

Innhold

1	Innledning	13
1.1	Hva er foretaksfinans?	14
1.2	Foretakets eierform	15
1.2.1	Aksjeselskapets fordeler	16
1.3	Finansielle beslutninger og rollefordeling	18
1.3.1	Eierskap og kontroll	20
1.4	Aksjemarkedet	21
1.5	Selskapets målsetting	21
1.6	Temaer i foretaksfinans	23
2	Eierskap og kontroll	27
2.1	Prinsipal-Agent-problemet	28
2.1.1	Agentkostnader	29
2.2	Horisontale agentproblemer	30
2.2.1	Egenkapital er en opsjon	31
2.3	Ledelse ikke «bare» for eierne?	33
2.4	Eierstyring	34
2.4.1	Eiernes påvirkning	35
2.4.2	Daglig leders lønn	36
2.4.3	Styrets uavhengighet	37
2.4.4	Konkurransen, lover og reguleringer	37
3	Arbitrasjefrie markeder	41
3.1	Innledning	42
3.2	Arbitrasje og loven om en pris	43
3.3	Arbitrasje i markedet for verdipapirer?	44
3.4	Holdning til risiko	49
3.5	Markedseffisiens	52
3.5.1	Hvordan teste for effisiens?	55
3.5.2	Testing av svak form for effisiens	56
3.5.3	Testing av mellomsterk form	58

4	Netto nåverdi og alternativene	63
4.1	Hva er netto nåverdi?	64
4.2	<i>NNV</i> , internrente og tilbakebetalingstid	66
4.2.1	Beregning av internrente	67
4.2.2	Tilbakebetalingstid	67
4.2.3	<i>NNV</i> , <i>IRR</i> og <i>TT</i> : Et eksempel	68
4.2.4	Tilbakebetalingstid med diskontering	71
4.2.5	Prosjektrangering	72
4.2.6	Internrente- og nåverdimetoden	73
4.2.7	Problemet med to internrenter	74
4.2.8	Flere kapitalkostnader i kontantstrømmen	76
4.2.9	Endring av skala	77
4.2.10	Konklusjon	77
4.3	Kapitalrasjonering	78
4.3.1	Prosjektinteraksjoner: LP	79
5	Renter, avkastninger og volatilitet	83
5.1	Flere rentebetalinger	84
5.1.1	Flere betalinger pr. år	84
5.1.2	Kontinuerlig rente	87
5.2	Nominell og reell rente	88
5.3	Fremtidsrenter	89
5.4	Avkastninger	92
5.4.1	Aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt?	93
5.4.2	Logaritmisk avkastning	98
5.5	Volatilitet	98
6	Obligasjoner og rentekurve	101
6.1	Det finansielle systemet	102
6.1.1	Det finansielle systemets funksjoner	103
6.2	Obligasjonens typiske trekk	104
6.3	Verdsetting	107
6.3.1	Flerårig obligasjon med kupongutbetalinger	107
6.3.2	Nullkupong og konsoll	109
6.3.3	Nullkupongobligasjoner replikerer obligasjonen	111
6.3.4	Virkninger av endring i markedsrente og forfall	112
6.4	Avkastning til forfall	114
6.4.1	Rentens terminstruktur i teori og praksis	117
6.5	Rentekurven og fremtidsrenter	120
6.5.1	Rentekurven	120
6.5.2	Forwardrenter	121

7	Verdsetting av aksjer	125
7.1	Innledning	126
7.1.1	Noen definisjoner	126
7.2	Fri kontantstrøm-modellen	128
7.2.1	Anvendelser av K -metoden	132
7.3	Dividendemodellen	135
7.3.1	Aksjekursen	135
7.3.2	Selskapets kapitalkostnad	138
7.3.3	Vekst i dividenden	139
7.3.4	Dividendemodellens begrensninger	143
7.4	Utdeling	144
7.5	Verdsetting gjennom sammenligning	145
7.6	Informasjon, konkurranse og aksjekurser	147
8	Diversifisering	151
8.1	Innledning	152
8.2	Avkastning og risiko – definisjoner	152
8.3	Beregning av porteføljens risiko og avkastning	156
8.3.1	Minimumvariansporteføljen (MVP)	158
8.3.2	Korrelasjonen varierer	160
8.3.3	En volatil og en risikofri eiendel	163
8.4	Fra to til mange eiendeler	164
8.5	Diversifisering i praksis	169
8.6	Finanskrisen og feilslått diversifisering	170
8.7	Shakespeare om diversifisering	171
9	Kapitalverdimodellen	173
9.1	Innledning	174
9.1.1	Kapitalmarkedslinjen	174
9.1.2	Eksempler	177
9.2	Egenskapene til KVM	179
9.2.1	Eksempler til KVM	181
9.2.2	β -ene kan summeres	184
9.3	Den veide, gjennomsnittlige kapitalkostnad	185
9.4	Utleddning av KVM	187
9.5	Faktormodeller	190
10	KVM i praksis	195
10.1	Innledning	196
10.2	Beregning av EK-kostnaden	197
10.2.1	Markedets risikopremie	198
10.2.2	Regresjonsberegning av beta	199
10.3	Beta fra fundamentale forhold	203
10.4	Er dividendemodellen et alternativ?	205

