som begrenser hvor mye de kan låne ut.

Aksjelovgivningen stiller krav til forsvarlig egenkapital og likviditet for å beskytte kreditorenes interessenter mot uforsvarlig drift fra eiernes side. Egenkapitalfinansiering binder ikke selskapet til utbetaling av utbytte. Selskapet vurderer et eventuelt utbytte dersom det er oppnådd et positivt årsresultat. Høy egenkapital andel er alltid godt likt blant interne og eksterne investorer.

Videre i dette kapitlet vil jeg redegjøre for ulemper og fordeler med gjeld og egenkapital sett av regnskapsmessig, selskapsrettslig og skattemessig vinkel.

## 5.1. Regnskapsmessig fordeler og ulemper

Hovedoppgaven til selskapets regnskap er å gi informasjon om selskapets inntjening, økonomisk stilling og likviditet. Regnskapet har mange målgrupper og de viktigste av disse er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 7: Regnskapets interessenter

Ved hjelp av regnskapstall kontrollerer eierne at ledelsen gjennomfører tidligere vedtatte beslutninger. Styret benytter regnskapet som overvåkningselement for å sikre at selskapet handler i eiernes interesse. En sammenligning mellom realiserte tall og budsjetterte tall kan være pekepinn på om selskapet går i riktig retning og vil nå målet. Regnskapet danner grunnlaget for beskatning. Likviditeten er et forholdstall for hvor god betalingsevne et selskap har. Dette tallet er både långivere og leverandører spesielt interessert i. Kunder er opptatt av at den valgte leverandøren er i stand til å rydde opp hvis problemer skulle dukke opp. En velger leverandører som er pålitelige, med inntjeningsevne og god likviditet. En enkel måte å sammenligne to konkurrenter er ved hjelp av regnskapsanalyse.

Videre vil jeg ta for meg noen nøkkeltall som påvirker kapitalstrukturen og er en del av en regnskapsanalyse. Enhver av disse nøkkeltall er viktige målsetningsstørrelser for en bedrift.

Eksterne og interne investorer, konkurrenter og andre som er interessert i selskapets regnskap vil ofte foreta en såkalt nøkkeltallanalyse.

### 5.1.1. Nøkkeltall

Noen av de viktigste finansielle nøkkeltall er rentabilitet, likviditet, soliditet og finansstruktur. Alle disse påvirker kapitalstrukturen på en eller en annen måte.

*Rentabilitet* uttrykker selskapets evne til å gi avkastning på kapitalen (i prosent) og kan beregnes ut ifra *totalkapitalen* eller *egenkapitalen*.

Totalkapitalrentabilitet kan beregnes både før og etter skatt og viser den totale avkastningen til selskapet. Det benyttes følgende formel for å beregne totalkapitalrentabilitet:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Ordinær resultat} + \text{Rentekostnader})}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \times 100$$

Egenkapitalrentabiliteten uttrykker hvor bra selskapet utnytter aksjonærenes kapital og vekker stor interesse hos eierne og nye investorer. Tallet er i prosent og beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Egenkapital}} \times 100$$

Jo større disse prosent tallene er, jo bedre er det da de sier hvor godt selskapet utnytter kapitalen sin. Det finnes ikke noen fasit for størrelse, samtidig vil de variere fra bedrift til bedrift og dens risiko. Det anbefales at egenkapitalrentabiliteten bør være høyere enn lånerenten. Argumentene for det er at aksjonærene bærer på større risiko enn långiverne. Fra eiernes side, må de få mer igjen for å investere pengene sine i en bedrift med risiko enn å plassere dem trygt i banken.

Totalkapitalavkastning bør være høyere enn avkastningskravet på totalkapitalen.<sup>31</sup> Av formelen for egenkapitalrentabilitet kan vi se at favorisering av egenkapitalfinansiering vil bidra positivt til selskapets rentabilitet. Valg av kapitalstruktur påvirker selskapets totalkapitalrentabilitet der både rentekostnader og summen av egenkapital og gjeld har innflytelse. Jo mindre rentekostnader et selskap har, desto bedre totalkapitalrentabilitet vil det få.

*Likviditet* er et uttrykk for selskapets evne til å imøtekomme både forventede og uforventede forpliktelser og utgifter som for eksempel lønn, leverandørgjeld, annen gjeld, skatt og avgifter. Ved regnskapsanalyse er *likviditetsgrad 1* og *likviditetsgrad 2* mest benyttet for vurdering av selskapets likviditet. Nøkkeltallene beregnes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Den generelle vurderingsregelen for likviditetsgrad 1 er at den iallfall bør være 2. Ved anvendelsen av likviditetsgrad 1 er det viktig at omløpsmidler og kortsiktig gjeld har lik omløpshastighet. Likviditetsgrad 2 bør være minst 1. Med «mest likvide omløpsmidler» menes det kortsiktige fordringer og investeringer, bankinnskudd og kontanter, det vil si de omløpsmidler som kan omsettes på veldig kort tid. Anbefalingen som gis for størrelsen på disse to forholdstall er ikke begrunnet i litteraturen.

