



ØYSTEIN STRØM

Foretaksfinans



UNIVERSITETSFORLAGET

Foretaksfinans



Foretaksfinans

Øystein Strøm

Universitetsforlaget

© Universitetsforlaget, Oslo, 2019

ISBN: 9788215039794

1. utgave, 1. versjon, Universitetsforlaget, 2019

E-utgaven baserer seg på 1. trykte utgave, Universitetsforlaget 2017

Omslagsdesign: Jesper Egemar

Sats: Type-it AS

Materialet i denne publikasjonen er omfattet av åndsverklovens bestemmelser. Uten særskilt avtale med Universitetsforlaget er enhver eksemplarframstilling og tilgjengeliggjøring bare tillatt i den utstrekning det er hjemlet i lov eller tillatt gjennom avtale med Kopinor, interesseorgan for rettighetshavere til åndsverk.

www.universitetsforlaget.no

post@universitetsforlaget.no

Forord

Foretaksfinans er viktig for å forstå dagens verden. Finanskrisen som startet i 2007, viser at finansielle beslutninger er relevante for oss alle. Et selskap har nytte av å forstå hvilke muligheter og begrensninger det står overfor når det skal foretas beslutninger om investering, finansiering av investeringene, valg av mengden gjeld i forhold til egenkapital og utdeling av utbytte til eiere.

Denne boken i foretaksfinans er beregnet for bachelorstudenter som har hatt et kurs i investering og prosjektvurdering tidligere. Også masterstudenter kan ha nytte av boken. Den kan også være nyttig for praktikere i private selskaper og i offentlig forvaltning rettet mot næringsliv og eierskaps spørsmål.

Stoffet presenteres med mange eksempler. Vi bruker datamateriale fra Norge, samtidig som de fleste referansene er til internasjonal litteratur. Boken inneholder ikke oppgaver, men oppgaver til alle kapitlene ligger på bokens nettside under www.nettressurser.no. Her vil forelesere også finne presentasjoner og løsningsforslag. Det er fint med tilbakemeldinger, beskjeder om feil, etc. til foretaksfinans@universitetsforlaget.no.

Boken er skrevet ut fra perspektivet av det jeg vil kalle klassisk foretaksfinans. Eiere, ledere i foretakene, investorer og husholdninger antas å ta beslutninger basert på fornuft. Markedene er frie for monopol. Når dette er utgangspunktet, er det lettere å diskutere avvik fra modellen. Vi skal se på skattens rolle, og vi skal se at ulikheter i informasjon og risikoholdning kan bidra til større forståelse av teorien. I begrenset grad ser vi på finansbeslutninger basert på annet enn fornuftsargumenter, slik modeller bygd på aktørenes adferd gjør.

Boken tar opp klassiske temaer slik som kapitalstruktur og dividendepolitikk. Vi skal innom teorier for prising av finansielle eiendeler, og vi skal ta for oss prising av opsjoner. Boken innledes med en problematisering av muligheter og problemer som styringen av et moderne foretak gir. Den avsluttes med en gjennomgang av hvordan opsjonspristeori kan anvendes for å verdsette et selskaps forretningsmuligheter.

Boken er et resultat av arbeid med faget over flere år gjennom undervisning og forskning. Jeg vil rette en takk til studenter som har brukt utkast til boken til å gi tilbakemeldinger om feil og mangler. Utfordringene fra studenters tilbakemeldinger er svært lærerike for foreleseren. Jeg vil også takke studenter for deres oppmuntring til å skrive ut utkastene til en ferdig bok. Vel, her er den.

Jeg vil også takke forlagets fagkonsulenter for konstruktive tilbakemeldinger, og Eli Valheim i forlaget for iherdig innsats med å ferdigstille manuset.

Oslo, juni 2017

Øystein Strøm

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	Konkurranse, 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	NNV , internrente og tilbakebetalingstid	66
4.2.1	Beregning av internrente	67
4.2.2	Tilbakebetalingstid	67
4.2.3	NNV , IRR og TT : 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	Utlledning 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	Størrelseeffekter 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 JNV 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

1

Innledning

- 1.1 Hva er foretaksfinans?
- 1.2 Foretakets eierform
- 1.3 Finansielle beslutninger og rollefordeling
- 1.4 Aksjemarkedet
- 1.5 Selskapets målsetting
- 1.6 Temaer i foretaksfinans

Læringsmål

- Forstå at foretaksfinans har foretaket som analyseenhet
- Skjønne at problemet i foretaksfinans er å finne prisvirkninger av foretakets finansielle beslutninger
- Fatte at foretaket kan defineres ved sin eierform
- Begripe at aksjeselskapets fordel sammenlignet med andre former er det begrensede ansvar
- Innse at aksjeselskapets ulemper ligger i agentproblemer
- Forstå rollefordelingen mellom styre og daglig leder i foretakets finansielle beslutninger

1.1 Hva er foretaksfinans?

Problemet er å finne den riktige pris

Det enkleste svaret er at foretaksfinans går ut på å finne selskapets verdi. Er foretaket et aksjeselskap, skal vi finne prisen på aksjen. Det å finne den riktige verdien, er hovedtemaet i all finans. Foretaksfinans er en del av faget finansiell økonomi, eller mikroøkonomi anvendt på foretakets finansielle beslutninger.

