



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN 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:

Hvordan best kapitalisere et selskap?

ENGELSK TITTEL:

How to best capitalize a company?

FORFATTER(E)

Studentnummer:

221049
.....
.....

Navn:

Veronica Berntsen
.....
.....

VEILEDER:

Benn Folkvord

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2014

Underskrift administrasjon:.....

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avslutning på min 2-årige master i økonomi og administrasjon, med spesialisering innen anvendt finans. Oppgaven er skrevet ved Handelshøgskolen på Universitetet i Stavanger våren 2014.

Høsten 2013 hadde jeg selskapsrett som valgfag, og tenkte at jeg kanskje kunne være interessert i å finne en problemstilling innenfor dette faget. Jeg oppsøkte derfor læreren i faget Benn Folkvord som tipset meg om dette emnet. Etter å ha undersøkt litt fant jeg ut at dette var et interessant tema som jeg kunne tenke meg å lære mer om. I tillegg var det et tema hvor jeg også kunne trekke inn finans som er min spesialiseringsretning. Denne oppgaven bygger dermed hovedsakelig på fagene Corporate Finance og Selskapsrett.

Jeg vil benytte anledningen til å takke min veileder Benn Folkvord som satte meg på ideen om denne oppgaven, og for alle nyttige tilbakemeldinger vedrørende oppgaven.

Stavanger, 13. juni 2014

Veronica Berntsen

Sammendrag

Denne oppgaven har tatt for seg temaet kapitalstruktur. Siden Miller og Modigliani først begynte å forske på emnet på 1950- tallet har det vært blant de mest studerte emnene innen bedriftsfinans, med mål om å komme frem til en eksakt formel for å finne et selskaps optimale kapitalstruktur. Dermed ble problemstilling for oppgaven å se på hvordan best kapitalisere et selskap, og i den sammenhengen også se på om det finnes en optimal kapitalstruktur, og hvilke faktorer som er av betydning for et selskap ved valg av kapitalstruktur.

Oppgaven er delt i fire deler. I første del blir begrepet kapitalstruktur beskrevet og forklart ut i fra de forskjellige definisjonen og vinklingene som benyttes. Her er det også gjort rede for hvordan kapitalstruktur kan være med på å skape verdier, og hva som er viktig ved oppbygging av en optimal kapitalstruktur. For å få en bedre innsikt i temaet blir det i neste del redegjort for ulike teorier som prøver å si noe om hva som er den optimale kapitalstrukturen. Her er det de fire mest omtalte teoriene som blir beskrevet, og disse er Miller og Modiglianis irrelevansteorem, tradeoff teorien, pecking order teorien og free cash flow teorien. Her er det slik at de forskjellige teoriene har forskjellige oppfatninger om hvilke faktorer som har størst betydning for kapitalstrukturen, være seg skatt, asymmetrisk informasjon eller agentkostnader. I tredje del av oppgaven blir de ulike finansieringsmulighetene egenkapital, fremmedkapital og hybridkapital beskrevet, i tillegg til fordeler og ulemper forbundet med de forskjellige finansieringstypene. Til slutt blir det gjort rede for de ulike faktorene som kan være avgjørende for valg av kapitalstruktur.

Etter å ha samlet sammen forskjellig litteratur kom jeg frem til at det ikke finnes en optimal kapitalstruktur, i alle fall ikke en generell formel for å komme frem til den. Men allikevel kan hvert enkelt selskap kunne tilpasse seg på en best mulig måte for dem ut i fra deres forutsetninger og prioriteringer. Her kan det også nevnes at selv om man finner den kapitalstrukturen som best egner seg for ens selskap vil det kunne oppstå transaksjonskostnader ved å endre på finansieringen, og dermed kan det være selskap som ikke ønsker å gjøre dette med mindre de ligger langt i fra det optimale.

Innholdsfortegnelse

FORORD	I
SAMMENDRAG	II
1. INNLEDNING	1
1.1 PROBLEMSTILLING	1
1.2 AVGRENSNINGER.....	1
1.3 METODE	1
2. KAPITALSTRUKTUR	2
2.1 DEFINISJON.....	3
2.1.1 Regnskapslitteraturens angrepsvinkel.....	4
2.1.2 Finanslitteraturens angrepsvinkel.....	5
2.2 OPPBYGGING AV OPTIMAL KAPITALSTRUKTUR.....	5
3. TEORI	7
3.1 MILLER OG MODIGLIANIS IRRELEVANSTEOREM	7
3.2 TRADEOFF TEORIEN	10
3.3 PECKING ORDER HYPOTESEN	11
3.4 FREE CASH FLOW TEORIEN.....	13
3.5 OPPSUMMERING	14
4. FINANSIERING	17
4.1 EGENKAPITAL(EGENFINANSIERING)	17
4.1.1 Forsvarlig egenkapital	19
4.1.2 Kapitalkrav.....	20
4.1.3 Fordeler ved egenkapitalfinansiering	21
4.1.4 Ulemper ved egenkapitalfinansiering	21
4.2 FREMMEDFINANSIERING(LÅN).....	22
4.2.1 Fordeler ved fremmedfinansiering.....	22
4.2.2 Ulemper ved fremmedfinansiering	22
4.3 HYBRIDKAPITAL	23
4.3.1 Lån med rett til å kreve utstedt aksjer eller med konverteringsrett til aksjer	24
4.3.2 Lån med særlige vilkår	24
4.3.3 Tegningsrettsaksjer	25
4.3.4 Frittstående tegningsretter	26

4.3.5 Ansvarlig lånekapital	26
4.3.6 Klassifisering av hybridkapital	27
5.1 SKATT	28
5.1.2 Tynn kapitalisering.....	29
5.2 RISIKO FOR KONKURS	30
5.3 KONTANTSTRØM	32
5.4 LIKVIDITET	32
5.5 FLEKSIBILITET	33
6. EKSEMPLER.....	34
6.1 SAS.....	34
6.2 IKEA	34
7. KONKLUSJON.....	36
LITTERATURLISTE.....	38

1. Innledning

1.1 Problemstilling

Hovedproblemstilling: Hvordan best kapitalisere et selskap?

Underproblemstilling 1: Finnes det en optimal kapitalstruktur?

Underproblemstilling 2: Hva bør et selskap tenke på ved valg av kapitalstruktur?

Min problemstilling omhandler kapitalisering av selskap, og det jeg ønsker å undersøke er hvordan best kapitalisere et selskap, og for å finne ut av dette vil jeg også prøve å svare på spørsmålene: 1) finnes det en optimal kapitalstruktur? 2) hva bør et selskap tenke på ved valg av kapitalstruktur?

1.2 Avgrensninger

Tanken bak denne oppgaven er å prøve å lage en generell oversikt over hvordan finne den optimale kapitalstrukturen for et selskap. Så jeg vil ikke ta for meg et bestemt selskap, en bestemt bransje eller en bestemt foretaksform, men heller prøve å gi en generell oversikt over hvilke faktorer som kan være viktige å tenke på ved valg av kapitalstruktur. Det er selvfølgelig forskjellig fra bransje til bransje og fra selskap til selskap hvilke punkter som er viktigst, om det er likviditet, skatt, kontantstrøm eller andre faktorer. Så mitt mål er å ta for meg de punktene som jeg finner har størst betydning for et selskap ved utforming av kapitalstrukturen.

1.3 Metode

Denne oppgaven er en teoretisk oppgave. Som beskrevet vil jeg prøve å gi en generell oversikt over punkter som har betydning for valg av kapitalstruktur, og hvordan best kapitalisere et selskap. Oppgaven er delt i fire deler, hvor de forskjellige delene vil omhandle begrepet kapitalstruktur, teori, finansieringsmuligheter og fordeler og ulemper forbundet med de forskjellige, og til slutt faktorer som har betydning for valg av kapitalstruktur. Litteratur vil primært hentes fra fagbøker og fagtidsskrifter. Men noe vil også hentes fra internett hvor jeg vil forsikre meg om at det er seriøse og kvalitetssikrede kilder.

2. Kapitalstruktur

”Uttrykket kapitalstruktur viser til kombinasjonen av egenkapital og gjeld som brukes for å finansiere eiendelene i et selskap”(Mæland, 2011). Dersom et selskap ønsker å finansiere en investering kan de velge mellom å bruke egenkapital eller gjeld, og det er fordeler og ulemper forbundet med begge. Ved å bruke gjeld i stedet for egne midler til finansieringen, vil det øke forventet aksjeavkastning. Det vil også være færre aksjer å fordele aksjene på, enn ved en utvidelse av aksjekapitalen. Men på en annen side vil en økt andel gjeld øke risikoen for at selskapet går konkurs(Mæland, 2001). ”Forut for en finanskriser ser vi typisk at gjennomsnittlig gjeldsgrad i økonomien stiger, og høy gjeldsgrad blir pekt på som en viktig årsak til finanskriser. Kapitalstruktur har med andre ord betydning både for risikoen i finansielle markeder og for verdien av det enkelte selskap”(Mæland, 2011).

Grunnen til at kapitalstruktur blir sett på som interessant er mulighetene til å skape verdier for aksjeeierne. Det er noen forskjellige punkter som kan være med å forklare hvordan valget av kapitalstruktur kan ha betydning for aksjonærene. Ved vurdering av hvordan en eventuell gevinst av endret kapitalstruktur fremkommer, er det 3 forskjellige forhold som kan nevnes(Møller & Parum, u.å.):

1. Både direkte og indirekte kan kapitalstruktur påvirke den samlede beskatningen av kapitalinnskyterne. Den kan også endre den samlede beskatningen av kontantstrømmen fra virksomheten, og dermed hvordan virksomheten er finansiert. For å optimere kapitalstrukturen er målet å minimere de samlede skatteutbetalingen fra selskapets kapitalinnskytere. Det betyr at gevinsten her oppnås på skattevesenets bekostning(Møller & Parum, u.å.).

2. Kapitalstrukturen kan føre til at virksomheten foretar handlinger som ikke er hensiktsmessige for samfunnet. Lav egenkapital kan på ulike måter føre til samfunnsmessige tap. Desto lavere egenandelen i et selskap er desto høyere risiko ligger hos kreditorene. Det kan oppstå interessekonflikter når ledelsen i selskapet tar beslutninger som kun gagnar aksjonærene og ikke kapitalinnskyterne som helhet. Dersom et selskap står i fare for å gå konkurs kan det skje at en blir mer villig til å ta risiko. Når man allerede er i fare for konkurs så hvorfor ikke ta en siste sjanse og tenke enten vinner jeg eller så taper kreditorene. Her kan

det se ut som aksjonærene kan oppnå en gevinst på kreditorenes bekostning, men så enkelt er det ikke. Kreditorene kjenner til disse spekulasjonsmulighetene på lik linje med aksjonærene, og de vil derfor kreve en risikopremie for den ekstra risikoen de tar, som kan kompensere for et eventuelt tap av en slik transaksjon. Det betyr at i realiteten er det aksjonærene som kommer til å bære tapet, om det i en situasjon med lav egenkapitalandel blir truffet beslutninger som ikke er til fordel for alle kapitalinnskyterne(Møller & Parum, u.å.).

Dersom selskapet mangler kapital kan det føre til at prosjekter med positiv nåverdi som burde blitt igangsatt ikke blir det. Igjen kan det se ut som dette er kreditorenes problem, men det er aksjonærene som i realiteten bærer tapet. Dette er fordi kreditorene forlanger kompensasjon for risikoen de tar. En høy egenkapitalandel kan være med på å minimere disse tapene(Møller & Parum, u.å.).