Høy andel av kortsiktig gjeld vil svekke selskapets likviditet og det fremkommer tydelig av formelen ovenfor. Likviditetsproblemer er noe som kan medføre at et selskap blir insolvent. For å unngå det, bør en velge egenkapitalfinansiering fremfor opptak av fremmedkapital.

*Soliditet* forteller selskapets interessenter hvor stor fare det er for at selskapet går konkurs eller kan havne i økonomiske problemer. Nøkkeltallene for å måle selskapets soliditet er *egenkapitalprosent* og *gjeldsgrad*.

---

<sup>31</sup> Informasjon hentet fra: <https://www.lederkilden.no/tema/totalkapitalens-rentabilitet>

Forholdet mellom selskapets egenkapital og sum av eiendeler kalles for egenkapitalprosent og beregnes slik:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Sum Eiendeler}} \times 100$$

Egenkapitalens størrelse vil være bransjeavhengig og risikoen som er knyttet til bransjen. I følge asl / asal § 3-4 og 3-5 skal selskapet ha forsvarlig egenkapital og likviditet til enhver tid som står i forhold til risikoen og selskapets omfang. Drives det virksomhet med stor risiko, bør egenkapitalprosenten være høy for å kunne imøtekomme vanskelige tider. Bestemmelsens hensikt er å beskytte selskapets kreditorer og andre interessenter mot uforsvarlig drift. Høy egenkapital prosent er alltid sett som positiv og taler for en god soliditet.

Gjeldsgrad viser forholdet mellom fremmedkapital og egenkapital:

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Av formelen for gjeldsgrad ser vi at opptak av fremmedkapital øker gjeldsgraden. Gjeldsgrad på 1 betyr at størrelsen på gjelden er lik egenkapitalen. Det er ikke noe fasitsvar på hvor stor gjeldsgraden til et selskap skal være. Dette forholdstallet vil også være bransje avhengig. Gjeldsgrad som er under 2 anses som god. Risikoen for insolvens øker i takt med gjeldsgraden, i tillegg til at soliditeten svekkes.

De siste to nøkkeltall jeg vil ta for meg som påvirker kapitalstrukturen er *finansieringsgrad 1* og *finansieringsgrad 2*. Disse to forholdstall måler hvor stor andel av anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital og omløpsmidler - med kortsiktig gjeld.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig gjeld og Egenkapital}}$$

Finansieringsgrad 1 bør være mindre enn 1, for det vil bety at den langsiktige kapitalen finansierer deler av omløpsmidlene. Finansieringsgrad 1 som er større enn 1 betyr at anleggsmidler finansieres delvis med kortsiktig gjeld, noe som vil redusere fleksibiliteten i den daglige driften.

$$\text{Finansieringsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Finansieringsgrad 2 bør være større enn 1, fordi at da er omløpsmidlene finansiert kun delvis med kortsiktig gjeld. Dette er bra for bedriftens likviditet og fleksibilitet.

Det som er viktig ved låneopptak er forholdet mellom langsiktig og kortsiktig finansiering. Med andre ord, må en være oppmerksom på at løpetiden på gjelden selskapet tar opp reflekterer den inntjeningstiden objektet som finansieres.<sup>32</sup>

Når en foretar en bedriftsanalyse ved hjelp av nøkkeltall er det viktig å ta hensyn til hvilken bransje selskapet opererer i. Ved å sammenligne nøkkeltall fra tidligere år, kan en danne seg et bilde på hvordan den økonomiske utviklingen i en bedrift har vært. Disse tallene er et viktig instrument som kan hjelpe et selskap å finne hvor den står i forhold til sine konkurrenter når det gjelder lønnsomhet, finansiering og soliditet.

### 5.1.2. Egenkapitalfinansiering vs fremmedkapitalfinansiering

Nøkkeltallene som ble gjennomgått i forrige kapittel er beregnet ut i fra bokførte verdier. Høy egenkapitalandel, samt høy egenkapitalrentabilitet gir selskapet trygghet til sine investorer. Jo mer egenkapital et selskap har, desto større stabilitet vil det ha og vil klare å komme gjennom nedgangstider. Ved å oppnå et positivt årsresultat som bidrar til å styrke den opptjente egenkapitalen, gjør selskapet mindre avhengig av fremmedkapital og eksterne investorer. Dette er godt likt blant investorer.

Ved opptak av fremmedkapital, vil det være naturlig for kreditor å foreta en vurdering av selskapet. Lav risiko for insolvens og god betalingsevne anses som viktige kriterier for å få

---

<sup>32</sup>Informasjon et tatt fra: <http://www.lederkilden.no/tema/hvordan-bor-bedrifter-finansieres>

innvilget ny kredit. Det vil være lettere for et selskap å få innvilget lån dersom dens soliditet er god og viser god betalingsevne.

Kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer mot kontantinnskudd eller konvertering av gjeld byr ikke på noe regnskapsmessige problemer. Derimot kan nytegning av aksjer mot tingsinnskudd by på utfordringer knyttet til verdsettelsen av vederlaget. Det skal balanseføres og vurderes til virkelig verdi etter regnskapslovens regler. Her kan det oppstå noe usikkerhet og utfordringer rundt verdsettelsen som kan ha store konsekvenser for selskapet.