Men mange forhold spiller en rolle for foretakets verdi, både interne i foretaket og i møtet med de eksterne markedene hvor foretaket opererer. Skatt og offentlige reguleringer spiller selvsagt en stor rolle. Denne boken går ut på å forklare ulike *prisingsmodeller*, og å vise hvordan *finansielle beslutninger* har konsekvenser for foretakets verdi. Foretaket er analyseenheten, ikke en vare eller en aksje. For eksempel kan valg av kapitalstruktur ha betydning for usikkerheten i foretaket og dermed også for dets verdi. Boken legger stor vekt på rollen usikkerhet spiller.

Foretaksfinans er viktig fordi det er viktig å forstå foretaket. Foretaket organiserer i dag størstedelen av den økonomiske aktiviteten i de fleste utviklede samfunn. Foretaket er rammen for arbeidsdagen for mange i samfunnet og er det økonomiske grunnlaget for skatter og avgifter som holder oppe velferdsstaten. Foretak har dominerende innflytelse på utviklingen i samfunnet. Foretakets finansielle valg kan ha vesentlig innflytelse på lokalsamfunn og det større samfunn. En investering eller en nedlegging kan bety vekst eller forfall. Finanskrisen i 2007–2008 er et klart eksempel. En virkning var at islandske banker dro hele landet ut i en økonomisk krise bl.a. fordi de hadde ekspandert for sterkt med lånte penger.

Loven om en pris og arbitrasjefrie markeder

Foretaksfinans handler om å finne den riktige prisen på foretaket, på aksjen, på gjelden og på et prosjekt. Gjennom konkurransen med andre aktører avklares markedsprisen på de godene selskapet har å forholde seg til. Vi skal anta at egenkapital og gjeld vurderes etter sin markedspris. Dette markedsperspektivet er en

integrert del av analysen. Markedspriser er helt avgjørende for de priser selskapet selv kan påvirke og sette. Vi skal se hvordan «loven om en pris» er med på å verdsette en eiendel, men også hvordan andre eiendeler, som vi i utgangspunktet ikke kjenner verdien til, kan få sin verdi bestemt gjennom de sammenhenger som loven om en pris gir. Vi møter dette *arbitrasjeargumentet* igjen og igjen i boken.

Miller og
Modigliani

Vi kan vite prisen på et gode hvis vi kjenner prisen på et annet gode som har samme kontantstrøm og samme risiko. Dette kalles *arbitrasjeprising* og ble utviklet i finansiell økonomi i forbindelse med en diskusjon av kapitalstruktur av Modigliani og Miller (1958). Arbitrasjeprisen bygges ikke opp av komponenter som om det var Lego-klosser, men av å sammenligne med markedsprisen på likeverdige eiendeler. Prisingsmodellen fikk avgjørende betydning for utviklingen av modeller for prisen på opsjoner og andre såkalte derivater og har også bred anvendelse i foretaksfinans.

Når prissystemet
ikke virker

Et eksempel på hvor viktig prisene er, fikk vi ved begynnelsen av finanskrisen som startet i 2007. I NOU 2011:1 (2011, s. 43) kan vi lese at 9. august dette året er storbanken BNP Paribas ikke villig til å innløse såkalte subprime-lån, fordi banken ikke er i stand til å sette en fornuftig pris på lånene. Nervøsiteten i subprime-markedet øker ytterligere, fordi bankene ikke er sikre på hvor mye andre bankers beholdning av subprime-lån er verdt. Nå førte bankens beslutning til at flere banker nektet å gi kortsiktige likviditetslån til andre banker. Samtidig ble det vanskelig å hente inn kapital fra det åpne markedet. Resultatet av dette opphøret i handelen med verdipapirer mellom bankene er at de mangler likviditet. Dette førte til den første intervensjon av sentralbanker i finanskrisen. Allerede den 9. august er den amerikanske sentralbanken og sentralbanken for EU nødt til å intervenere for å sikre likviditeten i bankene.