En konkurs fører med seg en rekke ekstrakostnader og verdier går tapt. Som ovenfor er det i realiteten aksjonærene som bærer disse kostnadene(Møller & Parum, u.å.)

3. I noen selskaper, og særlig børsnoterte selskaper har aksjonærene som regel liten innflytelse på driften av selskapet. Og ved en høy egenkapitalandel vil det ofte være at ledelsen tar beslutninger som ikke alltid er til det beste for aksjonærene. Dette på grunn av at ledelsen ikke alltid har de samme interessene som aksjonærene. Dermed kan det være et argument at aksjonærer ikke skyter inn for mye egenkapital slik at ledelsen får anledning til å ”bruke” denne på investeringer som ikke gagnar dem. Dersom kreditorene har betenkeligheter med hvordan selskapet ledes er det lettere for dem å trekke ut den innskutte kapitalen, enn for aksjonærene(Møller & Parum, u.å.).

Disse punktene er noen forklaringer på hvordan valg av kapitalstruktur kan være med å påvirke aksjonærenes formue.

2.1 Definisjon

Begrepet kapitalstruktur er fortsatt ikke fullstendig veldefinert, og dermed har man flere forskjellige definisjoner. Den mest vanlige definisjonen er rett og slett at kapitalstrukturen sier hvordan selskapet er finansiert, hvor man deler finansieringen i en egenkapitaldel og en

fremmedkapitalandel. Et mål på kapitalstrukturen kan være egenkapitalens andel av den totale balansen. Her kan man skille mellom to ulike angrepsvinkler, som er regnskapslitteraturens angrepsvinkel og finansiellitteraturens angrepsvinkel (Møller & Parum, u.å.).

2.1.1 Regnskapslitteraturens angrepsvinkel

I regnskapslitteraturen benytter man bokførte verdier ved vurdering av egenkapital og gjeld. Den bokførte verdien av egenkapitalen finner man i selskapets årsregnskap, og den bokførte verdien er rett og slett den enkleste definisjonen vi har av kapitalstrukturen. Men det finnes også et par punkter som kan være med å endre dette tallet (Møller & Parum, u.å.).

Utsatt skatt tillegges egenkapitalen. Argumentet for dette er at dersom kapitalstrukturen skal brukes av kreditorer til å bedømme et selskaps soliditet vil de gjerne vite hvordan muligheten for å tape er. På grunn av for eksempel konkursrekkefølge vil det være naturlig at forskjellige kreditorer vil være interessert i forskjellige tall. Men det er særlig ved utsatt skatt hvor denne type "kreditt" for det første ikke skjer på bakgrunn av en kredittvurdering, og for det andre typisk "tapes" dersom selskapet får problemer, da driftsunderskudd fører til reduksjon i utsatt skatt (Møller & Parum, u.å.).

"Netting out" hvor sikre finansielle eiendeler motregnes fremmedkapitalen. For eksempel kan et selskap med obligasjoner på kort varsel forbedre egenkapitalandelen sin ved å selge de finansielle fordringene og betale ned gjeld (Møller & Parum, u.å.).

Det siste punktet som kan endre dette tallet er korreksjoner som gjøres på grunn av vesentlige forskjeller mellom bokførte verdier og markedsverdier.

En slik korrigeret egenkapital/ balanse sies å være det aller enkleste mål på kapitalstruktur. En definisjon er som regel hensiktsmessig og trenger ikke å være rett eller galt. Og noe av det som kapitalstrukturen kan benyttes til er at kreditorer bruker den til å vurdere et selskaps risiko når de skal bidra med kreditt til selskapet. Ledelsen kan bruke det til å finne ut om det i fremtiden kan bli problemer med å få fornyet kreditt. Når man skal bedømme dette er det selvfølgelig ikke kun den beregnede egenkapitalandelen man tar utgangspunkt i. Man ser også

på flere andre variabler som for eksempel kan være overskuddet og dets utvikling samt aktivasammensetningen (Møller & Parum, u.å.).

2.1.2 Finanslitteraturens angrepsvinkel

I finanslitteraturen er det markedsverdier man tar utgangspunkt i og ikke regnskapsmessige verdier. Dette selv om noen regnskapsprinsipper på lang sikt heller mot å bruke markedsverdier i regnskapet, men da er det markedsverdien av hver enkelt eiendel som brukes. I finanslitteraturen er det som regel børsnoterte selskaper som brukes, hvor markedets samlede verdi av egenkapitalen er det som benyttes, som vil si antall aksjer multiplisert med aksjeprisen. For andre poster på passiva siden av regnskapet prøver man også å finne markedsverdier, men i praksis er det i høy grad bokførte verdier som benyttes.

Grunnen til å nevne disse to forskjellige vinklingene på kapitalstruktur er at på grunn av forskjellene i de to metodene vil det gi store forskjeller i kapitalstrukturen som en finner ved regnskapslitteraturens angrepsvinkel, og som en finner ved finanslitteraturens angrepsvinkel. På grunn av dette handler mange selskaper på børsen med et forholdstall mellom kurs og indre verdi som betyr at man anslår egenkapitalen til å være for eksempel 2 ganger høyere enn regnskapet sier (Møller & Parum, u.å.).

2. 2 Oppbygging av optimal kapitalstruktur

Ved oppbygging av en optimal kapitalstruktur er det en del forhold som påvirker hvilke størrelse som er nødvendig på egenkapitalen:

- ”Nødvendige eiendeler for å drive virksomheten. Selskapet har ofte en del eiendeler som kan realiseres, og derved redusere selskapets finansieringsbehov.
- Eiendelenes belåningsevne. Det er stor forskjell på belåningsreserver i ulike typer eiendeler. Det er viktig å definere hvor store belåningsreserver man trenger, og skyte inn så mye egenkapital at belåningsreservene blir tilstrekkelige til å dekke bankenes sikkerhetsbehov ved behov for fremtidig økning av lån og driftskreditter.

- Automatiske kreditter som leverandørgjeld og offentlig gjeld. Det forutsettes at disse skal betales ved forfall.
- Krav til finansiell beredskap, dvs. evne til å reise kapital, både egenkapital og fremmedkapital. Fremmedkapital vil stille krav til belåningsreserver, betjeningsevne og soliditetsbuffer, mens egenkapitalen vil stille krav til verdistigning, utbytte og omsettelighet.
- Krav til likviditetsreserve for å finansiere fluktuasjonene i kapitalbehovet. Dette kan svinge betydelig gjennom året, og det er viktig at det er tatt høyde for disse svingningene når rammene for driftskreditter skal settes.
- Driftens gjeldsbetjeningsevne. Man må passe på at den kontantstrømmen driften genererer er så stor at gjelden kan betjenes på en forsvarlig måte, slik at man ikke må låne penger(direkte ved å trekke opp kassekreditten, eller indirekte ved at man ikke betaler leverandører og offentlig gjeld i tide) for å betale avdrag. Da har man kommet i et finansielt uføre”(Dahl, 2006).

For mange bedrifter kan økte krav til andelen egenkapital være vanskelig å oppfylle, da bankene stiller strengere sikkerhetskrav mens bedriftens eiendeler har en lav belåningsverdi. Ut i fra punktene nevnt ovenfor kan man se at virksomhetens art og sammensetningen av eiendelene har betydning for størrelsen på forsvarlig egenkapital. I enkelte selskaper kan det dermed være tilstrekkelig med 25% egenkapitalandel. Mens andre selskaper må ha en egenkapitalandel på 75-100% på grunn av eiendeler med lav belåningsevne, stor forretningsmessig risiko og høye krav til finansiell beredskap. Dermed kan punktene ovenfor være viktig å gå nøye gjennom for et selskap som skal bestemme den nødvendige egenkapitalinnsatsen(Dahl, 2006).

3. Teori

Merton Miller og Franco Modigliani var blant de første som begynte å forske på kapitalstruktur på slutten av 1950- tallet, og temaet har vært blant det mest studerte innen bedriftsfinans de siste tiårene. I 1958 kom de ut med en artikkel hvor de blant annet presenterte en teori som senere er blitt kjent som Miller og Modiglianis irrelevansteorem. Denne gikk i hovedsak ut på at i perfekte markeder spiller det ingen rolle hvordan et selskap kapitaliseres.

Det finnes ingen universell teori om kapitalstruktur og valget mellom egenkapital og gjeld, og det er heller ingen grunn til å forvente en. Men det finnes imidlertid flere nyttige teorier, som tradeoff teorien, pecking order hypotesen og free cash flow teorien(Myers, 2001).

Logikken bak Miller og Modiglianis teori er nå allment akseptert, likevel er det tydelig at finansiering kan ha en betydning, og de viktigste grunnene for det inkluderer skatter, asymmetrisk informasjon og agentkostnader. Teoriene om optimal kapitalstruktur er forskjellige i hvordan de vektlegger disse forskjellige faktorene. Tradeoff teorien legger vekt på skatter, pecking order teorien på asymmetrisk informasjon, og free cash flow teorien vektlegger agentkostander(Myers, 2001).

Det er altså utviklet flere ulike teorier som forsøker å finne et selskaps optimale kapitalstruktur. Nedenfor vil jeg ta for meg de som er mest omtalt i diskusjonen om det finnes en optimal kapitalstruktur.

3.1 Miller og Modiglianis irrelevansteorem

I 1958 viste Miller og Modigliani at et selskaps kapitalstruktur ikke har noen verdi i et perfekt kapitalmarked uten skatt. Summen av selskapets kontantstrøm er den samme uansett hvordan den splittes i en eierdel og kreditordel. Så lenge investor og selskap kan låne til samme betingelser vil det ikke være noen som er interessert i å betale ekstra for å investere i et selskap kun fordi det har en spesiell kapitalstruktur. Det vil si at når selskapet skal skape

verdier for eierne sine må dette gjøres gjennom investeringsprosjekter, og ikke gjennom finansieringsmåten (Bøhren & Michalsen, 1990).

Miller og Modiglianis teorem sier at i et effektivt marked med fravær av skatter, asymmetrisk informasjon og konkurskostnader er et selskaps verdi upåvirket av hvordan det er finansiert. Dette er uavhengig av om selskapets verdi består av egenkapital, gjeld eller en kombinasjon av disse, og hvordan utbyttepolitikken er (Qfinance).

Miller og Modiglianis teorem deles ofte inn i to preposisjoner:

Gjeld vil ikke ha noe effekt på den totale verdien av et selskap, i stede er det bare fordelingen av kontantstrømmen mellom egenkapital og gjeld som endres, uten å endre den totale kontantstrømmen i selskapet. Miller og Modigliani viste at dette resultatet holder under et sett med vilkår kjent som perfekte kapitalmarkeder (Berk & DeMarzo, 2011):

1. Investorer og bedrifter kan handle de samme verdipapirene til konkurransedyktige markedspriser lik nåverdien av sine fremtidige kontantstrømmer.
2. Det er ingen skatt, transaksjonskostnader eller utstedelseskostnader knyttet til verdipapirhandel.
3. Et selskaps finansieringsbeslutninger endrer ikke kontantstrømmen generert av dets investeringer, og avslører heller ikke ny informasjon om dem (Berk & DeMarzo, 2011).