Opptak av fremmedkapital byr ikke på store regnskapsmessige utfordringer. Alle selskap har gjeld i en eller en annen form. De fleste bedrifter har leverandørgjeld. Får selskapet innvilget nytt låneopptak, innebærer det at lånebeløpet balanseføres og det beregnes rente som føres i resultatregnskapet.

En gjeldspost i balansen er en forpliktelse som oftest er rentebærende. Rentekostnader er skattemessig fordelaktige, men regnskapsmessig svekker de selskapets kontantstrøm, rentabilitet og likviditet.

Har selskapet fremmedkapital i valuta, vil det alltid være usikkerhet rundt valutakursen og det kan både være til fordel eller ulempe for selskapet.

### 5.1.3. Hybridkapital

Klassifisering av hybridkapital kan ha store regnskapsmessige og skattemessige konsekvenser. Regnskapsloven gir ikke noen regel for hvor grensen mellom egenkapital og fremmedkapital er når en skal klassifisere hybridkapital som finansieringsinstrument. En av de mest sentrale dommene er Rt 2001 s. 851 som gjelder preferansekapital<sup>33</sup> yttet til Kredittkassen og Den norske Banken (DnB) fra Statens Banksikringsfond og Forretningsbankenes Sikring fond grunnet bank krisen på slutten av 1980-tallet. Bankene hadde store tap og dette var løsningen for å unngå konkurs. Høyesterett måtte ta stilling til om innskuddene måtte klassifiseres som egenkapital eller gjeld. Konklusjonen var at preferansekapitalen ikke var fremmedkapital, basert på argumentet om at preferansekapitalen i denne saken hadde mest egenskaper fra egenkapital. I følge Høyesterett skal grensen mellom

---

<sup>33</sup> Definisjon for «Preferansekapital»- Forskrift for virksomheten til Statens Banksikringsfond, §1-3



egen- og fremmedkapital trekkes etter en samlet vurdering av de vesentlige trekk ved forholdet for å fastlegge om likheten er størst med gjeld eller egenkapital.<sup>34</sup> Dette kriteriet er benyttet i flere saker der klassifisering av hybridkapital har vært en sentral problemstilling.

Petro-Canada saken er et annet eksempel fra virkeligheten på klassifisering av hybridkapital. Petro-Canada er et canadisk selskap, som er morselskap til Petro-Canada Norway.

Datterselskapet mottok et innskudd av preferanseaksjekapital fra morselskapet. I forbindelse med ligningen til det norske selskapet, måtte Oslo Tingrett ta stilling til klassifiseringen av preferanseaksjekapitalen. Det ble besluttet at kapitalinnskuddet hadde større likheter til gjeld og datterselskapet fikk rett til å fradragsføre renter og valutatap.

I Telecomputing saken ble det fremhevet tilbakebetalingsplikten under vurderingen for klassifiseringen av kapital. Saken dreier seg om fradragsrett for tap på fordring mot et heleid datterselskap i USA. Grunnet store kapitalbehov, ble det overført store beløp fra mor til datterselskap som ble klassifisert som lån. Total beløpet var langt over lånekapasiteten til datterselskapet. Datterselskapet hadde en tilbakebetalingsplikt og etter en samlet vurdering fant Høyesterett at kapitalen anses som gjeld.

Disse tre sakene viser hvor komplisert klassifisering av hybride finansieringsinstrumenter kan være. Samtidig er det store utslag både skattemessig og ikke minst regnskapsmessig som kan være til fordel eller til ulempe for selskapet. En omklassifisering av en gjeldspost til egenkapital hadde vært fordelaktig for selskapets soliditet og rentabilitet. En omvendt omklassifisering, fra egenkapital til gjeld, kan ha fatale konsekvenser for et selskaps likviditet og kanskje bidra til insolvens.

## 5.2. Selskapsrettslige fordeler og ulemper

Valg av kapitalstruktur har flere selskapsrettslige fordeler og ulemper. En betydelig økning i gjeldsandelen vil gi dårlige signaler både til interne og eksterne investorer. For en aksjonær vil økt gjeldsforpliktelse bety økt risiko, penger kan gå tapt og ikke minst at utbyttegrunnlaget kan bli redusert. For eksterne investorer, herunder kreditorer også, forbindes stor gjeldsandel med likviditetsproblemer noe som minker kredittverdien.

---

<sup>34</sup> Informasjon er tatt fra: <http://www.skatterett.net/dommer/Rt-2001-851.pdf>

Selskaper med stor egenkapital andel anses som stabile, likviditetssterke selskaper med stor handlefrihet. Alle disse egenskapene er veldig godt likt både av interne og eksterne investorer.

Hvilke signaler en sender til omverden ved valg av kapitalstruktur stammer fra Pecking order teorien som ble diskutert i første delen av oppgaven. Grunnet tilstedeværelsen av asymmetrisk informasjon i markedet, er det anbefalt å benytte opptjent egenkapital ved finansieringsbehov før en vurderer fremmedkapitalfinansiering eller utstedelse av nye aksjer.