10.5	Kritikk og tester av KVM og faktormodeller	206
10.5.1	Rolls kritikk av KVM	206
10.5.2	Tester av KVM	207
10.5.3	Tester av faktormodellen	209
10.5.4	Hva gjør selskaper og investorer?	212
11	Avvik fra markedsporteføljen?	213
11.1	Markedsporteføljen og aksjens alfa	214
11.1.1	Størrelseseffekter etc.	217
11.2	Informasjon og rasjonelle forventninger	218
11.3	Anomalier og aksjefonds prestasjoner	221
11.3.1	Anomalier	221
11.3.2	Testing av sterk form	223
11.4	Prospektteori	224
11.4.1	Oppsummerende om adferdsmodeller	226
11.5	Finanskrisen og EMH	227
11.5.1	En modell for finansbobler	227
11.5.2	Holder EMH etter finanskrisen?	228
11.5.3	Adferdsforklaringer	229
11.5.4	Finansinstitusjonenes rolle	230
12	Opsjoner	233
12.1	Innledning	234
12.1.1	Definisjoner	234
12.2	De fire grunnleggende opsjonstyper	237
12.2.1	Kombinasjoner bygger strategier	240
12.3	Salg-kjøp-pariteten	243
12.3.1	Salg-kjøp-pariteten forklart	243
12.4	Opsjonens grenseverdier	247
13	Opsjonsprising	251
13.1	Innledning	252
13.2	Den binomiske prismodell	252
13.2.1	Replikerende portefølje	253
13.2.2	Risikonøytral pricing	258
13.2.3	Den generelle binomiske formelen	262
13.3	Black-Scholes-Merton (BSM)	266
13.3.1	Opsjon når bedriften betaler utbytte	269
13.4	Den replikerende portefølje	270
13.5	Hva påvirker opsjonens pris?	272
13.5.1	Aksjens volatilitet	273
13.5.2	Tid til forfall og risikofri rente	275
13.6	Opsjonens risiko	276

14 Kapitalstruktur i et perfekt marked	279
14.1 Innledning	280
14.2 Modigliani og Miller I	281
14.2.1 Kapitalstruktur og arbitrasje	287
14.3 Kapitalkostnaden	287
14.4 Hevstangen	289
14.5 Gjeldsgrad og risiko	292
14.6 Gjeld og EK er opsjoner	294
14.6.1 Kredittapsforsikring	296
14.6.2 Beta til risikabel gjeld	297
15 Kapitalstruktur med skatt	301
15.1 Innledning	302
15.2 Bedriftsskatt	303
15.2.1 Verdien av selskapet med gjeld	306
15.2.2 Kapitalkostnad og kapitalstruktur	308
15.2.3 Rekapitalisering	312
15.3 Skatt på eiers og kreditors hånd	313
15.3.1 Selskapets verdi med toleddsbeskatning	318
15.3.2 Skatte klienteller	321
16 Kapitalstruktur, stress- og agentkostnader	325
16.1 Innledning	326
16.2 Verdiens opprettholdelse	327
16.3 Avveiningsteorien	327
16.3.1 Fordeler med økt gjeld	329
16.3.2 Ulemper med økt gjeld	330
16.3.3 Mer om avveiningsteorien	332
16.4 Agentkostnader med gjeld	333
16.4.1 Overinvestering	334
16.4.2 Overinvestering og opsjonsprising	335
16.4.3 Underinvestering pga. gjeldsoverheng	337
16.4.4 Underinvestering og opsjonsprising	338
16.4.5 Moralsk hasard og kapitalstruktur	340
16.5 Ugunstig utvalg og signalisering	340
16.6 Kapitalstruktur: når alle forhold teller	343
16.7 Hva forteller undersøkelser?	343
17 Dividende	347
17.1 Utdeling til eierne	348
17.1.1 Dividende	349
17.1.2 Gjenkjøp av aksjer	351
17.1.3 Dividende eller tilbakekjøp?	353
17.2 Dividendens irrelevans – MM	355

17.2.1	Bevis for dividendens irrelevans	357
17.3	Dividende og skatt	359
17.3.1	Skatt og klientelleffekter	360
17.3.2	Klientellers adferd	361
17.4	Dividendens signalfunksjon	362
17.4.1	Signal i gjenkjøp?	363
17.5	Eierstyring og dividende	364
17.6	Dividendepolitikk i praksis	365
18	Metoder for prosjektvurdering	369
18.1	Innledning	370
18.2	Tre metoder for prosjektvurdering	371
18.2.1	Totalkapitalmetoden	371
18.2.2	Gjeldskapasitet	373
18.2.3	Justert nåverdi	374
18.2.4	Egenkapitalmetoden	376
18.3	Prosjektrisikoen er ulik selskapets risiko	377
18.4	Nærmere om justert nåverdi	379
18.4.1	<i>JNV</i> summert-kapitalkostnad	381
18.4.2	Sammenligning og vurdering	382
19	Realopsjoner	383
19.1	Innledning	384
19.2	Mange slags realopsjoner	384
19.2.1	Utsette investering?	386
19.3	Opsjonen til å utsette. BSM-modellen	388
19.4	En sammensatt opsjon	391
19.5	Vekstoppsjoner	394
19.5.1	Vekstoppsjonen	394
A	Ordlister med forklaring	397
B	Den normaliserte normalfordeling	409
	Bibliografi	412
	Register	421