Under disse vilkårene viste Miller og Modigliani følgende resultat om hvilken rolle kapitalstruktur har i og bestemme et selskaps verdi. Dette er kjent som Miller og Modiglianis preposisjon 1:

I et perfekt kapitalmarked, er den totale verdien av et selskap lik markedsverdien av den totale kontantstrømmen generert av dets eiendeler, og ikke påvirket av selskapets valg av kapitalstruktur (Berk og Demarzo, 2011).

Preposisjon 1 sier også at et selskaps kapitalkostnad er konstant, uansett gjeldsgrad. Kapitalkostnad er et standard verktøy i praktisk finans vi tar derfor med formelen her. Vi har r_D og r_E som er henholdsvis kostnaden for gjeld og egenkapital, altså den avkastningen investorer forventer av selskapets gjeld- og egenkapital (Myers, 2001).

$$\text{Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad} = r_A = r_D \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden r_A er i følge Miller og Modigliani en konstant. Gjeld har også først krav på firmaets eiendeler og inntjening, så kostnaden på gjeld er alltid lavere enn kostnaden på egenkapital. Hvis vi løser ligningen for egenkapitalkostnaden får vi:

$$r_A = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

Egenkapitalkostnaden, som er den avkastningen selskapets egenkapitalinvestorer forventer, øker med markedsverdien av gjeldsforholdet D/E . Økningen avhenger av avstanden mellom kapitalkostnaden r_A og gjeldskostnaden r_D . Denne ligningen er kjent som Miller og Modiglianis preposisjon 2. Og den viser at forsøk på å erstatte "billig" gjeld med "dyr" egenkapital vil mislykkes i å redusere den generelle kapitalkostnaden, fordi den resterende egenkapitalen er fortsatt dyrere, og akkurat nok til å holde den generelle kapitalkostnaden konstant (Myers, 2001).

Det er en rekke prinsipper som ligger til grunn for teoremet, og disse holder under både forutsetning om beskatning og ingen beskatning. De to viktigste prinsippene er for det første at uten skatt vil det ikke gi noen fordeler å øke belåningen i form av verdistigning. Det andre er at med skatter påløper slike fordeler av skatteskjold ved innføring eller økning av gjeld (Qfinance).

I praksis er det rimelig å si at ingen av forutsetningene er oppfylt i den virkelige verden, men hva teoremet lærer er at kapitalstruktur er viktig fordi en eller flere av forutsetningene vil bli krenket. Ved å bruke teoremets ligninger, kan man finne de faktorer som bestemmer optimal kapitalstruktur og dermed se hvordan disse faktorene kan påvirke optimal kapitalstruktur (Qfinance)

3.2 Tradeoff teorien

Tradeoff teorien rettferdiggjør en moderat gjeldsgrad. Den sier at et selskap vil låne opp til et punkt hvor den marginale verdien av et skatteskjold på ekstra gjeld er utlignet av nåverdien av mulige kostnader av finansielle problemer. Med finansielle problemer menes konkurskostnader og kostnader ved omorganisering. Tradeoff teorien sier at et selskap søker et gjeldsnivå som balanserer skattefordelene ved ekstra gjeld mot kostnadene ved eventuelle finansielle problemer. Tradeoff teorien er imidlertid i trøbbel når det kommer til skatt fordi den utelukker en konservativ gjeldsgrad i skattebetalende bedrifter. Hvis teorien holder vil verdimaksimerende selskaper aldri gi opp et skatteskjold når sannsynligheten for finansielle problemer er veldig lav(Myers, 2001).

Man kan ikke akseptere Miller og Modigliani og samtidig ignorere det faktum at mange selskaper tydeligvis mangler interesse for skattefordelene ved gjeld. Studier av selskapers faktiske gjeldsgrad har vist at de mest lønnsomme selskapene innen en gitt industri er de som låner minst(Myers, 2001).

Høy profitt betyr lav gjeldsgrad og vice versa. Men hvis selskaper kan klare å utnytte de verdifulle skatteskjoldene som tradeoff teorien spår, burde man observert nøyaktig det motsatte forholdet. Høy lønnsomhet betyr at selskapet har mer skattepliktig inntekt og skjjerme, og at de dermed kan tjene på mer gjeld uten å risikere finansielle problemer(Myers, 2001).

Ifølge tradeoff teorien vil kostnaden for gjeld alltid være lavere enn kostnadene ved egenkapital, og grunnen til dette er at gjeldsrenter er fradragsberettiget. For selskapet vil kostnader forbundet med egenkapitalen være utbyttet som de deler ut til sine aksjonærer, og siden det er selskapet selv som styrer over utbyttet betyr det at de kan forsinke eller redusere dette. Gjeldsinnehavere har førsteretten på selskapets midler, og det betyr at selskapet først må imøtekomme sine forpliktelse før et eventuelt utbytte kan bli aktuelt. Gjeld er billigere, men har også en risiko forbundet med seg, ved at mislighold kan føre til konkurs. Dermed bør selskapet finne en optimal kapitalstruktur som både minimerer kostnadene ved finansiering og samtidig minimerer risikoen for konkurs(Finansiere, 2012).

Dersom et selskap kjenner kostnadene for gjeld og egenkapital på alle mulige nivåer av gjeld til egenkapital vil de være i stand til å regne ut det punktet som gir den laveste vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. Og i følge tradeoff teorien vil dette gi den optimale kapitalstrukturen for selskapet. Dersom selskapet har et gjeld til egenkapital forhold som er lavere enn det optimale nivået betyr det at de betaler for mye for sine midler, og ved å ta opp mer gjeld kan de redusere kapitalkostnaden. Hvis de har et gjeld til egenkapital forhold som er høyere enn det optimale nivået betyr det også at de betaler for mye for midlene sine. Dette på grunn av at da vil långivere og aksjonærer oppfatte selskapet som for risikabelt, og ved å betale ned på gjelden eller utstede mer egenkapital kan de redusere kapitalkostnaden(Finansiere, 2012).

De som kritiserer denne teorien er uenige med at den optimale kapitalstrukturen kan bli funnet ved bruk av denne metoden. Dette på grunn av i det virkelige liv har vi en asymmetri av informasjon som gjør at aksjonærer vet mindre om selskapet, og at ledere kanskje ikke alltid opptrer i selskapets beste interesse. Denne asymmetriske informasjonen fører dermed til at långivere, aksjonærer og ledere ikke alltid oppfører seg i henhold til teorien(Finansiere, 2012).

3.3 Pecking order hypotesen

Pecking order hypotesen ble utviklet av Stewart C. Myers og Nicholas S. Majluf i 1984. De analyserte et selskap med eksisterende eiendeler og en vekstmulighet som krevde en ytterligere investering. Det er antatt perfekte finansielle markeder, bortsett fra at investorer ikke vet den virkelige verdien på hverken de eksisterende eiendelene eller den nye vekstmuligheten. Derfor kan ikke investorer presist vurdere verdipapirene som utstedes for å finansiere den nye investeringen(Myers, 2001).

Pecking order modellen for finansiering forutsetter at selskaper ikke har en målsetting om en spesifikk gjeldsgrad, men bare bruker ekstern finansiering når interne midler ikke er tilstrekkelige. Ekstern finansiering er mindre ønskelig på grunn av asymmetrisk informasjon. Så hvis et selskap bruker ekstern finansiering foretrekkes gjeld, konvertible verdipapirer, og til slutt egenkapital. Det er derfor antatt at et selskap søker å opprettholde en viss finansiell

slakk for å unngå behovet for ekstern finansiering. Så om et selskap verdsetter finansiell fleksibilitet, er det generelt konsistent med pecking order teorien (Graham & Harvey, 2001).

Så hva er de praktiske implikasjonene for et selskap? Teorien gir følgende to regler for den virkelige verden:

Regel 1: Bruk intern finansiering. I virkeligheten har selskapets gjeld muligheten for mislighold. På samme måte som ledere har en tendens til å utstede egenkapital når de tror den er overvurdert, har de også en tendens til å utstede gjeld når de tror den er overvurdert. For eksempel dersom publikum ser på selskapets utsikter som lovende, men lederne ser problemer i fremtiden vil disse lederne vise sin gjeld så vel som egenkapital som overvurdert. Det betyr at publikum ser på gjelden som nærmest risikofri mens lederne ser en sterk mulighet for mislighold. Investorer ser sannsynlig på prissetting av utstedt gjeld med samme skepsis som ved prissetting av utstedt egenkapital. Måten en kommer seg ut av dette på er å finansiere prosjekter med opptjent egenkapital. Du trenger ikke bekymre deg for investorers skepsis hvis du kan unngå å måtte gå til investorer i første omgang (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Regel 2: Utsted sikre verdipapirer først. Investorer frykter feilprising av både gjeld og egenkapital, men frykten er størst for egenkapital. Selskapets gjeld har relativ lav risiko i forhold til egenkapitalen, fordi så lenge økonomiske problemer unngås vil investorene få utbetalt en fast avkastning. Dermed forutsetter pecking order teorien at dersom ekstern finansiering er nødvendig, bør gjeld utstedes før egenkapital. Bare når selskapets gjeldsnivå er nådd bør de vurdere egenkapitalen. Men det er også mange typer gjeld, og for eksempel er konvertibel gjeld mer risikabel enn vanlig gjeld. Dermed impliserer pecking order teorien at et selskap bør utstede vanlig gjeld før konvertibel gjeld (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Pecking order teorien forklarer hvorfor mesteparten av ekstern finansiering kommer fra gjeld. Det forklarer også hvorfor mer lønnsomme bedrifter låner mindre, ikke fordi deres mål for gjeldsgraden kommer lavt i pecking order teorien, men fordi mer lønnsomme bedrifter har mer intern finansiering tilgjengelig. Mens mindre lønnsomme bedrifter krever ekstern finansiering, og bygger dermed opp gjeld (Myers, 2001).

En rekke implikasjoner fra pecking order teorien er i strid med tradeoff teorien.