Aksjelovgivningen setter en nedre grense på 30.000 kroner i aksjekapital for å kunne opprette og drive et aksjeselskap. Videre gir lovgivningen retningslinjer for bunden egenkapital og forsvarlig egenkapital, samt ytterlige regler for hvordan en kan utvide aksjekapitalen.

Aksjelovgivningen har ingen direkte retningslinjer eller begrensninger for fremmedkapital. Dermed vil fremmedkapital være et mer fleksibelt og mindre tidskrevende alternativ.

### 5.2.1. Egenkapitalfinansiering

Selskapets egenkapital i en aksje- og allmennaksjeselskap er bundet til selskapet og dette reguleres av asl/asal kapittel 3. I kapittel 3.1. Egenkapital og 3.1.1. Fri og bundne egenkapital ble det beskrevet de selskapsrettslige kravene lovgivningen gir for forsvarlig egenkapital og bunden egenkapital. Hensikten med kravet om forsvarlig egenkapital og likviditet er å ivareta kreditorenes interesser og at selskapets midler forvaltes av selskapets styre på best mulig måte. Kravet om forsvarlig egenkapital har betydning for blant annet hva som kan utdeles som utbytte og hvor mye som kan deles ut.

Et selskap kan øke sin bundne kapital (aksjekapitalen) ved fondsemissjon eller tegning av nye aksjer. Fondsemissjon er en ren omdisponering mellom den frie (annen egenkapital) og bundne egenkapitalen. En slik omdisponering vil ikke ha noe virkning på kapitalstrukturen. Å styrke den bundne egenkapitalen enten ved fondsemissjon eller utstedelse av nye aksjer ansees som positiv både av selskapets aksjonærer og kreditorer. For aksjonærene betyr dette at selskapet øker sin handlefrihet og soliditet, på andre siden øker selskapet sin kredittverdighet hos kreditorene.

En ulempe med kapitalforhøyelse ved utstedelse av nye aksjer vil være innflytelsen av de nye aksjonærene. Formålet med å investere i et selskap er å tjene penger i form av utbytte. Nye

kapitalinnskyttere vil kreve risiko premie for deres investering, styringsrett og kontroll over selskapet.

Et annet minus med egenkapitalfinansiering er at det er tidskrevende å utføre en kapitalforhøyelse. I henhold til aksjelovgivningen skal styret legge frem forslag til generalforsamlingen, det må tas stilling til øvre og nedre grense for kapitalforhøyelsen, hvem som kan tegne aksjene og aksjens pris samt flere andre punkt som må avklares. Videre må kapitalforhøyelsen meldes til Foretaksregisteret og aksjekapitalen anses som forhøyet når kapitalforhøyelsen er registrert i Foretaksregisteret.<sup>35</sup>

### 5.2.2. Fremmedkapitalfinansiering

Aksjeloven har ingen regulering for finansiering ved opptak av gjeld. Opptak av gjeld faller under selskapets styre og daglig leder. Skulle et selskap ha behov for ny kapital raskt, er opptak av fremmedkapital mindre tidskrevende å gjennomføre enn kapitalforhøyelse, samtidig som at opptak av gjeld ikke må vurderes av selskapets generalforsamling.

En av ulempene med egenkapitalfinansiering er at ved kapitalforhøyelse med tegning av nye aksjer, gir man opp eierandeler i selskapet. Dette er ikke tilfelle ved fremmedkapitalfinansiering. Eierandelene forblir som før et eventuelt låneopptak. Ved låneopptak krever långiver avkastning i form av rente og full tilbakebetaling av kravet. Selskapet er bundet til sine låneforpliktelser i motsetning til utbytte utdeling til sine aksjonærer. Sett fra aksjonærenes side, øker risikoen for finansielle problemer i takt med gjeldsgraden. Aksjonærene stiller bakerst i køen ved en eventuell konkurs, noe som innebærer at en aksjonær kan tape hele sitt innskudd i selskapet. Da vil det være naturlig at aksjonærene krever høyere avkastning for sin investering.

Selskapsrettslig vil økt gjeldsandel påvirke selskapets kredittverdighet negativt, den frie kontantstrømmen som kan deles ut i form av utbytte til aksjonærene eller bidra til å styrke egenkapitalen. Handlefriheten og fleksibilitet minker ved fremmedkapitalfinansiering. Ved finansielle problemer overflyttes makten fort fra selskapet over til kreditorene.

---

<sup>35</sup> Informasjon er tatt fra: <https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Andre-driftsoppgaver/Aksjeselskapet/Forhoyelse-av-aksjekapitalen/>

Forholdet mellom økt gjeldsgrad og økt risiko vurderes også fra nye eventuelle kreditorer. Høy gjeldsgrad gjør lånefinansiering både vanskelig og dyr. Det er en vanlig rutine at selskaper kreditt vurderes før kreditor inngår en låneavtale.