1.2 Foretakets eierform

Foretaket kan defineres ut fra flere kriterier. I dette avsnittet tar vi utgangspunkt i hva slags eierform foretaket har, i avsnitt 1.3 ser vi nærmere på organiseringen av foretaket. I boken brukes «foretak» og «selskap» om hverandre.

Foretaket kan
eies på ulike
måter

Vi kan skille mellom ulike former for eierskap:

Eneeier og partnerskap Selskapet eies og drives av en person, eller av flere personer sammen. Eierne er ansvarlige for gjelden. Et advokatkontor er ofte organisert som et partnerskap. Man deler resepsjon, kontorer og kantine, men hver partner har sine egne prosjekter. Den enkelte partner betaler så sin del av felleskostnadene.

Samvirke Dette er som regel medlemsorganisasjoner. Denne formen for organisasjon er forholdsvis mye analysert, se for eksempel Hansmann (1996).

Hvert medlem har så en stemme, uansett hvor viktig man er overfor organisasjonen. Foretaket kan eies av:

- *Leverandørene* Et eksempel kan være meierisamvirket. Hver melkebonde har altså en stemme på generalforsamlingen hvert år, uansett hvor mye melk han eller hun har levert i løpet av året.
- *Ansatte* Arbeiderstyrte bedrifter og partnerskap.
- *Forbrukerne* Eks.: Boligsamvirke, Coop.

Aksjeselskap Selskapet eies av investorer som bare har ansvar for den kapital som er skutt inn i foretaket. Eierskapet gir to rettigheter: Til utbytte og til å velge styremedlemmer på Generalforsamlingen. En eier kan vanligvis stemme for det antall aksjer man har i selskapet. Eier man altså 12 aksjer i et selskap med 1.000 aksjer, teller de tolv stemmene 1.2% av alle stemmene på generalforsamlingen. Valgretten oppsummerer aksjonæremokratiet, d.v.s. at hver eiers vekt i avstemmingen er eierens eierandel, eierens «sits». Eierne har *begrenset ansvar*. Det betyr at de bare kan tape den kapitalen de har vært med på å skyte inn i selskapet. Det betyr jo at den minste verdien aksjene kan ha er null. Aksjeverdien kan aldri bli negativ.

Stiftelse En stiftelse har ingen eiere. Det betaler derfor heller ikke noe utbytte. En stiftelse dannes for å tjene et visst formål, for eksempel støtte til utdanning eller drift av en barnehage. Stiftelsen kan ikke forlate formålet.

Denne boken handler først og fremst om aksjeselskaper, og i tillegg vil vi konsentrere fremstillingen om børsnoterte aksjeselskaper. Dette betyr ikke at andre eierformer er uviktige. For eksempel er samvirkebedrifter basert på ansattes eierskap viktige i Spania, i USA og andre land er stiftelser svært viktige innenfor spesielt helse og utdanning. Hansmann (1996) mener slike alternative eierformer er av de viktigste i den amerikanske økonomien overhodet. I Danmark er de største foretakene ofte eid av stiftelser, for eksempel Carlsberg.

Aksjeselskapet har en kort historie

Aksjeselskapet er en relativt ny eierform. Det fikk en lovmessig forankring først med «Joint Stock Companies Act» i Storbritannia i 1856, en lov som raskt ble etterlignet i de store landene på den tiden (Micklethwait og Wooldridge, 2003, Kap. 3). Loven gjorde det enkelt å registrere et aksjeselskap og den innførte prinsippet om begrenset ansvar. Før den tid måtte hvert aksjeselskap godkjennes av Parlamentet. I Norge kom den første aksjeloven i 1910, men stiftelsen av aksjeselskaper ble vurdert som en del av den frie kontraktsrett før 1910, «idet adgangen til å stifte slike selskaper ble ansett fri for den som ikke ba om særskilte privilegier» (Aarbakke, 1980).

1.2.1 Aksjeselskapets fordeler

Tallet på aksjeselskaper eksploderte etter at lovene trådte i kraft og er i dag den vanligste eierformen. Hvilke fordeler forklarer suksessen?

Aksjeselskapet fjerner mange begrensninger

En avgjørende fordel for aksjeselskapet er **begrenset ansvar**. Investorene vet hvor mye de maksimalt kan tape på å investere i selskapet. Dette appellerer til mange ulike investorer. Hver investor kan avgjøre hvor mye man er villig til å satse, gitt risikoen i selskapet og ens egen toleranse for risiko. I et aksjeselskap kan det dermed være mange investorer, både store og små.

