

Kravet om forsvarlig likviditet

I 2013 ble § 3–4 i aksjeloven om forsvarlig egenkapital endret, eller rettere sagt utvidet, til også inkludere et krav om forsvarlig likviditet. Vårt bidrag i denne artikkelen er å se på likviditet og styring av denne i forhold til selskapets likviditetsstrømmer.



1. amanuensis/dr.oecon.
Odd-Birger Hansen
Handelshøgskolen ved
Universitetet i Tromsø



Advokat
Tine Kristiansen
Advokathuset Harstad

Norske aksje- og allmennaksjeselskaper har siden 1997 hatt en regel om krav til forsvarlig egenkapital, jf. aksjelovene § 3–4. I 2013 ble § 3–4 i aksjeloven om forsvarlig egenkapital endret, eller rettere sagt utvidet, til også inkludere et krav om forsvarlig likviditet. Den nye § 3–4 (som trådte i kraft 1. juli 2013) lyder:

«Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet.»

Vi har i en tidligere artikkel (Hansen og Kristiansen, 2012) diskutert hvordan forsvarlig egenkapital kan forstås ut fra et økonomisk og juridisk perspektiv.

Likviditet i forhold til kontantstrømmer

Meyer-Myklestad (2017) redegjør for bakgrunnen for endringen i §3–4. I artikkelen gjør han også noen analyser av likviditet basert på tall fra balansen. Vår diskusjon omkring likviditet er knyttet til en vurdering av fremtidige kontantstrømmer.

Dette handler artikkelen om

Utvidelsen av aksjelovens § 3–4 til å inkludere et krav om forsvarlig likviditet i tillegg til egenkapital, innebærer en skjerpelse av forsvarlighetskravet. Det er forståelig at denne innstramningen kommer, når det har blitt foretatt lettelser i kapitalkravet i andre bestemmelser.

Vi synes det er fornuftig å inkludere likviditetskravet. Likviditetsmangel forårsaker umiddelbare problemer for virksomheter. Det er derfor et absolutt kriterium for å sikre uforstyrret drift og for at bedriften skal klare å gjøre opp sine forpliktelser.

Enhver bedrift har behov for å ha en likviditetsreserve av en viss størrelse. I undervisningssammenheng snakker vi gjerne om at denne bør være minimum 10 % av omsetningen. Dette er imidlertid bare en tommelfingerregel. Noen bedrifter klarer seg kanskje med mindre, mens andre trenger mer.

Når det gjelder likviditetsstyringen, bør denne skje ved at en fokuserer på det som påvirker likviditeten. God likviditet kommer ikke av seg selv, men krever en aktiv styring over tid. En bedrifts aktiviteter kan deles inn i tre; drift, investering og finansiering. Det er herfra penger kan komme, og penger kan forsvinne. Å ha godt kjennskap til hvor likviditeten kommer fra, og hva den brukes til og hvilken risiko som er knyttet til de enkelte elementene, er et godt utgangspunkt for å sikre bedriftens betalingsevne.

Dette er en mer dynamisk tilnærming til likviditetsstyring i forhold til en mer tradisjonell balansemessig vurdering av likviditeten, slik som for eksempel Meyer-Myklestad (2017) foretar. Ved å fokusere på kontantstrømmene, og usikkerheten knyttet til disse, fokuserer en på årsakene til likviditetsendringer. Selv om det er nyttig å forstå den likviditetsmessige situasjonen på et bestemt tidspunkt, vil det være mer praktisk nyttig å forstå hvilke faktorer som påvirker endringene i den likviditetsmessige posisjonen over tid. Det gjøres best ved å

analysere de forventede kontantstrømmene.

Hva er forsvarlig likviditet?

Hva som er forsvarlig likviditet, må sees i forhold til omfanget av virksomheten og risikoen knyttet til det en holder på med. Vurderingen av forsvarlighet skal ifølge forarbeidene gjøres på grunnlag av en konkret og skjønnsmessig helhetsvurdering. En stor bedrift trenger naturligvis mer likviditet enn en liten bedrift, og en bedrift som har stor grad av stabilitet i

En skjerpelse av forsvarlighetskravet

Utvidelsen av § 3–4 kan sees på som en skjerpelse av forsvarlighetskravet. Utvidelsen må sees i sammenheng med flere andre endringer i aksjelovens kapitalregler (Meyer-Myklestad, 2017).