### 5.2.3. Statoil ASA og utbytte

Statoil sin utbytte politikk er et tema som er ofte i media. Til tross for vanskelige tider i oljebransjen og stor nedgang i oljeprisen i løpet av de siste to år, hadde analytikere forventet at Statoil ville kutte utbytte i 2016. Utbytte svekker selskapets egenkapital. Selskapet har gått gjennom store nedbemanninger og utsatt store investeringer. Grunnen til at Statoil ikke kutter utbytte er at ledelsen frykter en negativ virkning på aksje verdien. Signalene selskapet sender gjennom sin utbyttepolitikk er at selskapet prioriterer lønnsomhet. Samtidig er Statoil et stort internasjonalt selskap som er kjent for sin utbyttepolitikk.

E24 skriver 04.02.2016 at Statoil i sin kvartalsrapport har besluttet å holde utbyttet konstant med 0,2201 dollar per aksje, men har også lansert et program for utbytteaksjer. I de neste to år kan selskapets aksjonærer velge om de vil ha utbyttet i kontanter eller aksjer. De som velger aksjer frem for kontanter vil få en rabatt på 5%. Statoil håper kanskje på at mange velger å ta ut aksjer. Dette vil gjøre gjeldsgraden mindre dramatisk hvis oljeprisene fortsetter å holde et lavt nivå. Dette gir muligheten til eventuelle investorer å gjøre gode kjøp i selskapsmarkedet.

<sup>36</sup> Olje- og energiminister Tord Lien sier i et intervju med E24:

*«Denne utbyttemodellen gir aksjonærene valgmuligheter og selskapet kan få større finansiell fleksibilitet til å foreta lønnsomme investeringer som vil generere positiv kontantstrøm over tid.»*

Et annet diskutert tema i tidligere år har vært Statoil sitt lånefinansierte utbytte. Det er ingen lovlig begrensning for gjeldsfinansiering og så lenge selskapet overholder de selskapsrettslige reglene om utbytte deling, er det ingenting i veien for dette. Grunnet lav kontantstrøm har

---

<sup>36</sup> Informasjon er tatt fra: <http://e24.no/energi/statoil/slik-fungerer-statoils-nye-utbytteordning-et-smart-grep/23609878>

Statoil sett seg nødt til å lånefinansiere driften. Til tross for det, utbetaler Statoil utbytte noe som kan anses som motstridende i forhold til det som er vanlig praksis for utbytte utdeling. Det er vanlig at et selskap vurderer om en kan utbetale utbytte når et selskap har overskudd og positiv kontantstrøm.

Den største aksjonæren til Statoil er den norske staten. Statens eierandel i Statoil er så mye som 67%<sup>37</sup>. I en artikkel fra 19.05.2015, skriver Aftenbladet at staten burde gripe inn når selskapet til tross for store nedbemanninger beholder sin utbytte politikk. I stedet for at eierne skal ta ut penger fra selskapet, kunne pengene brukes innad selskapet. Et annet tema for diskusjon er: Hadde Statoil handlet på samme måten dersom den Norske staten ikke var deres største eier? Jeg setter meg kritisk til det, men velger å ikke gå inn på dette da det ikke er oppgavens kjernetema.

### 5.3. Skattemessig fordeler og ulemper

Norge er velkjent for sine høye skatter og avgifter, og etter min omfatning er nordmenn opptatt og bevisst over hvilke skattemessige «gevinster» en kan oppnå ved å ha gjeld. Det som er viktig her er å finne balansen mellom de skattemessige «gevinster» ved å ha gjeld og kostnadene forbundet med gjeld.

Aksjeselskaper er egne skattesubjekter og skattesatsen for alminnelig inntekt er 25 %.<sup>38</sup> Skattesatsen for alminnelig inntekt var 28 % i årrekker, men ble redusert til 27 % i 2014 og med ytterligere 2 % i 2016.

Et selskap kan kreve fradrag ikke bare for rentekostnader, men for eksempel omkostninger ved opptak av lån og etableringsgebyr ifølge skatteloven. Alle disse kostnadene reduserer selskapets overskudd som skattlegges. Skattebesparelsen som oppnås av rentekostnader kalles for renteskatteskjold og beregnes ved å multiplisere selskapets rentekostnad med skattesatsen. Ifølge trade off teorien kan et selskap finne den optimale kapitalstrukturen hvis de klarer å regne ut det punktet som gir lavest gjennomsnittlige kapitalkostnad. Men dette er slettet ikke lett å gjennomføre i virkeligheten. Etter at MM teori ble revidert, ble forutsetningen om ingen skatter tatt vekk. Konklusjonen var at skatteskjoldet øker selskapets verdi. Et viktig moment

---

<sup>37</sup> Tall hentet fra: <http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/Share/Shareholders/Top20/Pages/default.aspx>

<sup>38</sup> Skattesats er tatt av: <https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Skatt-og-avgift/Foretakets-skatt/Skatt-for-aksjeselskapupersonlige-skattetytere/>

som teorien tyder på er avveiningen mellom skattebesparelsen og kostnadene som oppstår ved å ha gjeld. Det er ikke noe rettslig begrensning på hvor mye gjeld et selskap kan ha, men det settes krav til egenkapitalens størrelse. Det er opp til selskapets ledelse å vurdere hvor det bør plassere seg, men kreditt institusjoner har også et ansvar ved utstedelse av lån.