1. Det er ingen mål på optimal gjeldsgrad. I følge tradeoff teorien balansere selskaper fordelene med gjeld som skatteskjold mot kostnadene av gjeld, som finansielle problemer. Den optimale mengden gjeld finner man der den marginale fordelene av gjeld er lik de marginale kostnaden ved gjeld. Pecking order teorien implisere ikke et bestemt mål for gjelden, men hvert selskap velger selv sitt mål for gjeldsgraden basert på finansielle mål. Selskaper finansierer først nye prosjekter med opptjent egenkapital. Dette vil redusere prosenten av gjeld i kapitalstrukturen, da lønnsomme og internt finansierte prosjekter vil øke både den bokførte verdien og markedsverdien av egenkapitalen. Ytterligere prosjekter vil finansieres ved gjeld, og øke andelen gjeld. Men på et punkt vil selskapets kapasitet for gjeld være maksimert, og dermed gi mulighet for å utstede egenkapital. Så mengden gjeld bestemmes av tilgjengelige prosjekter, og bedrifter vil ikke arbeide for et bestemt mål for forholdet gjeld til egenkapital(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

2. Lønnsomme bedrifter bruker mindre gjeld. Lønnsomme bedrifter genererer kontanter internt, og er derfor mindre avhengige av gjeld. Fordi bedrifter som trenger ekstern finansiering tyr til gjeld først ender lønnsomme bedrifter opp med å måtte stole mindre på gjeld. Tradeoff teorien har ikke denne implikasjonen, men mener at jo høyere kontantstrøm lønnsomme bedrifter skaper, desto høyere er kapasiteten for gjeld. Denne kapasiteten brukes så til å fange skatteskjold og andre fordeler med gjeld(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

3. Selskaper liker økonomisk slakk. Pecking order teorien er basert på vanskelighetene med å skaffe finansiering til en fornuftig pris. En skeptiker som investerer tror at aksjen er overvurdert dersom ledere prøver å utstede flere aksjer som igjen fører til at aksjeprisen synker. Fordi dette i mindre grad skjer med obligasjoner vil ledere stole på obligasjoner først. Men bedriften kan bare utstede så mye gjeld før potensielle kostnader av finansielle problemer kan bli aktuelle(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

3.4 Free cash flow teorien

Et selskap kan bare betale sine utgifter dersom de har kontantstrømmen til å dekke dem. Dette betyr at en kan forvente mer ”sløsing” i selskaper med kapasitet til å generere store kontantstrømmer i motsetning til selskaper som generere mindre kontantstrømmer. Denne

enkle ideen er det som er kjent som free cash flow hypotesen. En del faglig arbeid støtter hypotesen, og en artikkel fant blant annet at selskaper med høy fri kontantstrøm vil mer sannsynlig gjøre dårlig oppkjøp enn selskaper med en lav fri kontantstrøm (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Denne hypotesen har noen viktige implikasjoner for kapitalstruktur. Siden utbytte forlater selskapet vil det redusere den frie kontantstrømmen. Så i henhold til hypotesen burde en økning i utbytte komme til nytte for aksjonærene ved at det reduserer lederens muligheter til å drive med "sløsende" aktiviteter. Siden renter og avdrag også forlater selskapet er også det med på å redusere den frie kontantstrømmen. Faktisk burde renter og avdrag ha en større effekt enn utbytte på lederens fri forbruk. Dette fordi dersom selskapet ikke er i stand til å gjøre fremtidige betalinger på gjeld vil de gå konkurs. Siden et selskap ikke har noen juridisk plikt til å betale ut utbytte, vil en fremtidig reduksjon i utbytte ikke skape noen større problemer for selskapet. Derfor argumenterer free cash flow hypotesen for at et skifte fra egenkapital til gjeld vil øke selskapets verdi (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

For å oppsummere så gir free cash flow hypotesen selskap enda en grunn til å utstede gjeld. Ved ny egenkapital utvannes ledere med eierinteresser, og øker dermed deres motiv for å kaste bort bedriftens ressurser. Siden selskapet må betale renter og avdrag på gjelden reduseres den frie kontantstrømmen, og hypotesen innebærer at gjelden dermed reduserer lederens muligheter til å sløse bort ressurser (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

3.5 Oppsummering

Den viktigste innsikten vi har om kapitalstruktur stammer helt tilbake til Miller og Modiglianis teorem. Ved perfekte kapitalmarkeder, vil en endring i selskapets sikkerhet endre risikoen til egenkapitalen, men det endrer ikke selskapets verdi eller beløpet de kan hente fra utside investorer. Således er optimal kapitalstruktur avhengig av ujevnheter i markedet, som skatt, kostnader ved finansielle problemer, agentkostnader og asymmetrisk informasjon. Av alle de forskjellige ujevnheten som driver kapitalstrukturen, er den mest entydige og kanskje den mest betydningsfulle skatt. Renteskatteskjoldet gjør det mulig for selskapet å betale tilbake investorer og unngå selskapskatt. For bedrifter med konsistent skattbar inntekt, er

denne fordelene med gjeld viktig å vurdere. Men om bedrifter skal bruke gjeld til å skjerme inntekten for skatt så må man vurdere hvor mye gjeld en skal bruke. Ved for høy gjeld øker risikoen for at bedriften ikke vil være i stand til å møte sine forpliktelser, og dermed også risikoen for mislighold. Selv om risikoen for mislighold i seg selv ikke er et problem, kan finansielle problemer ha andre konsekvenser som kan redusere verdien av selskapet. Dermed må man balansere skattefordelene ved gjeld opp mot kostnadene ved finansielle problemer(Berk & DeMarzo, 2011).

Et selskap må også vurdere potensielle signal som sendes ut og konsekvenser av ugunstig utvalg ved valg av kapitalstruktur. Da en konkurs vil være kostbar for ledelsen, kan en økning i gjeld gi et signal om at ledelsen er trygg på at de vil være i stand møte sine forpliktelser(Berk & DeMarzo, 2011).

Det er viktig å kjenne til at siden det å aktivt endre et selskaps kapitalstruktur medfører transaksjonskostnader, er det lite sannsynlig at et selskap vil gjøre dette, med mindre de avviker betydelig fra det optimale nivået. Som et resultat av dette vil de fleste endringene i et selskaps forhold mellom gjeld og egenkapital skje passivt, ved at markedsverdien av selskapets egenkapital svinger med endringer i firmaets aksjepris(Berk & DeMarzo, 2011).

Teoriene om kapitalstruktur er blant de mest elegante og sofistikerte innen finansfeltet. Men allikevel er en praktisk anvendelse av teorien ikke fullt så tilfredsstillende. Grunnen til det er at man ikke har klart å komme frem til en eksakt formel for å kunne finne det optimale nivået av gjeld i forhold til egenkapital. Men det finnes allikevel beviser og regelmessigheter fra det virkelige liv som kan være verdt å merke seg ved formulering av en policy for kapitalstrukturen(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010). Disse er blant annet:

De fleste selskaper har lave forhold mellom gjeld og aktiva. Da akademia generelt ser på en reduksjon i selskapsskatt som en hovedmotivasjon for bruk av gjeld, kan man undre om virkelige selskaper utsteder nok gjeld til å oppnå en stor reduksjon eller fullstendig eliminere selskapsskatten. Empiriske beviser kan tyde på at dette ikke tilfelle. Det er dermed klart at bedrifter ikke utsteder gjeld opp til det punktet hvor skatteskjold er fullstendig brukt opp. Det er helt klart grenser for hvor mye gjeld en bedrift kan utstede, kanskje på grunn av kostnadene forbundet med finansielle problemer(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Det er forskjeller i kapitalstrukturen innenfor forskjellige bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom bransjer på gjeldsgraden som vedvarer over tid. Gjeldsgraden har en tendens til å være lav i bransjer med høy vekst og rikelig med fremtidige investeringsmuligheter. Dette gjelder selv om behovet for utside finansiering er stort. Bransjer med store investeringer i varige driftsmidler som byggebransjen, har en tendens til å ha en høy gjeldsgrad (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

De fleste selskaper benytter seg av mål for gjeldsgraden, og større selskaper er mer sannsynlig å bruke disse målene enn mindre selskaper. Det finnes ingen matematisk formel for å finne den optimale gjeldsgraden, men det er 3 viktige faktorer som kan påvirke dette forholdet:

Skatt: Svært lønnsomme bedrifter har mer sannsynlig høyere mål for gjeldsgrad enn mindre lønnsomme bedrifter.

Type eiendeler: Finansielle problemer er kostbare selv uten en formell konkurs. Og disse kostnadene kommer an på hvilke typer eiendeler bedriften har. For eksempel vil store investeringer i tomter, bygninger og andre varige driftsmidler gjøre kostnadene ved finansielle problemer mindre, enn en bedrift med store investeringer i forskning og utvikling. Forskning og utvikling vil typisk ha en lavere verdi for videresalg, enn tomter og bygninger. Så bedrifter med store investeringer i varige driftsmidler vil mest sannsynlig ha høyere mål på gjeldsgraden, enn bedrifter med investeringer i forskning og utvikling.

Usikkerhet forbundet med driftsinntekter: Bedrifter med usikre driftsinntekter har høyere sannsynlighet for å oppleve finansielle problemer, selv uten gjeld. Dermed må disse finansiere med mye egenkapital. Og konsekvent benytter slike bedrifter seg av lite gjeld, mens selskaper hvor driftsinntektene har en lav volatilitet benytter seg av en del gjeld.

Da ingen formel støtter dem, kan de foregående punktene virke altfor vage til å bistå med økonomiske beslutningsprosesser. I virkeligheten baserer mange bedrifter sine beslutninger om kapitalstruktur på bransjegjennomsnitt. Dette kan for noen virke som en feig tilnærming, men det fører i det minste til at de ikke avviker langt fra akseptert praksis. Tross alt er de eksisterende bedriftene i en bransje de som har overlevd, og dermed bør man i alle fall gi deres beslutninger noe oppmerksomhet (Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

4. Finansiering

Finansiering av et selskap deles i to hovedgrupper, som er egenkapital og gjeld. Det er forutsatt at en post enten skal klassifiseres som egenkapital eller gjeld, og en post som ikke oppfyller definisjonen av en forpliktelse vil bli klassifisert som egenkapital. Det finnes flere ulike kjennetegn på egenkapital og gjeld, og forskjeller mellom dem på ulike punkter. Gjeld har normalt fast løpetid og regler for tilbakebetaling, mens egenkapitalen har en levetid som normalt vil være ubegrenset eller ubestemt. Ved avvikling av et selskap skal gjelden innfris før eierne (egenkapitalen) får dekket sine krav. ”Gjeld har et juridisk krav til oppgjør i form av avdrag og renter” (Kristoffersen, 2008, s. 317). Det betyr at et selskap må betale avdrag og renter på gjeld uansett om de går med overskudd eller underskudd. Mens avkastning på en aksjeinvestering kommer i form av verdistigning eller utbytte. Og utdeling av eventuelt utbytte forutsetter overskudd i årets regnskap eller fri egenkapital tilgjengelig fra tidligere (Kristoffersen, 2008).

”En post vil normalt være gjeld eller egenkapital. I den senere tid har det vært en betydelig økning i hybride finansieringsformer som er en blanding av egenkapital og gjeld. Eksempler på dette er konvertibelt gjeldsbrev, konvertible obligasjoner, utbyttegivende gjeldsbrev og ansvarlig lånekapital. Regnskapspraksis har fram til i dag vært å klassifisere disse postene som gjeld inntil de eventuelt blir konvertert til egenkapital” (Kristoffersen, 2008, s. 317).

Når et selskap henter finansiering fra eksterne investorer må de velge hvilken type sikkerhet de skal utstede. Det mest vanlige er å finansiere enten med egenkapital alene eller med en kombinasjon av egenkapital og gjeld (Berk og DeMarzo, 2011).

4.1 Egenkapital (egenfinansiering)

Betegnelsen egenkapital har ingen legaldefinisjon, men både aksjeloven, allmennaksjeloven og regnskapsloven bygger på et syn om at selskapets egenkapital er et uttrykk for verdien av selskapets eiendeler fratrukket selskapets gjeld. Eiendelene er selskapets formuesgoder. Siden egenkapitalen er lik den regnskapsmessige nettoformuen, kan den bli lavere enn aksjekapitalen, og også ”negativ” (Woxholth, 2013).

Selskapsrettslig vil selskapets egenkapital utgjøre dets nettoformue. Det betyr at egenkapitalen viser hvor mye penger som ville blitt utbetalt til selskapsdeltagerne ved en eventuell oppløsning. Hvis egenkapitalen er positiv vil det bli utbetalt et likvidasjonsutbytte, og hvis egenkapitalen er negativ vil det etter likvidasjonen fortsatt være en restgjeld(Woxholth, 2013).