For det første ble kravet om minstepørrelsen på aksjekapitalen i 2012 redusert fra NOK 100 000 til 30 000. Videre ble bestemmelsen om at overkursfondet skal betraktes som bunden egenkapital, fjernet i 2013. Samtidig reduseres begrensningene i adgangen til å dele ut utbytte i § 8–1. Alle disse tre forholdene kan på et vis gjøre det lettere enn før for eiere å ta ut midler fra selskapet. Dette kan være et problem dersom uttaket går på bekostning av kreditorenes rettigheter.

Endringen i aksjelovens § 3–4 gjør også at paragrafen samsvarer mer med konkurslovens § 61. I denne paragrafen brukes begrepet insolvens, som er synonymt med det bedriftsøkonomiske begrepet for illikviditet. Et tilleggskrav for insolvens i konkurslovens § 61 er at selskapets eiendeler og inntekter ikke dekker selskapets forpliktelser. Dette begrepet kalles insuffisiens blant jurister og er nært beslektet med det bedriftsøkonomiske begrepet soliditet.

denne til tørk. Fisken henger til tørk før den tas ned og lagres. Salget skjer gjerne 4–6 måneder etter at fisken ble kjøpt inn. Det er med andre ord slik at tørrfiskprodusenten må legge ut pengene for fisken først – og relativt lenge etterpå kommer pengene fra kundene inn. En dagligvarebutikk må også kjøpe inn varene først, men her ligger de (forhåpentligvis) kort tid på lager før de selges. Kundene betaler i all hovedsak kontant. For varene med høyest omløphastighet rekker butikken å få inn pengene omtrent samtidig som de betaler for varene.

Risiko-begrepet

Begrepet risiko brukes synonymt med begrepet usikkerhet (Dubofsky og Miller, 2003). Innenfor beslutningsteori brukes begrepet gjerne om tallfestede sannsynligheter for visse utfall (Carter og Kourdi, 2003). Poenget er at fremtiden er ukjent og usikker. I all forretningsdrift er det en viss sannsynlighet for at ting ikke går helt som en hadde tenkt. Risiko handler om potensielle avvik fra et forventet resultat, men i denne artikkelen legger vi mest vekt på den negative siden av begrepet. Det vil si faren for at kontantstrømmen, og dermed likviditeten, blir dårligere enn forventet.

Det er vanlig (se for eksempel Penman 2013) å dele bedriftens aktiviteter inn i tre undergrupper: drift, investeringer og finansiering. I en kontantstrømsoppstilling beregner en kontantstrøm fra disse tre aktivitetene. Endringen i likviditet³⁰ i en periode vil være lik summen av disse tre kontantstrømmene. Dette er illustrert i tabellen under:

³⁰ Med enkle grep kan denne oppstillingen tilpasses slik at den fokuserer på endringen i likviditetsreserven i stedet for bare rene likvide eiendeler. Det ligger imidlertid utenfor formålet for denne artikkelen å vise disse detaljene.

driften, trenger mindre likviditet enn en bedrift som opplever store sesongvariasjoner.

Betale sine forpliktelser når de forfaller

Likviditet handler om bedriftens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Kinserdal 2005). I tradisjonell regnskapsanalyse har denne evnen vært målt ved hjelp av enkle nøkkeltall som likviditetsgrad 1 og 2. I tillegg har en gjerne beregnet virksomhetens likviditetsreserve. Likviditetsreserven inkluderer i tillegg til betalingsmidler, også likvide plasseringer og ubenyttede trekkrettigheter. I en situasjon hvor avkastningen på egne bankinnskudd er lav, har mange bedrifter valgt å la ubenyttede trekkrettigheter utgjøre en større andel av likviditetsreserven.

Nøkkeltall

I bedriftsøkonomien lærer vi oss noen tommelfingerregler med hensyn til kravene til likviditetsnøkkeltallene. Vi sier at likviditetsgrad 1 skal være større enn 2 og likviditetsgrad 2 skal være større enn 1 (Kinserdal 2005). Dette er imidlertid ikke annet enn tommelfingerregler, og kravene er ikke teoretisk forankret. Når det gjelder kravet for likviditetsreserven, er det vanlig å se denne i prosent av omsetningen. For investeringstunge bransjer, som for eksempel eiendomsbransjen, kan det muligens være mer relevant å se på denne i prosent av investert kapital (balansen).