### 5.3.1. Egenkapitalfinansiering

Når et selskap foretar kapitalforhøyelse ved fondsemisjon eller tegning av nye aksjer vil det ikke påvirke skattemessig selskapets verdi. Alle kostnader i forbindelse med kapitalstruktur endring vil være skattemessig fradragsberettigede.

En annen positiv skattemessig side ved aksjeselskaper er at de er omfattet av fritaksmetoden som innebærer i hovedsak at det ikke regnes skatt på realiserte og urealiserte gevinster på aksjer og fond innenfor EØS. Dette gjør at et aksjeselskap kan, for eksempel reinvestere hele gevinsten uten å skatte av den først. Samtidig vil det ikke være mulig å oppnå skattemessig fradrag for tap på aksjer og fond innenfor EØS.

Et aksjeselskap skattlegges heller ikke for mottatt utbytte når selskapet som deler utbyttet er innenfor EØS. Skattelovgivningen pålegger aksjeselskaper å inntektsføre 3 % av mottatt utbytte<sup>39</sup>. Utbetales derimot utbytte til en aksjeeier som er en fysisk person, må utbytte beskattes hos aksjeeier, fordi at investorens aksjer omfattes av aksjonærmodellen.

Ved utbytte beskatning, både hos fysiske personer og 3 % for aksjeselskaper, oppstår fenomenet «dobbelbeskatning». Først betaler selskapet skatt på alminnelig inntekt, så deler selskapet ut utbytte til sine aksjonærer (fysiske personer eller aksjeselskaper). Hver aksjonær (fysisk person) må betale skatt for mottatt utbytte. Aksjeselskaper betaler skatt for 3 % av mottatt utbytte dersom dette beløpet overstiger skjermingsfradraget<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Skatteloven §2-38

<sup>40</sup> Skjermingsfradrag = skjermingsgrunnlag \* skjermingsrenten

Skjermingsgrunnlag = aksjens anskaffelsesverdi (inngangsverdi) + aksjens ubenyttede skjermingsfradrag fra tidligere år.

Skjermingsrenten beregnes av Skattedirektoratet som gjennomsnitt av rente på statskasseveksler med 3 måneders løpetid.

<http://www.skatteetaten.no/no/Person/Aksjer-og-verdipapirer/Skatte regler-for-gevinst-tap-ved-realiserings-og-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/>

### 5.3.2. Fremmedkapitalfinansiering

Skatteloven §6-40, 1. ledd lyder som: «Det gis fradrag for renter av skatteytets gjeld.» Denne særlige bestemmelsen om fradrag vekker størst interesse for selskaper. Skattemessig fradrag for gjeldsrenter er hovedfordelen til fremmedkapitalfinansiering kontra egenkapitalfinansiering. Tap i forpliktelser er også skattemessig fradragsberettiget. Skulle en kunde bli insolvent, vil selskapet fraradsføre utestående forpliktelser.

Ved egenkapitalfinansiering blir selskapets overskudd beskattet før en eventuell utbetaling av utbytte. Velger selskapet derimot gjeldsfinansiering, reduseres skattegrunnlaget da rentekostnader er skattemessig fradragsberettiget. Et internasjonalt konsern kan dermed tilpasse sin kapitalstruktur slik at det utnytter et lands skattesats. Eksempelvis kan et konsern tilpasse finansiering av et datterselskap etter det som lønner seg mest og det vil være avhengig av skattesystemene i de ulike land. Velger de muligheten til å finansiere med lån, vil konsernet få tilbakebetalt lån i form av avdrag og rente. Blir finansieringen klassifisert som egenkapitalfinansiering, vil konsernet få tilbakebetaling i form av utbytte.

Fremmedkapitalfinansiering er i slike tilfeller oftest mest lønnsom på grunn av skattebesparelsen som genereres ved gjeldsopptak. Sett fra konsernets side, vil låneinnbetalingene ikke bli skattlagt i motsetning til dividende innbetalinger (for land utenfor EØS). Hvis en for eksempel har et konsern med filial i Norge og et annet land der det er lav skattesats, vil det være lønnsomt å plassere mest mulig gjeld i det norske selskapet for å oppnå størst skatteskjold.

### 5.3.3. IKEA og skatte strategi

Et internasjonalt konsern har som regel konsernstrategi for kapitalstruktur der maksimering av konsernets profitt og minimere skatten har stor fokus. To studenter ved NHH undersøker skatteplanleggingsstrategien til IKEA.<sup>41</sup> Forfatterne sannsynliggjør at insentivet selskapet har for å drive med «aggressiv skatteplanlegging» er å minimere skattebyrden. De tegner et bilde av hvordan en skatteplanlegging utføres basert på litteraturen. Deretter undersøker de IKEA sin skatteplanleggingsstrategi basert på regnskapsdata og annet tilgjengelig informasjon.

---

<sup>41</sup> Monica Olsen og Heidi Høgalmen, 2013. Masteroppgave ved Norges Handelshøyskole. «Skatteplanlegging i flernasjonale selskap: fremgangsmåter, effekt og hvordan det kan reguleres. En analyse av Ikea.»

IKEA Norge er finansiert med store deler av interngjeld som gir skattemessig fradrag. Det norske selskapet har interngjeld 40 ganger så stor som egenkapitalen. Dette er et eksempel på tynn kapitalisering.