Et annet forhold er at selskapet er en «**egen juridisk person**», og kan bla. ta opp gjeld. Selskapet kan dermed ekspandere med et bredere kapitalgrunnlag enn det eierne alene er villige til å bidra med. Hvor mye selskapet kan låne eller bør låne er et viktig tema i denne boken. Vi kommer tilbake til dette når vi diskuterer kapitalstruktur, d.v.s. fordelingen av gjeld og egenkapital.

Kombinasjonen av begrenset ansvar og at selskapet er en egen juridisk person bidro til skepsisen mot å tillate aksjeselskaper. Motstandere mente at det kunne være fristende for eierne å ta opp store lån i selskapets navn, investere i prosjekter med stor risiko, og så la selskapet gå konkurs og långiverne ta tapene, hvis den risikable forretningsstrategien slo feil. Nettopp dette skjedde med South Sea Company i en finansiell krise i 1720 kalt South Sea Bubble. Etter dette måtte nye aksjeselskaper godkjennes av Parlamentet.

Et tredje forhold er at aksjeselskapet bidrar til **eierspredning**, aksjene kan eies av flere personer. Det betyr at eierne kan plassere midler i flere selskaper, man kan *diversifisere* sin formue. Man behøver ikke legge alle eggene i en kurv. Aksjeselskapsformen bidrar til en bedre fordeling av risiko i samfunnet.

Et fjerde forhold er at **overføring av kontroll og utvidelse/innskrenkning av egenkapitalen i selskapet** er enkelt, siden aksjene kan spres på mange hender. Her er tre typiske situasjoner:

- *Foretaket ekspanderer.* Långiverne krever ofte at ny egenkapital hentes inn. Det kan enkelt gjøres ved å utstede nye aksjer i selskapet, som så investorer kan kjøpe på det åpne markedet.
- *Generasjonsskifte.* Den nye generasjonen vil kanskje ikke drive videre, eller de eier aksjer men trenger penger til huskjøp eller andre prosjekter. Aksjeselskapsformen gjør det relativt enkelt å foreta en utgang fra selskapet.
- *Omstrukturering.* Prisfallet på olje i 2014 førte til at flere supply-rederier bukket under. Røkke og Fredriksen er nye eiere og konsoliderer tre rederier til ett. Eldre eiere selger seg ned eller ny egenkapital vanner ut de eldres eierposisjoner.

Et fjerde forhold er at aksjeselskapet tillater et *skille mellom eierskap og ledelse*. Det medfører at eierskiftene er enkle, d.v.s. man behøver ikke skifte både eiere og ledelse på en gang. Fama og Jensen (1983) peker på at et slikt skille danner grunnlaget for en arbeidsdeling mellom investorer, som spesialiserer seg på å plassere kapital i ulike prosjekter, og profesjonelle ledere som spesialiserer seg

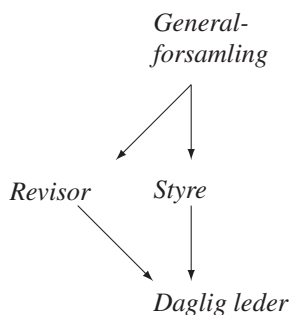
på best mulig drift av selskapet. Arbeidsdelingen kan føre til at selskapene drives mer effektivt.

1.3 Finansielle beslutninger og rollefordeling

Styret og daglig leder er foretakets øverste ledelse

Vi skal se på hvordan foretaket organiserer seg for å ta finansielle beslutninger. Dette ansvaret deles mellom styret og daglig ledelse.

Det heter i Aksjeloven at alle aksjeselskaper må ha et styre. Figur (1.1) viser det vi kan kalle *idealmodellen* for styret og dets forhold til aksjonærer, administrerende direktør og selskapets revisor.



Figur 1.1: Styrets plassering i forhold til generalforsamling, daglig leder og revisor

Styret velges av Generalforsamlingen og er selskapets øverste styrende organ. Det representerer eierne overfor daglig leder (DL). I større selskaper hvor aksjene er fordelt på mange eiere, kan ikke hver eier holde et øye med daglig leder. Styrets første oppgave er nettopp å følge med på den daglige driften på vegne av eierne.

Styrets oppgaver

Styrets oppgaver kan deles inn i noen hovedområder. Oppgavene er omfattende og litteraturen om styret er svært stor (Bøhren, 2011). Her dekkes bare hovedpunkter.

Ansette og avsette DL Styret skal rekruttere og ansette ny daglig leder. Det er også styrets oppgave å fortelle DL at arbeidsforholdet er over.

Rådgivning og kontroll Styret skal gi råd til DL om ting som er viktige for selskapet og for lederrollen. Det skal samtidig holde kontroll med at DL holder seg til vedtatt forretningsplan, budsjett og sørger for at virksomheten overholder lover og avtaler.