Egenkapitalen deles ofte inn i undergrupper. I lov om årsregnskap m.v. av 17. juli 1998 nr. 56(regnskapsloven - rskl) deles den i to etter om den er a) *innskutt* av eierne eller b) *opptjent* av selskapet. Aksjeinnskudd eller selskapskapital som deltakere gjør i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, eller innskudd deltakere eventuelt gjør i ansvarlige selskap er en del av *innskutt* egenkapital jfr rskl § 6-2 CII. Det samme gjelder også om deltakerne senere gjør innskudd i selskapet. For eksempel vil kapitalforhøyelse regnes som tilførsel av innskutt egenkapital i aksje- og allmennaksjeselskap. Den innskutte egenkapitalen består også av selskapets overkursfond, og eventuell annen innskutt egenkapital jfr rskl § 6-2 C I, 2 og 3.

Den *opptjente* egenkapitalen består av fond og annen egenkapital jfr rskl § 6-2 C II 1 og 2, og skal vise hva selskapet selv har opptjent av egenkapital. Posten ”annen egenkapital” sier noe om hvordan egenkapitalen står i forhold til og påvirkes av selskapets drift. Dette fordi ved avslutning av selskapets årsresultat vil resultatet tilføres denne posten, og har selskapet overskudd øker posten og har de hatt et underskudd reduseres posten(Woxholth, 2013).

Egenkapitalen er ikke bare en regnskapsmessig størrelse. I aksje- og allmennaksjeloven har egenkapitalen betydning som rettsfaktum, som har betydning i flere relasjoner. Det er egenkapitalen som danner grunnlaget for hva selskapet kan dele ut til aksjeeierne i form av utbytte. Den gir også ledelsen i et selskap en pekepinn på hvilken handlefrihet de har i den alminnelige forvaltning og drift av selskapet(Woxholth, 2013). Her er det av betydning at asl/asal § 3-4 stiller krav om at selskapets egenkapital til enhver tid skal være forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.

4.1.1 Forsvarlig egenkapital

I følge asl § 3-4 skal selskapet til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet. Dette kravet skal være med å bidra til å ivareta selskapskreditorenes interesser.

Kravet om at selskapet skal ha en forsvarlig egenkapital fungerer som en skranke for adgangen til å foreta utdelinger fra selskapets midler. Det betyr at det vil ha en betydning for om selskapet har mulighet til å dele ut utbytte, og eventuelt hvor mye som kan deles ut, om det kan foretas en kapitalnedsettelse, og i hvilken grad selskapet kan erverve egne aksjer. Det finnes regler om aksjeselskapers og allmennaksjeselskapers bundne egenkapital, og kravet om forsvarlig egenkapital kommer inn som et tillegg til disse begrensningene (Bråthen, 2001).

I lovteksten finner man ikke en nærmere forklaring i hva som ligger i at egenkapitalen i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper skal være "forsvarlig". Men for at selskapet skal kunne oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller bør de ha en egenkapital som er tilpasset den virksomheten selskapet driver, og risikoen forbundet med denne. Her er både tidsaspektet og hvor sikre selskapets forpliktelser er av betydning. Det er for eksempel viktigere å kunne oppfylle neste lønnsutbetaling som ligger nært i tid og er sikker, enn andre forpliktelser som ligger lenger frem i tid og som er usikre (Bråthen, 2001).

I hvilken grad et selskap er eksponert for risiko er selvfølgelig av betydning ved vurdering av risikoen til et selskaps virksomhet. Dersom selskapet driver innen en bransje med høy risiko må de ha en større egenkapital enn selskaper som driver i en bransje som er lite påvirket av konjunkturer. For eksempel må selskaper som har høysesonger også ha nok egenkapital til å komme gjennom lavsesongen (Bråthen, 2001).

Behovet for egenkapital påvirkes av omfanget av et selskaps virksomhet, hvor større selskap ofte har et større behov for egenkapital enn et mindre selskap (Bråthen, 2001).

Dersom egenkapitalen ikke oppfyller kravet i asl/asal § 3-4, pålegger asl/asal § 3-5 første ledd fjerde punktum selskapets styre en handleplikt til å rette på forholdet ved å sette i gang tiltak for å rette på dette. Dersom styre ikke finner grunnlag for å foreslå slike tiltak, eller slike tiltak ikke lar seg gjennomføre, foreslås selskapet oppløst.

4.1.2 Kapitalkrav

I selskap som har begrenset ansvar og bundet kapital som typisk er aksjeselskap og allmennaksjeselskap har vi krav om innskudd av en minstekapital. Jfr asl § 3-1 første ledd er kravet for minste aksjekapital i et aksjeselskap NOK 30 000. Og for allmennaksjeselskap er kravet NOK 1 mill. jfr asal § 3-1 første ledd. Kravet om minstekapital for aksjeselskaper ble endret i 2011, da kravet ble redusert fra NOK 100 000 til NOK 30 000.

Kapitalkravet i asl/asal § 3-1 første ledd stiller egentlig ikke noe krav om at selskapet skal tilpasse størrelsen på egenkapitalen etter den aktiviteten som selskapet driver. Men dersom aksjeeierne ikke skyter inn kapital nok i forhold til selskapets virksomhet, slik at selskapet reelt sett blir drevet for kreditorenes regning vil aksjeeierne og styret i tilfelle en konkurs etter forholdene kunne bli holdt ansvarlig etter asl/asal § 17-1(Woxholth, 2013).

Ovenfor beskrev jeg asl/asal § 3-4 som bestemmer at selskapet til enhver tid skal ha en egenkapital som er forsvarlig ut i fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet. Dette innebærer at styret må foreta en løpende og samlet vurdering av selskapets kapitalgrunnlag og økonomiske stilling. Dermed er det ikke bare størrelsen på egenkapitalen man må vurdere, men også forholdet mellom egenkapital og gjeld, gjeldens sammensetning og vilkårene knyttet til selskapets forpliktelser. ”Siden bestemmelsen er skjønnsmessig utformet, er dens viktigste funksjon som rettslig standard å gi selskapets ledelse en påminnelse og en oppfordring til å foreta løpende vurderinger av selskapets økonomiske stilling og iverksette nødvendige tiltak”(Woxholth, 2013).

Dersom man ikke hadde hatt krav om minstekapital, ville forutsetningene i aksjelovgivningen om at aksjekapitalen skal være bundet i selskapet ikke hatt noen reell betydning. Å binde en øre i selskapet, ville ikke kunne begunstige noen kreditor. Det samme gjelder for reglene om innbetaling av selskapskapitalen. Dersom det ikke fantes regler til å sikre at selskapskapitalen virkelig ble tilført selskapet, ville ikke begrensede heftelsen hatt noen betydning som ”kreditorvern”(Woxholth, 2013).

4.1.3 Fordeler ved egenkapitalfinansiering

- Hensynet til selskapets kreditorer, da egenkapital gir selskapet økt kredittverdighet. Også hensynet til selskapets forretningspartnere, i den forstand at dersom selskapet sikrer seg store kontrakter vil det som regel forutsette god soliditet(Johannessen & Østensen, 2013).
- En annen fordel med egenkapital kan være at størrelsen på aksjekapitalen kan være med på å si noe om selskapets seriøsitet, men dette gjelder ikke alltid(Johannessen & Østensen, 2013).
- Skattemessige fordeler vil være mulighetene for fradragsrett ved tap for personlige aksjonærer(Johannessen & Østensen, 2013).
- Penger som ville blitt brukt på tilbakebetaling av gjeld går i stede inn i kontantstrømmen.
- Større handlefrihet
- Reduserer avhengighet av kreditorer
- Mer gunstig for likviditeten

4.1.4 Ulemper ved egenkapitalfinansiering

- Muligheten for å miste kontroll med selskapet, da kapitalinnskyttere vil kreve styringsrett og kontroll.
- Kapitalinnskyttere vil kreve en risikopremie for å kompensere for risikoen de tar ved å skyte inn kapital.

4.2 Fremmedfinansiering(lån)

Fremmedfinansiering betyr lån eller kreditter som selskapet kan være nødt til å benytte seg av dersom egenfinansieringen ikke er tilstrekkelig til å finansiere selskapets virksomhet.

Aksjeloven har ingen detaljert regulering for fremmedfinansiering så dette blir en sak for styret og daglig leder i selskapet, aksjeeierne og generalforsamlingen har ingen innvirkning på dette(Woxholth, 2013).

4.2.1 Fordeler ved fremmedfinansiering

- Man kan betale renter på lån uten å være avhengig av selskapets årsresultat og frie egenkapital. Selv om selskapets likviditet kan gi selskapet problemer med å betjene sine lån. (Johannessen & Østensen, 2013).
- Ved bruk av lånekapital har man større fleksibilitet ved at man ikke trenger behandling i generalforsamling for å kunne innfri lån. Ved tilbakebetaling av innskutt aksjekapital kreves det behandling i generalforsamling med vedtektsendring og kreditorvarsel, det samme med tilbakebetaling av innbetalt overkurs(Johannessen & Østensen, 2013).
- Ved bruk av lånekapitalfinansiering gir man ikke opp eierandeler i selskapet.
- Tilbakebetaling av lån er en fast utgift
- Renter som betales på lån er fradragsberettiget.

4.2.2 Ulemper ved fremmedfinansiering

- Høy rente
- Ikke all kontantstrøm tilgjengelig
- For mye gjeld kan påvirke kredittverdigheten

4.3 Hybridkapital

Hybridkapital er kapital som har trekk av både egenkapital og gjeld. Eksempler på dette er preferansekapital, konvertible gjeldsbrev, konvertible obligasjoner og ansvarlig lånekapital.

I aksje- og allmennaksjeloven kapittel 11 finner vi regler om enkelte finansielle instrumenter som er i grenseland mellom egen- og fremmedfinansiering, og som kan gi selskapet kapitaltilførsel og bidra til finansiering av virksomheten. Det finnes fire hovedtyper av finansielle instrumenter(Woxholth, 2013):

1. Lån med rett til å kreve utstedt aksjer eller med konverteringsrett til aksjer, jfr asl/asal § 11-1.
2. Lån med særlige vilkår, jfr asl/asal § 11-14.
3. Tegningsrettsaksjer, jfr asl/asal § 11-10.
4. Frittstående tegningsretter, jfr asl/asal § 11-12. (Woxholth, 2013)

En annen finansieringsform som befinner seg i grenselandet mellom egen- og fremmedfinansiering er ansvarlig lånekapital. Ansvarlig lånekapital fungerer på den måten at långiveren har vedtatt å stå tilbake for selskapets andre kreditorer i tilfelle konkurs. Men ved en likvidasjon er det likevel slik at han vil få full dekning først, før de andre aksjeeierne får ta del i selskapets nettoformue(Woxholth, 2013).

Tidligere kunne ikke aksjeselskaper utstede tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter, og det vare bare allmennaksjeselskap som kunne bruke alle disse fire finansielle instrumentene. Begrunnelsen for dette var at det i praksis kun er allmennaksjeselskap som henter kapital fra allmenheten, og som dermed har behov for å kunne benytte seg av disse finansieringsformene. Men erfaringer fra praksis viste at noen aksjeselskaper hadde behov for å kunne utstede tegningsrettsaksjer og frittstående tegningsretter i forbindelse med finansiering i oppstartsfasen. Dermed ble det ved lovendring i 2006 åpnet for at også aksjeselskaper kunne benytte seg av disse finansielle instrumentene(Woxholth, 2013).