Det internasjonale skattesystemet er ikke tilpasset globaliseringen i verdensøkonomien.

Multinasjonale selskap utnytter muligheten til å tilpasse seg strategisk skattemessig.

Skatteunndragelser har fått stor oppmerksomhet i media. Flere velkjente og store selskaper som Facebook, Ebay og Starbucks har vært omtalt i media og blitt avslørt i skatteplanlegging og brukt av skatteminimerende metoder for å redusere sin skattebyrde.

## 6. Konklusjon

Hensikten i oppgaven var å redegjøre for optimal kapitalstruktur. Først baserte jeg oppgaven min på finansteorier som har prøvd å finne «oppskriften» på den optimale kapitalstrukturen. Videre baserte jeg meg på rettsvitenskapen for å beskrive for hvilke regelverk og begrensninger det gis i lover og regler for egenkapital samt fremmedkapital finansiering. I siste del har jeg redegjort for hvilke fordeler og ulemper det er ved egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering, sett fra regnskapsmessig, selskapsrettslig og skattemessig vinkel.

Det er flere elementer som påvirker kapitalstrukturen. Skatt, agentkostnader, transaksjonskostnader, konkurskostnader og asymmetrisk informasjon er hovedelementene som teoriene bygger på. Rettsvitenskapen regulerer for hva er lovlig finansiering. Skatteloven gir skattefradrag for gjeldsrenter, aksjeloven gir begrensninger for egenkapitalen – dens størrelse og hvor stor andel kan disponeres fritt. Regnskaps nøkkeltall er direkte påvirket av valg av kapital struktur. Disse er ofte benyttet av investorer ved investeringsbeslutninger da disse sier noe om selskapets økonomisk stilling.

Skatt har en positiv virkning på selskapets verdi til et visst nivå. Det er konklusjonen til Trade off teorien og Miller og Modiglianis irrelevansteorem. Gjeld kan brukes som en overvåknings apparat for ledelsen. Free Cash Flow teorien legger vekt på agentkostnader. Skatteloven åpner for skattefradrag for renter og andre omkostninger ved opptak av gjeld. Dette vil noen selskaper utnytte, men andre er mer bekymret for den negative virkningen på deres kapitalstruktur og økonomisk situasjon. Høy gjeldsandel anses ofte som årsak til finansiell stress. Høy egenkapital taler derimot for stabilitet og rentabilitet. Pecking order teorien er



preget av asymmetrisk informasjon. I realiteten vil det alltid være asymmetri – ledelsen besitter informasjon som omverden ikke har. utfordringer som ligger hos ledelsen er å formidle informasjon på en riktig måte ut til markedet.

Kapitalstruktur er kompleks og påvirkes av mange eksterne og interne faktorer. Dermed vil det være tilnærmet umulig å gi en presis formel for optimal struktur. Hvor stor egenkapital og gjeld en bedrift bør besitte, vil variere fra bedrift til bedrift. Virksomheter som drives i bransjer preget av stor volatilitet vil som regel unngå å binde seg til store gjeldsforpliktelser. Hovedkonklusjonen i oppgave min er at det ikke finnes en «oppskrift» på hva som er optimal kapitalstruktur. Optimal kapitalstruktur for hvert selskap er noe ledelsen bør ta stilling til og jobbe mot for å drive selskapet forsvarlig og på best mulig måte, basert på eksisterende lovverk.

## Litteratur liste

### Fagbøker:

*Corporate finance*, 3.rd edition, Jonathan Berk & Peter DeMarzo, 2014

*The Theory of Corporate Finance*, Jean Tirole, 2006

*Journal of Economic Perspectives* – Volume 15, nr2, spring 2011; Capital Structure by Steward C. Mayers

*Selskapsrett*, Geir Woxholth, 5. Utgave, 2014

*Årsregnskapet I teori og praksis*, 2008, Jens-Erik Huneide, Kristen Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen

*Investering og Finansiering*, Ivar Bredesen, 2005

### Lover og forskrifter:

Aksjeloven (1997) Lov om aksjeselskaper (asl). Hentet fra:

<https://lovdata.no/>

Allmennaksjeloven (1997) Lov om allmennaksjeselskaper (asal). Hentet fra:

<https://lovdata.no/>

Regnskapsloven (1998) Lov om årsregnskap (rskl). Hentet fra:

<https://lovdata.no/>

Skatteloven (2000) Lov om skatt og formue og inntekt (sktl) Hentet fra:

<https://lovdata.no/>

Forskrift for virksomheten til Statens Banksikringsfond. Hentet fra:

<https://lovdata.no/>

Børsforskriften (2007). Forskrift om regulerte markeder. Hentet fra:

<http://lovdata.no>

Justis- og beredskapsdepartementet. *Endringer i aksjeloven mv. (nedsettelse av kravet til minste aksjekapital)* Prp. Nr 148L ( 2010-2011). Hentet 31.05.2016 fra:

<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-148-l-20102011/id653786/?q=&ch=3>