Forskjellig behov

Behovet for likviditetsreserve vil være større for en tørrfiskprodusent enn for en dagligvarebutikk. Tørrfiskprodusenten kjøper inn fisk i løpet av en kort periode om vinteren og henger

20 % forverring i forhold til forventet					
	Forventet utfall	Reduksjon i kontantstrøm fra drift med 20 %	Økte investeringer med 20 %	Netto tilbakebetalingen til finansmarkedet øker med 20 %	I verste fall (svikt i alle tre samtidig)
Kontantstrømsoppstilling					
Kontantstrøm fra driften	250	200	250	250	200
+/- Kontantstrøm fra investeringer	-150	-150	-180	-150	-180
+/- Kontantstrøm fra finansiering	-50	-50	-50	-60	-60
= Endring i likviditet i perioden	50	0	20	40	-40
+ Likviditet i begynnelsen av perioden	75	75	75	75	75
= Likviditet i slutten av perioden	125	75	95	115	35

I tallkolonnen lengst til venstre vises det forventede utfallet. Hvis alt går slik en har planlagt, vil bedriftens likviditetsbeholdning forbedres med 50 i løpet av perioden og være 125 ved utgangen av perioden. I de neste kolonnene ser vi hva som skjer dersom kontantstrømmen, enten fra driften, investeringer eller finansiering blir dårligere enn forventet. Siste kolonne representerer et såkalt «i verste fall»-scenario der alt går galt samtidig. Effekten av endringene i prosent er avhengig av den relative størrelsen til de ulike aktivitetene i utgangspunktet.

Når vi i fortsettelsen skal se på forsvarligheten av likviditet, vil vi diskutere risikoen knyttet til de tre aktivitetene drift, investering og finansiering. I tabellen over har vi illustrert hva negative avvik fra det vi forventer, fører til med hensyn til dårligere utvikling i likviditeten. For å analysere risikoen knyttet til likviditetsutvikling er det lurt å konkretisere likviditetsstrømmene fra drift, investering og finansiering. I tillegg kan det også være grunn til å analysere risikoen knyttet til sammensetningen av selve likviditetsreserven.

Risikoen knyttet til kontantstrømmen fra driften

Driftsrisikoen handler om faktorer som påvirker stabiliteten til (Pettersen, Plenborg og Kinserdal 2017), eller kontantstrømmen, fra driften. Hva er det som kan skje slik at innbetalingene blir lavere mens utbetalingene fra driften blir høyere enn forventet? En faktor som kan påvirke risikoen, er andelen faste driftskostnader (White, Sondi og Fried 2003). Bedrifter med en høy andel av faste driftskostnader (og utbetalinger) vil være ekstra sårbare for endringer i aktivitetsnivå. Går omsetningen ned, vil innbetalingene fra kundene reduseres, mens de faste utbetalingene er uforandret.

En annen innfallsvinkel er å diskutere risikoen knyttet til de enkelte driftsmessige postene. Den store innbetalingen under driften er innbetalinger fra kunder. Dersom kunder ikke betaler ved forfall og dette er et økende problem, vil det medføre en reduksjon i kontant-

strømmen fra driften. Å være bevisst risikoen knyttet til enkeltkunder vil være viktigere dess større kundene er. Et faresignal for virksomheten vil være at kredittiden til kunder går opp over tid. Det kan tyde på betalingsproblemer eller betalingsvilje blant kundene. Økt kredittid er et signal fra regnskapet som må undersøkes nærmere.

De største utbetalingene

På kostnadssiden er det normalt utbetalinger til vareleverandører, ansatte og andre leverandører som er de største utbetalingene. For handelsbedrifter og mange tradisjonelle industribedrifter er utbetalingene til vareleverandører den største posten. Den enkelte bedriften må her selv vurdere hva som er aktuell risiko.

Gjøres det innkjøp fra utlandet, vil bedriften i tillegg til prisrisiko også ha en valutarisiko. Endres betalingsvilkårene i en uheldig retning for bedriften, vil den oppleve en negativ effekt på kontantstrømmen. Når det gjelder lønnsutbetalinger, er kanskje den største usikkerheten knyttet til lønnsnivå, produktivitet og sykdom. Mens lønnsnivå gjerne fastsettes gjennom avtaler og forhandlinger, kan de to andre variablene i større grad styres gjennom daglig ledelse og bedriftskultur (Merchant og Van der Stede, 2012).