4.3.1 Lån med rett til å kreve utstedt aksjer eller med konverteringsrett til aksjer

Denne finansieringsformen fungerer på den måten at selskapet har en kontraktsrettslig plikt til å utstede aksjer når långiveren etter avtalen har rett til å kreve det. Og deretter skal selskapet foreta en forhøyelse av aksjekapitalen som er forutsatt ved oppfyllelsen av låneavtalen. Disse lånene deles i to hovedgrupper, som er ombyttingslån(konvertibelt lån) og lån som gir tegningsrett til nye aksjer mot innskudd(”warrants”). Ombyttingslån betyr at fordringen mot selskapet motregnes med aksjeinnskuddet, mens ”warrants” er lån hvor kreditor har rett til å få utstedt aksjer mot et ytterligere innskudd, men fordringen mot selskapet blir stående(Woxholth, 2013). Jfr asl § 11-1(2) kan retten til å kreve utstede aksjer ikke skilles fra fordringen. Et slikt tilsvarende forbud gjelder ikke for allmennaksjeselskap, og det betyr at her kan tegningsretten omsettes på grunn av at den har en selvstendig økonomisk verdi. I forhold til konvertible lån og ”warrants” så vil den som utsteder dem bli regnet som en kreditor overfor selskapet, og vil som regel ha rett til renter på sitt krav. En kreditor har en opsjon på å bli aksjeeier som en kan innløse om dette skulle vise seg økonomisk lønnsomt. Her er det generalforsamlingen som setter en konverteringspris, og dersom kursen overstiger denne vil en som regel benytte seg av opsjonen. Blant fordelene et selskap har ved bruk av disse typene lån med opsjonsrett er at renten som regel ligge under markedsrenten for ordinære lån. Det er også vanlig i praksis at selskaper kan bruke ”warrants” som insentiver for sine ledere(Woxholth, 2013).

4.3.2 Lån med særlige vilkår

Lån med særlige vilkår innebærer at selskapet opptar lån med en rente som avhenger av utbyttet som deles ut eller selskapets resultat. I hjemlene som regulerer disse typene av lån sies det ingenting om hvordan slike lån skal ha prioritet i forhold til andre lån, om det skal stå likt med andre fordringer eller om det fungerer som ansvarlig lånekapital som etter avtale skal stå tilbake for selskapets øvrige kreditorer. Derfor omfatter også hjemlene begge disse typer lån. Det eneste kriterium som er satt er at renten helt eller delvis avhenger av utbyttet eller selskapets resultat(Woxholth, 2013).

Opptak av et slikt lån hvor renten helt eller delvis avhenger av utbyttet eller selskapets resultat kan bare besluttes av generalforsamlingen, eller av styret etter fullmakt fra generalforsamlingen. Generalforsamlingens beslutning krever flertall som for vedtektsendring jfr asl § 11-14.

Fordeler for selskapet ved bruk av slike lån med særlige vilkår, er at dersom selskapet går godt finnes det et potensial til å få en bedre avkastning på midlene sine ved slike lån enn ordinære lån. Men dersom selskapet går dårlig kan et slikt lån innebære en risiko for långiver. Bruk av slike lån fører stort sett med seg fordeler for selskapet, ved at de sikrer seg mot å betale en høy rente i vanskelige tider. Og dersom virksomheten går bra vil det være en kalkulert og overkommelig pris at långiver som har stilt kapital, blir premiert(Woxholth, 2013).

4.3.3 Tegningsrettsaksjer

En tegningsrettsaksje består av en ordinær aksje og en tegningsrett som gir innehaveren rett til å kreve en eller flere aksjer mot innskudd. I beslutning om kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer etter § 10-1 kan generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring bestemme at de aksjer som tegnes i forbindelse med kapitalforhøyelsen skal gi aksjetegneren rett til senere å kreve utstedt en eller flere nye aksjer mot innskudd jfr asl § 11-10. Ved bruk av retten til å kreve utstedt aksjer etter en slik beslutning kan aksjekapitalen forhøyes uten ytterligere beslutning fra generalforsamlingen jfr asl § 11-10. Ved bruk av tegningsrettsaksjer forplikter selskapet seg til å utstede aksjer når aksjeeieren har rett til å kreve det, og til å gjennomføre den forhøyelse av aksjekapitalen som rettigheten forutsetter.

Fordelene ved bruk av tegningsrettsaksjer for selskapet er at de har muligheten til å sikre at finansieringen av selskapet gjennom tilførsel av ny aksjekapital kan skje over et lengre tidsrom. Men samtidig er denne formen for finansiering også usikker for selskapet, ved at rettighetshaveren ikke plikt til å benytte seg av tegningsretten(Woxholth, 2013).

Retten til å eie aksjer i selskapet vil bare ha en verdi for tegneren dersom det er forventet at selskapets aksjer vil få en verdistigning. På samme måte som med et konvertibelt lån vil

denne retten bare brukes dersom aksjenes kurs er høyere enn det vederlag som må betales for de nye aksjene(Woxholth, 2013).

4.3.4 Frittstående tegningsretter

En frittstående tegningsrett gir rettighetsinnehaveren rett til senere å kreve utstedt en eller flere nye aksjer i selskapet. Det er generalforsamlingen som med flertall som for vedtektsendring kan beslutte og utstede en slik tegningsrett, og ved bruk av en slik rett kan aksjekapitalen forhøyes uten en ytterligere beslutning fra generalforsamlingen jfr asl § 11-12(1). Retten er ikke knyttet til et lån eller en aksje, og ved å utstede en slik tegningsrett påtar selskapet seg en forpliktelse til å utstede aksjer når innehaveren av retten har rett til å kreve det, og til å gjennomføre den kapitalforhøyelse som rettigheten forutsetter(Woxholth, 2013).

Dersom det er forventet at selskapets aksjer vil øke i verdi, vil det for innehaveren av retten være en fordel å bli aksjeeier. Det er generalforsamlingen som fastsetter et vederlag for tegningsretten jfr asl § 11-10(3) nr.4. Og det er ut i fra dette vederlaget en må vurdere å bruke retten, hvor det vil lønne seg dersom vederlaget ligger under aksjens kurs(Woxholth, 2013).

Fordelen ved frittstående tegningsretter for rettighetsinnehaveren er at man kan oppnå innflytelse eller økt innflytelse i selskapet. På grunn at dette blir det også brukt som insentiver for ledende ansatte, og ikke bare som en finansieringsmetode(Woxholth, 2013).

4.3.5 Ansvarlig lånekapital

Ansvarlig lånekapital innebærer at en långiver tar på seg og stå tilbake for alle selskapets øvrige kreditorer i tilfelle konkurs. Men samtidig er det også avtalt at ved en eventuell likvidasjon av selskapet skal långiveren ha full dekning før aksjeeierne får del i selskapets nettoformue. Dette gjør at långiverens posisjon blir mer utsatt enn andre långivere, som igjen fører til at han oppnår bedre rentebetingelser enn andre långivere(Woxholth, 2013).

Ansvarlig lånekapital er ikke regulert i aksjeloven.

4.3.6 Klassifisering av hybridkapital

Opp gjennom årene har det vært flere saker som har omhandlet hybridkapital og om den skal klassifiseres som egenkapital eller gjeld. Rt 2001 s. 851 gjaldt preferansekapital ytet til Den norske Bank og Kredittkassen fra Forretningsbankenes Sikringsfond og Statens Banksikringsfond. I denne saken kom en enstemmig Høyesterett fram til at preferansekapital ikke var fremmedkapital. Nedskrivning av preferansekapital var dermed ikke gjeldsettergivelse som avskar underskuddsfremføring etter sktl § 14-6 annet ledd, eller skattepliktig fordel vunnet ved virksomhet, jf sktl § 5-30. Denne dommen er sentral i flere sammenhenger, da den blant annet tar stilling til skillet mellom egenkapital og fremmedkapital i aksjeselskaper (Gjems-Onstad, 2012).

Staten har vist til at egenkapital i et aksjeselskap først og fremst skjer ved innbetaling på aksjer. Egenkapital kan også komme fra vederlagsfri formuesoverføring som konsernbidrag, aksjonærbidrag og offentlig støtte i tillegg til overskudd fra virksomheten. Dermed vil ikke kapitaltilførsel av andre former utgjøre egenkapital for selskapet. Statens anførsel i denne saken var at preferansekapitalen ble sett på som betinget offentlig støtte som etablerte et gjeldsforhold mellom bankene og fondene. Når et kapitalinstrument har egenskaper som har trekk både fra gjeld og egenkapital, må det skje en klassifisering på grunnlag av en vurdering av de vesentlige trekkene for å finne ut om likheten er størst med gjeld eller egenkapital. Det høyesterett la stor vekt på i denne dommen var at preferansekapital hadde tapsabsorberende evne, som vil si at den av mottager kunne brukes til å dekke tap (Gjems-Onstad, 2012).

Jeg kommer ikke til å gå nøyere inn i denne saken, men ville gi et eksempel på hvordan hybridkapital klassifiseres. Og det som gjelder er altså å gjøre en samlet vurdering av trekk ved kapitalinstrumentet for å finne ut om likheten er størst ved egenkapital eller gjeld.

5. Hva kan ha betydning for valg?

I de forskjellige teoriene om kapitalstruktur og forskning på emnet blir det nevnt mange forskjellige potensielle forklaringsvariabler på kapitalstrukturen, men det er fortsatt ikke kjent i hvilken kontekst de ulike faktorene har mest betydning. Blant disse forklaringsvariablene er skatt, risiko for konkurs, avkastning på egenkapital, likviditet, kontantstrøm, gjeldens innflytelse på styringsstruktur og sensitiviteten til avdrag på gjeld (Henriksen, Stjern & Frydenberg, 2009).

Så mange faktorer øver innflytelse på hvilken kapitalstruktur som er optimal, at man skal være forsiktig med faste synspunkter. Konkursomkostninger trekker i retning av høy egenkapitalandel; skatter trekker ofte i retning av lav egenkapitalandel.

Jeg vil nå ta for meg noen av de variablene som er nevnt som kan være av betydning for kapitalstrukturen, og prøve å se på hvordan tilpasse seg etter det en mener er viktigst for sitt selskap.

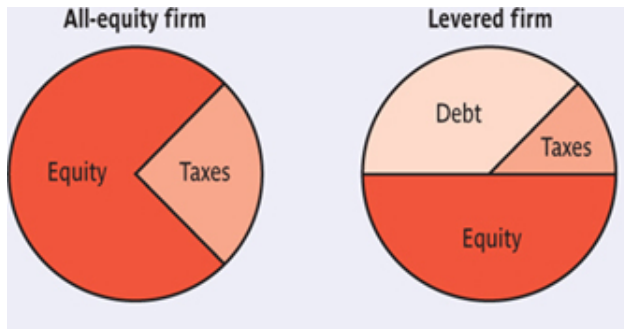
5.1 Skatt

Selskap må betale skatt på sine inntekter. Siden det betales skatt på overskuddet etter at renter er trukket fra, er rentekostnadene med på å redusere selskapsskatten som bedriften må betale. Og det er dette trekket ved skatt som skaper incentiver til å bruke gjeld. Generelt blir gevinsten investorer oppnår fra skattefradrag for renteutgifter referert til som et renteskatteskjold. Dette skatteskjoldet er det ekstra beløpet man ellers ville betalt i skatt uten gjeld. Man kan regne ut skatteskjoldet ved å multiplisere bedriftens skattesats med renteutgiftene (Berk & DeMarzo, 2011).