### **Høyesterettsdommer og uttalelser:**

Rt 2001, s.851 – Preferansekapital

Rt 2004 s.36 – Petro – Canada

Rt 2010 s.790 - Telecomputing

### **Internett kilder og tidsskrifter:**

*Kapitalstruktur*. Hentet 10.2. 2016 fra:

<https://no.wikipedia.org/wiki/Kapitalstruktur>

*Capital Structure*. S.C Myers, Journal of Economic Perspectives -Vol15, No. 2 – 2001.  
Hentet fra:

[http://ecsocman.hse.ru/data/863/126/1231/myers - cs 2001.pdf?origin=publication\\_detail](http://ecsocman.hse.ru/data/863/126/1231/myers - cs 2001.pdf?origin=publication_detail)

*Hva er den optimale kapitalstrukturen i min bedrift?* Hentet 10.02.2016 fra:

<http://prokurs.no/hva-er-den-optimale-kapitalstrukturen-i-min-bedrift/>

*Hovedpostene i regnskapet – gjeld og egenkapital*. Hentet 12.02.2016 fra:

<http://verdtavite.kpmg.no/hovedpostene-i-regnskapet-gjeld-og-egenkapital.aspx>

*Kapitalforhøyelse i aksjeselskap* Hentet 20.02.2016 fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/kapitalforhoyelse-i-aksjeselskap>

*Obligasjonslån – en innføring i selskapsobligasjoner og gjeldsrelaterte verdipapirer (fixed-income securities)*. Hentet 22.02.2016 fra:

<http://figforvaltning.sbio.no/files/2012/10/Selskapsobligasjoner-corporate-bonds1.pdf>

*Forskjellen mellom obligasjonslån og lån*. Hentet 22.02.2016 fra:

<http://www.ovs0.com/1/2015/02/obligasjonsl%C3%A5n%20l%C3%A5n.html>

*Forklaring til regnskapsposter*. Hentet 22.02.2016 fra:

<http://bizweb.no/RegnskapForklaring.aspx>

*Pensjonskostnader*. Hentet 23.02.2016 fra:

<http://verdtavite.kpmg.no/pensjonskostnader.aspx>

*Graf som illustrerer Trade-off teorien.* Hentet 11.02.2016 fra:

[https://www.google.no/search?q=trade+off+teorien&biw=1100&bih=523&source=lnms&tbn=isch&sa=X&sqi=2&ved=0ahUKEwiiydHjwpXMAhWkQpoKHfkNAO0Q\\_AUIBigB#imgc=JldZSHj2H3cZnM%3A](https://www.google.no/search?q=trade+off+teorien&biw=1100&bih=523&source=lnms&tbn=isch&sa=X&sqi=2&ved=0ahUKEwiiydHjwpXMAhWkQpoKHfkNAO0Q_AUIBigB#imgc=JldZSHj2H3cZnM%3A)

*Capital Structure and the Informational Role of Debt.* Hentet 22.02.2016 fra:

[http://ecsocman.hse.ru/data/871/126/1231/harris\\_raviv\\_-\\_cs\\_ai\\_1990.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/871/126/1231/harris_raviv_-_cs_ai_1990.pdf)

*Styrets ansvar ved beslutning om utdeling av utbytte.* Hentet 02.03.2016 fra:

<https://www.sticos.no/portal/Nyheter/TabId/91/ArtMID/483/ArticleID/153/Styrets-ansvar-ved-beslutning-om-utdeling-av-utbytte.aspx>

*Forhøyelse av aksjekapital.* Hentet 04.03.2016 fra:

<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Andre-driftsoppgaver/Aksjeselskapet/Forhoyelse-av-aksjekapitalen/>

*Hvordan bør bedrifter finansieres.* Hentet 04.03.2016 fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/hvordan-bor-bedrifter-finansieres>

*Skatt for aksjeselskap/ upersonlige skatteyttere.* Hentet 06.03.2016 fra:

<https://www.altinn.no/no/Starte-og-drive-bedrift/Drive/Skatt-og-avgift/Foretakets-skatt/Skatt-for-aksjeselskapupersonlige-skatteyttere/>

*Aksjonærmodellen.* Hentet fra:

<http://www.skatteetaten.no/no/Person/Aksjer-og-verdipapirer/Skatteeregler-for-gevinst-tap-ved-realiseringsog-aksjeutbytte/Aksjonarmodellen/>

*Slik fungerer Statoils nye utbytteordning.* Hentet 26.04.2016 fra:

<http://e24.no/energi/statoil/slik-fungerer-statoils-nye-utbytteordning-et-smart-grep/23609878>

*Selskapets største aksjonærer.* Hentet 26.04.2016 fra:

<http://www.statoil.com/no/InvestorCentre/Share/Shareholders/Top20/Pages/default.aspx>

*Totalkapitalens rentabilitet.* Hentet 11.05.2016 fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/totalkapitalens-rentabilitet>

«Skatteplanlegging i flernasjonale selskap: fremgangsmåter, effekt og hvordan det kan reguleres. En analyse av Ikea.» Monica Olsen og Heidi Høgalmen, 2013. Masteroppgave ved Norges Handelshøyskole. Hentet 19.05.2016 fra:

<https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/194260>