Skjuler utbetalinger

Utbetalinger for diverse kostnader er en sekkepost som gjerne skjuler ulike utbetalinger. Dette betyr at det i større virksomheter kan være mange personer som er med på å bestemme utbetalinger som ender her. Dette kan ha sine styringsmessige utfordringer. Mange bedrifter har internregnskap der de direkte kostnadene får stort fokus, mens de indirekte kostnadene ikke følges like nøye opp (Hansen, 2005).

Sikring

Bedriftens driftsmessige risiko kan handle om en rekke forskjellige ting og risikoen kan håndteres på ulike vis. Et moment er hvor stor fleksibilitet som bedriften klarer å bygge inn i driften. Sett fra bedriftens side er det en fordel at de har muligheten til å kutte kostnader dersom ting ikke går som planlagt,

og motsatt at de har muligheten til å øke kapasiteten dersom ting går bedre enn planlagt. For eksempel når flyselskapet skaffer seg opsjoner på å bestille fly er det for å ha denne fleksibiliteten. Dersom fremtiden blir bra, har de sikret seg kapasitet, samtidig som de ikke er forpliktet til å investere dersom det går dårligere enn de hadde håpet på.

Et annet moment er at inntekter og kostnader kan sikres gjennom fastprisavtaler. Oppdretteren kan selge noe laks til fastpris, og noe til dagspriser. Hvilken miks en foretrekker, avhenger av holdningen til risiko.

Dersom en har transaksjoner i utenlandsk valuta, representerer valutaen en selvstendig risikofaktor. Denne risikoen kan søkes redusert ved å kjøpe og selge valuta, eventuelt avtale oppgjør i egen valuta dersom det lar seg gjøre. Et kompliserende element som kan nevnes avslutningsvis, er at det ikke sjeldent er en samvariasjon mellom markedsprisene på produktene og valutakursen. Sikrer du den ene variabelen, for eksempel produktprisen, går du glipp av en justering av produktprisen som skjer som en følge av valutakursendringen. Dersom en har transaksjoner i utenlandsk valuta, bør en derfor vurdere å sikre både produktprisen og valutaen.

Risikoen knyttet til investeringer

I denne gruppen kommer investeringer i varige driftsmidler. Dersom disse blir større enn planlagt, kan det føre til at likviditeten blir strammere enn den ellers ville ha vært. Dette fordi tilleggsfinansiering i mange tilfeller overlates til driften eller bedriftens egne oppsparte midler. Et annet moment er at jo mer komplekse, og jo lengre investeringene strekker seg i tid, jo mer usikkerhet. Skreddersydde investeringer har i tillegg den ulempen at det mange ganger kan være en usikkerhet knyttet til ferdigstillelsen av investeringene. Dersom bedriften av en eller annen grunn ønsker å selge slike investeringer, er de ofte ikke så verdifulle for andre. Til slutt kan det for noen bransjer være nødvendig å tenke på om det finnes kostnader knyttet til desinvesteringer? Kanskje blir netto salgssum mindre enn forventet?

Risikoen knyttet til finansiering

Finansieringen handler enten om gjeld eller egenkapital. Når det gjelder egenkapitalen handler likviditetsstrømmene enten om innbetaling av ny egenkapital fra eierne, utbetaling av utbytte til eierne eller tilbakekjøp av aksjer fra eierne. Usikkerheten knyttet til hvorvidt eierne er villige, og har evnen, til å innbetale ny egenkapital, er reell i mange situasjoner. For selskaper som vokser, er innbetaling av ny egenkapital ofte nødvendig for å opprettholde en nødvendig egenkapitalandel i selskapet. Familieaksjeselskaper og ikke-børsnoterte selskaper har særlige utfordringer her.

Hvor mye penger selskapet skal bruke på å betale utbytte eller foreta tilbakekjøp av aksjer, er en beslutning eierne kan fatte innenfor aksjelovens bestemmelser. I en situasjon hvor likviditeten er presset, kan selskapet la være å foreta utbetalinger til eierne.

Kontantstrømmene knyttet til gjeld er enten innbetalinger i form av nye lån, eller utbetalinger knyttet til avdrag og renter. Avkastning på finansielle eiendeler er også en innbetaling som kan føres under finansiering. Lånestruktur er også viktig med hensyn til styringen av likviditeten.