For å fullt ut utnytte skattefordelene ved gjeld betyr det ikke at man må ha 100% gjeld. For det første er selskapet nødt til å betale skatt for i det hele tatt å få en slik fordel. Det betyr at man må ha skattbar inntekt, og dermed vil dette kunne begrense mengden gjeld som behøves for å oppnå et skatteskjold. Noen bedrifter har ikke skattbar inntekt, og deres verdi ligger i at de er spådd å produsere store fremtidige overskudd. For slike selskap vil en skatteoptimal

kapitalstruktur ikke inneholde gjeld. De bør finansiere seg med egenkapital frem til de begynner å produsere skattbare kontantstrømmer, og da kan de legge til gjeld i kapitalstrukturen(Berk & DeMarzo, 2011).

Denne skattefordelen er viktigst for store, regulerte og utbyttebetalende selskaper, som mest sannsynlig har høye selskapsskattesatser og derfor større skatteinsentiver for å bruke gjeld.



I en verden uten skatt er et selskaps verdi ikke knyttet til gjeld. Men med selskapsskatt tilstede er det en positiv sammenheng mellom selskapets verdi og dets gjeld. Dette kan også vises med bildet ovenfor. På ”kaken” til venstre er selskapet fullt ut finansiert med egenkapital. Her har vi både aksjonærer og skattemyndigheter som har krav til selskapet, og verdien av firmaet er den delen av ”kaken” som eies av aksjonærene. Det som betales i skatt er rett og slett en kostnad. På ”kaken” til høyre finnes det tre krav mot selskapet, fra aksjonærer, kreditorer og skattemyndighetene. Her er verdien av selskapet summen av verdien av gjelden og verdien av egenkapitalen(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Ved et valg mellom de to forskjellige kapitalstrukturene illustrert ovenfor vil man velge den som har den høyeste verdien. Vi forutsetter at de to ”kakene” er like store, og da er verdien maksimert i kapitalstrukturen som betaler minst i skatt(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

5.1.2 Tynn kapitalisering

I selskapsretten finnes det ganske vide regler for eierne når de skal velge finansiering, og dette kan skape en del skatteproblemer. Det er dette som refereres til som tynn kapitalisering, og viser til lave egenkapitalinnskudd i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Høy gjeld gir

gjeldsrenter som kan være med på å undergrave de nasjonale skattegrunnlagene. Ved å velge gjeld fremfor egenkapital oppnår selskapet fradragsrett for gjeldsrenter, mens utbytte ikke er fradragsberettiget. Utbytte er heller ikke skattepliktig dersom aksjonæren det utbetales til er et selskap. Dersom både aksjonær og selskap er skattepliktige til Norge blir renter beskattet som alminnelig inntekt og kommer til fradrag med samme proporsjonale skattesats. Men dette blir annerledes dersom aksjonærene er utenlandske(Gjems-Onstad, 2012).

Dette problemet med tynn kapitalisering kan gjerne oppstå ved utenlandske morselskap og norske datterselskap hvor morselskapet gir store lån til datterselskapet. Dermed betaler datterselskapet renter til morselskapet på lånet og kan fradragsføre rentekostnadene i Norge og dermed redusere sitt skattepliktige overskudd.

Hvis størrelsen på lånet blir for stor i forhold til andelen egenkapital kan skattemyndighetene nekte fradragsrett for deler av rentekostnadene. I utgangspunktet er det når fremmedfinansieringen overstiger det som en uavhengig långiver ville akseptert at fradrag kan bli nektet(Stoveland, 2010).

5.2 Risiko for konkurs

Gjeld kan altså gi et selskap visse skattefordeler. Men gjeld betyr også forpliktelser for selskapet i form av renter og avdrag som må betales. Dette kan føre til et ekstra press på selskapet da konsekvensene av å ikke oppfylle sine forpliktelser vil være finansielle problemer og i verste fall konkurs. Ved en konkurs overføres eierskapet for selskapets eiendeler fra aksjonærene til kreditorene. Forskjellen på gjeldsforpliktelser og aksjeinnskudd er at aksjeeiere både liker og forventer å få utbetalt utbytte, men de er ikke juridisk berettiget til utbytte på samme måte som kreditorene har et lovfestet krav på renter og avdrag. Dermed vil konkurskostnader eller kostnader ved finansielle problemer kunne utligne fordelene ved gjeld(Ross, Westerfield & Jaffe, 2010).

Så selv om gjeld har fordeler ved seg forbundet med skatt vil for mye gjeld øke risikoen for konkurs. Og en konkurs har en del kostnader knyttet til seg. Bortsett fra de direkte rettslige og administrative kostnadene ved konkurs, er det også flere indirekte kostnader ved finansielle problemer. Ved finansielle problemer trenger man ennå ikke ha begjært seg konkurs. Det kan

ofte være vanskelig å måle disse kostnadene nøyaktig, men de er som regel høyere enn de direkte kostnadene ved en konkurs. Blant disse indirekte kostnadene kan vi nevne noen (Berk & DeMarzo, 2011):

Tap av kunder. På grunn av finansielle problemer kan selskapet trekke seg fra forpliktelser de har til sine kunder, som kan føre til at kundene ikke er villige til å kjøpe produkter som er avhengig av støtte eller service fra selskapet i fremtiden (Berk & DeMarzo, 2011).

Tap av leverandører. Det er ikke bare kunder som kan trekke seg bort fra selskap med finansielle problemer. Leverandører kan også være litt nølende til å levere varer hvis de frykter å ikke få betalt for det (Berk & DeMarzo, 2011).

Tap av ansatte. Selskap med finansielle problemer kan ikke tilby sikre arbeidsplasser med langsiktige arbeidskontrakter. På grunn av dette er det vanskelig å ansette nye ansatte, og de som allerede er ansatt kan slutte eller få nye jobber (Berk & DeMarzo, 2011).

Tap på fordringer. Selskaper med finansielle problemer har en tendens til å få problemer med å få tilbake penger som skyldes dem. Når debitorer vet at selskapets ressurser allerede er spredd tynt, antar de at de kan ha en mulighet til å unngå sine forpliktelser til selskapet (Berk & DeMarzo, 2011).

Hurtige salg av eiendeler. I et forsøk på å unngå konkurs og kostnadene forbundet med det, vil selskap forsøke å raskt kvitte seg med eiendeler for å skaffe kontanter. Når de gjør dette vil de ofte bli nødt til å akseptere en lavere pris enn det som ville vært optimalt ved en sunn økonomi. Kostnaden ved å selge eiendeler under deres verdi er størst for bedrifter med eiendeler som mangler konkurransedyktige og likvide markeder (Berk & DeMarzo, 2011).

Lite effektiv likvidasjon. Konkursbeskyttelse kan brukes av ledelsen til å utsette avviklingen av et selskap som skal legges ned. Grunnen til at likvidasjonen kan bli lite effektiv er blant annet at selskapet kan bli tvunget til å likvidere eiendeler som hadde vært mer verdifulle dersom de hadde beholdt dem (Berk & DeMarzo, 2011).

Kostnader til kreditorer. Bortsett fra de direkte rettslige kostnadene en konkurs kan medføre for kreditorene, kan de også være andre indirekte kostnader. Dersom lånet til selskapet var en

betydelig ressurs for kreditoren kan konkursen føre til at også kreditor får større finansielle problemer(Berk & DeMarzo, 2011). Det var blant annet noe av dette som skjedde under finanskrisen, hvor en bank gikk konkurs og det fikk en dominoeffekt som også førte andre banker inn i store problemer.

Det er viktig å merke seg at de relative størrelsene på de ulike kostnader og nytte av gjeld varierer med karakteristika for firmaet. Likeledes, varierer den optimale andelen av gjeld(Berk & DeMarzo, 2011).

5.3 Kontantstrøm

Det er viktig at selskapet kan sannsynliggjøre at de i fremtiden vil ha en forsvarlig kontantstrøm. Dette er viktig både for selskapets investorer og långivere. Både aksjonærer og långivere kan fort bli misfornøyde hvis selskapet ikke klarer å opprettholde en forsvarlig kontantstrøm. Det er et par punkter som man krever at selskapets inntjening skal dekke:

- ”Avdrag på langsiktig gjeld
- Netto økning i driftskapitalbehov
- Selvfinansieringsbehovet av nødvendige løpende reinvesteringer
- Selvfinansieringsbehovet av de ekspansjonsinvesteringer som ikke dekkes av ny emisjon
- Løpende utbytte på investeringer. Utbyttebetaling bør baseres på en vurdering av selskapets investeringsmuligheter i forhold til aksjonærenes alternative kapitalanvendelsesmuligheter” (Dahl, 2006).

5.4 Likviditet

Finansiell struktur og likviditet henger nøye sammen da manglende likviditet blir sett på som den mest hyppige årsaken til konkurs. Derfor er det ved planlegging av selskapets finansiering viktig for ledelsen å ha en oversikt over hvilke overordnede hensyn som må ivaretas(Dahl, 2006).

”I forslaget til forenklinger av aksjeloven(Knudsen- innstillingen), ble det lagt opp til et nytt trinn i raketten som skal verne om selskapets kapitalgrunnlag, ved at det i utkastet § 3-4 nytt annet punktum er oppstilt et skjønnsmessig krav til selskapets likviditet. På tilsvarende måte som kravet i første punktum om forsvarlig egenkapital, er kravet til tilstrekkelig likviditet en rettslig standard som gir selskapets ledelse en påminnelse og en oppfordring til å foreta en løpende vurdering av likviditeten”(Woxholth, 2013, s. 128). Bestemmelsen ble sett på som et motstykke til forslaget om å redusere kravet om minste bundne aksjekapital, men dette forslaget ble ikke inntatt i Prop 148 L (2010-2011). Forslaget vil imidlertid bli vurdert i forbindelse med en fremtidig endring i aksjeloven(Woxholth, 2013).

5.5 Fleksibilitet

Økonomisk fleksibilitet er blant faktorene som kan være med å påvirke valget av kapitalstruktur. Ut i fra hvor stort spillerom bedriftene ønsker kan de velge hvor mye gjeld de vil bruke i finansieringen. Noen har et mål om å være fullstendig uavhengig av banken og dermed være mindre sårbare om det skulle skje en svikt i omsetning. Mens for andre kan det være et mål å maksimere avkastningen på egenkapitalen, og de ønsker da å ha så mye gjeld som mulig. Ved bruk av gjeld betyr det at selskapets fleksibilitet avhenger av kreditorene. Dermed blir det for selskapet en avveining mellom hvordan de kan oppnå økonomisk fleksibilitet samtidig som de maksimerer avkastningen på egenkapitalen(Henriksen, Stjern & Frydenberg, 2009). Grunnen til at økonomisk fleksibilitet verdsettes høyt er mulighetene til å ekspandere og gå inn i nye prosjekter.

6. Eksempler

6.1 SAS

Et eksempel på tilpassing av kapitalstrukturen kan vi finne hos SAS, som ønsker å bruke hybride finansieringsformer for å slippe unna bankene. De ønsker å benytte seg av såkalte preferanseaksjer, som i praksis øker finansieringen, men er dyrere enn den gamle. Per fjerde kvartal 2013 hadde SAS en rentebærende gjeld på 11 milliarder svenske kroner. Den nye finansieringen vil øke gjelden, men deler av den nye gjelden skal også brukes til å innfri gammel gjeld. Etter dette vil de ha en gjeld på 12-13 milliarder svenske kroner, men da preferanseaksjer ikke teller som gjeld, vil gjelden formelt være rundt 10 milliarder. De første 5 årene må SAS betale ti prosent utbytte på preferanseaksjene, og deretter stiger det til 15%. Dette utbytte blir å betrakte som rente for SAS. Grunnen til at SAS tar i bruk preferanseaksjer er for å styrke egenkapitalen som vil være en fordel for dem når de skal ut å finansiere nye fly. Selv om dette er en dyrere finansiering vil det øke egenkapitalen. En annen grunn til at SAS ønsker å bruke preferanseaksjer er at de ønsker å være uavhengige av banker, og dermed stå friere. Som et resultat av denne refinansiering håper også SAS at kredittverdigheten deres vil bedres, da gjelden nå er rangert som høyrisiko(Linderud & Trumpy, 2014).

6.2 Ikea

Et annet eksempel på tilpassing av kapitalstrukturen kan vi finne hos Ikea i Norge. Her er det skatten som er den avgjørende faktoren for hvordan selskapet finansieres. Ved hjelp av intern gjeld har Ikea i Norge redusert skattepliktig overskudd med én milliard de siste fem årene, noe som har spart dem for 280 millioner i skatt. Dette er et eksempel på tynn kapitalisering som er beskrevet ovenfor. Måten dette gjøres på er at den norske virksomheten er finansiert med et høy grad av gjeld, og denne gjelden kommer fra andre Ikea selskaper i utlandet. Dermed betaler Ikea renter til andre deler av Ikea- konsernet i utlandet, og disse utgiftene kan deretter trekkes fra den skattepliktige inntekten i Norge. Slike gjeldsrenter på interngjeld har de siste fem årene redusert Ikeas skattbare resultat i Norge med 43 prosent. Og dersom den norske virksomheten hadde vært finansiert med egenkapital i stede for gjeld hadde det økt skattekostnaden med 55 millioner kroner(Frede Foss, 2014).

Her kan man altså se to eksempler på hvordan selskap prøver å tilpasse kapitalstrukturen sin slik at de er best mulig finansiert ut i fra hva de mener er viktigst. I disse eksemplene er det to forskjellige vinklinger på kapitalstrukturen. For SAS er det kredittverdigheten og det å lette på finansieringen som er viktig, og de velger dermed å tilpasse seg det ved å ta i bruk hybride finansieringsformer. Mens for Ikea er det skatt som er viktig, og det å redusere det skattepliktige overskuddet mest mulig, og dermed betale minst mulig skatt. Her benytter de seg av intern gjeld fra utenlandske Ikea- selskap til å skaffe seg et skatteskjold.

7. Konklusjon

Min problemstilling var altså hvordan best kapitalisere et selskap. For å kunne svare på dette spørsmålet har jeg funnet frem til litteratur som jeg følte var nødvendig. For det første vil jeg si at det virker ganske klart at kapitalstruktur har en betydning, og ikke bare nødvendigvis for verdien av et selskap. Det er også funnet at kapitalstruktur kan ha en betydning for risikoen i finansielle markeder, da høy gjeldsgrad ofte blir pekt på som en viktig årsak til finanskriser.

Videre har jeg kommet frem til er at det ikke finnes en optimal kapitalstruktur, og at det mest sannsynlig heller ikke kommer til å bli funnet. På grunn av at kapitalstruktur er så komplekst og avhengig av så mange forhold har det gjort det vanskelig å utarbeide en helhetlig modell for optimal kapitalstruktur. Dette kan vi blant annet se fra de forskjellige teoriene hvor alle ønsker å finne en eksakt formel for en optimal kapitalstruktur. Men ut i fra den teorien jeg har funnet vil nok ikke dette bli så enkelt da det er alt for mange faktorer som spiller inn, og hvert selskap har ulike prioriteringer. Nå har jeg ikke gått spesielt inn på et selskap eller en bransje, men det virker klart at forskjellige bransjer og forskjellige selskap har ulike behov. På grunn av dette vil det nok aldri kunne komme en eksakt formel for å finne den optimale kapitalstrukturen. Men selv om min konklusjon er at det ikke finnes en optimal kapitalstruktur, så betyr ikke det at hvert enkelt selskap ikke kan tilpasse seg best mulig. Ut i fra eksemplene ovenfor kan vi se at det er selskaper som legger ressurser i å tilpasse kapitalstrukturen sin best mulig ut i fra de prioriteringer de mener er viktigst.

Et av målene med oppgaven var å prøve å knytte sammen rettsvitenskap med finans på dette temaet, da de i utgangspunktet er to sider av samme sak. Fra finans kommer det teorier og formler som sier hvordan man bør finansiere selskapet, mens fra rettsvitenskapen kommer det lover og regler som er med på å legge begrensninger på hvordan man faktisk lovlig kan finansiere et selskap. Dermed kan man faktisk ikke gjøre fullstendig som man vil. Hjemlet i lov finner vi blant annet krav til innskutt kapital og forsvarlig egenkapital. Uten disse kravene ville blant annet ikke forutsetningene i aksjeloven om innbetaling og binding av selskapskapital i selskapet ha noen betydning. Så ved valg om hvordan finansiere selskapet blir man først nødt til å forholde seg til kravene loven setter for å drive, og oppfylle minstekravene først. Deretter kan man begynne å se på hvordan man best kan tilpasse seg. Er det for eksempel å minimere skatten som er viktigst må man tenke på å utstede gjeld for å

kunne opparbeide seg skatteskjold. Generelt er noe gjeld foretrukket så lenge selskapet generere skattbare inntekter.

Til slutt er det slik at selv om det ut fra teorien virker som det bare er til å utstede gjeld eller egenkapital til man har det ønskede nivået er det ikke nødvendigvis så enkelt. Da det vil oppstå transaksjonskostnader ved å endre kapitalstrukturen, kan det være at selskap ikke ønsker å prøve å endre seg så lenge de ikke ligger alt for langt fra det optimale.

Oppsummert blir altså konklusjonen min at en generell formel for optimal kapitalstruktur finnes ikke. Men et hvert selskap kan klare å tilpasse seg slik at de driver bortimot optimalt. Dette kan gjøres ved å først undersøke faktorene som har størst betydning, og deretter undersøke hvilke finansieringsmuligheter og virkemidler man kan benytte for å komme seg dit. På grunn av mulighetene ved kapitalstruktur til å skape verdier for aksjonærene vil man nok forske videre på dette emnet med håp om å kunne nærme seg en modell for optimal kapitalstruktur.

Litteraturliste

Berk, J. & DeMarzo, P.(2011). *Corporate Finance*. Pearson Education Limited.

Bråthen, T. (2001). "*Forsvarlig egenkapital*". Magma- Econas Tidsskrift for Økonomi og Ledelse. Hentet 13. Mars 2014 fra:

<http://www.magma.no/forsvarlig-egenkapital>

Bøhren, Ø & Michalsen, D(1990). *Skattebaserte finansieringsinsentiver i norske aksjeselskaper fra 1970 til 1990*. Norsk Økonomisk Tidsskrift(NØT), 104(1990), 303-336. Hentet 25. Februar 2014 fra:

http://finance.bi.no/~bohren/nat-ref/9-Skattebaserte_finansieringsinsentiver.pdf

Dahl, G.A.(2006). *Hvordan bør bedrifter finansieres?* Lederkilden. Hentet 26. April 2014 fra:

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

Finansiere(2012, 29. Februar). *Hva er optimal kapitalstruktur?* (Blogginlegg). Hentet 13. Mars 2014 fra:

<http://finansiere.bloggrm.com/2012/02/29/hva-er-optimal-kapitalstruktur/>

Frede Foss, H.(2014, 21. februar). *Ikea flatpakker skatten*. Dagens Næringsliv, s. 6.

Gjems-Onstad, O.(2012). *Norsk bedriftsskatterett*. Gyldendal Norsk Forlag.

Graham, J.R., & Harvey, C.R (2001). *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*. Journal of Financial Economics 61 (2001) 000-000. Hentet 26. Mars 2014 fra:

https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Working_Papers/W45_The_theory_and.pdf

Henriksen, H.A, Stjern, S.T., Frydenberg, S.(2009). *Hvilke faktorer vektlegges ved valg av kapitalstruktur?* Magma- Econas Tidsskrift for Økonomi og Ledelse. Hentet 6. Mars 2014 fra:

<http://www.magma.no/hvilke-faktorer-vektlegges-ved-valg-av-kapitalstruktur>

Johannesen, H. & Østensen, R.(2013). *Hvordan skal aksjeselskapet finansieres?* Hjort Journal Nr. 4, 2013. Hentet 25. April 2014 fra:

<http://www.hjort.no/hvordan-skal-aksjeselskapet-finansieres#.U3t-sF77LGx>

Kristoffersen, T.(2008). *Regnskapsteori: Med introduksjon til internasjonale regnskapsstandarder(IFRS)*. Fagbokforlaget.

Linderud, E. & Trumpy, J.(2014, 8. februar). *Må betale mer i renter*. Dagens næringsliv, s. 23.

Lov om aksjeselskaper(aksjeloven, asl) av 13. Juni 1997 nr 44. Hentet 12. Mai 2014 fra:

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-44?q=aksjeloven>

Lov om allmennaksjeselskaper(allmennaksjeloven, asal) av 13. Juni 1997 nr. 45. Hentet 12. Mai 2014 fra:

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1997-06-13-45?q=allmennaksjeloven>

Lov om skatt av formue og inntekt(skatteloven, sktl) av 26. Mars 1999 nr. 14. Hentet 13. Juni 2014 fra:

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14?q=skatteloven>

Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven, rskl.) av 17. juli. Nr 56. 1998. Hentet 13. Juni 2014 fra:

<http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=regnskapsloven>

Myers, S.C(2001). *Capital Structure*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2. (Spring, 2001), pp. 81-102. Hentet 10. Februar 2014 fra:

http://ecsocman.hse.ru/data/863/126/1231/myers_-_cs_2001.pdf?origin=publication_detail

Mæland, J. (2001, 10. August). *Valg av kapitalstruktur* (Blogginlegg). Hentet 20. Februar 2014 fra:

<http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?p=1200>

Møller, M. & Parum, C.(u.å.). *Virksomhedens valg af kapitalstruktur*. Hentet 3.Mars 2014 fra:

http://staff.cbs.dk/mm/artikler99_00/kapstruktur_nordisk_tidsskrift_selskabsret.pdf

Ross, S.A., Westerfield, R.W., Jaffe, J.(2010). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Irwin

Stoveland, P.H. (2010). *Kapitaloverføring til utenlandsk datterselskap*. Magma- Econas Tidsskrift for Økonomi og Ledelse. Hentet 23. Mai 2014 fra:

<http://www.magma.no/kapitaloverfoering-til-utenlandsk-datterselskap>

Qfinance(u.å). *Understanding Capital Structure Theory: Modigliani and Miller*. Hentet 2. April 2014 fra:

<http://www.qfinance.com/contentFiles/QF02/hnrfm9bx/13/5/understanding-capital-structure-theory-modigliani-and-miller.pdf>

Woxholth, G.(2013). *Selskapsrett*. Gyldendal Akademisk