Forfallsstruktur på gjeld

For mange bedrifter i krise er forfallsstrukturen på gjelden et av hovedproblemene. Mange har en finansieringsstruktur der de satser på å fornye forholdsvis kortsiktige lån som forfaller. Dette går greit så lenge bedriften tjener penger, men når inntjeningen svikter, opplever mange bedrifter at det er vanskelig å få refinansiert lånene. Et nylig eksempel på dette så vi blant noen av supplybåtrederiene. Da båtene gikk i opplag og inntektene forsvant, var det ikke bare å reforhandle gode betingelser på lån som forfalt.

Rentekostnadene påvirkes av forskjeller i rentenivå mellom korte, mellomlange og lange renter og i hvor stor grad bedriften har finansiert seg med flytende eller faste renter.

Bedrifter som har lån i utenlandsk valuta, vil i tillegg ha en valutarisiko.

Risiko knyttet til sammensetningen av likviditetsreserven

Likviditetsreserven består av bedriftens finansielle eiendeler og lånerettigheter. Teoretisk kan en skille mellom driftsmessige likvider og finansielle likvider, slik som for eksempel Koller et al. (2015) gjør. Driftsmessige kontanter er kontanter som trengs for at driften skal gå sin gang uten forstyrrelser på grunn av manglende likviditet. Finansielle likvider er overskuddslikviditet som kan utnyttes mer til spekulasjon, i forbindelse med nyinvesteringer og/eller til nedbetaling av gjeld. Hvor mye av kontantene som trengs til driften, vil variere fra bedrift til bedrift, og fra bransje til bransje.

Penman (2013) argumenter for at man neppe gjør noen stor feil ved å se på likviditet under ett som en gruppe finansielle eiendeler. I dag er det lav avkastning på bankinnskudd og det er derfor mange bedrifter som velger å sikre likviditetsreserven sin gjennom trekkrettigheter i stedet for ved egne midler. Dette er illustrert i figuren under:

Sammensetning av likviditetsreserven

FØR	NÅ
Trekkrettigheter	Trekkrettigheter
Verdipapirer	Verdipapirer
Bank	Bank

Denne tilpasningen øker sannsynligheten for bedre avkastning på investert kapital, men gjør samtidig at bedriften blir mer avhengig av långiver. Så lenge lønnsomheten og fremtidsutsiktene til bedriften er gode, er sannsynligheten for å kunne videreføre tidligere avtaler stor. Dersom ting forandrer seg til det negative for bedriften, kan det være vanskelig å opprettholde tidligere lånerettigheter. Det er derfor viktig å holde øye med sammensetningen av likviditetsreserven, samtidig som en søker å trygge lånerettighetene så langt det lar seg gjøre.

Når det gjelder bankinnskudd i utenlandsk valuta, så foreligger det en valutarisiko. For verdipapirer foreligger det en kursrisiko, og for utenlandske verdipapirer en valutarisiko i tillegg. Her er det viktig at bedriften har et reflektert syn med hensyn til hvilket risikonivå den ønsker å ta.

Litteraturliste

- Carter, S. og J. Kourdi (2003). *The Road to Audacity. Being Adventurous in Life and Work*. Palgrave Macmillan.
- Dubofsky, D.A. og T.W. Miller jr. (2003). *Derivates. Valuation and Risk Management*. Oxford University Press.
- Hansen, O.B. (2005). *Regnskap og entreprenørskap. En fortolkende studie av hvordan to entreprenører bruker regnskap*. Handelshøgskolen i Bodø, PHD serie.
- Hansen, O.B. og T. Kristiansen (2012). *Forsvarlig egenkapital*. Revisjon og regnskap, nr. 5, s. 39–42.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse*. Cappelen Akademisk Forlag.
- Koller, T., Goedhart, M. og D. Wessels (2015). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey, Wiley.
- Merchant, K. A. og W.A. Van der Stede (2012). *Management Control Systems. Performance Measurement, Evaluation and Incentives*. Financial Times/Prentice Hall.
- Meyer-Myklestad, J. (2017). *Praktiske innfallsvinkler til forsvarlighetsvurderingen av egenkapital og likviditet i aksjeselskaper*. Jussens Venner, nr. 1, vol 52, s. 45–66.
- Penman, S. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York; McGraw Hill International Edition.
- Petersen, C., Plenborg, T. og F. Kinserdal (2017). *Financial Statement Analysis. Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Fagbokforlaget.
- Prop. 111 L (2012–2013) *Proposisjon til Stortinget (forslag til lovvedtak)*. Endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger).