

# Separation af ledelse og risikotagning i virksomhedsteorien

Niels E. Eberhard

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

*SUMMARY. In this article two important questions facing the theory of economic organisation of firms are surveyed. Firstly, what explains the emergence and existence of types of firms and in particular the modern corporation as efficient organisations? Secondly and more specifically, how can management in the modern corporation be given sufficient incentive in a world of imperfect information, when management and risktaking are viewed as separated factors within the organisation? Some approaches and solutions are discussed and criticised, and the conclusion is that despite interesting theoretic contributions the problem remains insufficiently explained.*

---

## **Introduktion til problemstilling og eksisterende teori**

Det klassiske bidrag af Coase (1937) søger at udvide den neoklassiske virksomhedsteori til også at forklare opståen og eksistens af forskellige virksomhedsorganisationer. Coase fremfører at anvendelse af markeder til allokering er forbundet med omkostninger i forbindelse med indgåelse af kontrakter. Minimering af disse leder til forklaring af virksomheders organisationer. Alchian og Demsetz (1972) udvider snarere end erstatter Coase's forklaring ved at argumentere for at ethvert forsøg på at udnytte arbejdsdelingens fordele, vil medføre såvel målesom kontrolproblemer af de enkelte faktorerers indsats. Den organisationsform, der mest effektivt løser disse problemer, vil overleve. Jensen og Meckling (1976) formaliserer mange af disse tanker og udvider Alchian og Demsetz's stærke fokusering på overvågning af arbejdsdelingen til at omfatte overvågning af alle de interne som eksterne kontraktlige forhold, der udgør hvad betegnes som en virksomhed.

Begge sidstnævnte fremstillinger hviler imidlertid stærkt på eksistensen af en

---

Forfatteren takker for kommentarer til tidligere versioner af artiklen. Specielt bør nævnes lektor Claus Vastrup, uden hvis vejledning og kommentarer artiklen aldrig var blevet til. Ansvar for det skrevne forbliver dog forfatterens.

# Separation af ledelse og risikotagning i virksomhedsteorien

Niels E. Eberhard

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

*SUMMARY. In this article two important questions facing the theory of economic organisation of firms are surveyed. Firstly, what explains the emergence and existence of types of firms and in particular the modern corporation as efficient organisations? Secondly and more specifically, how can management in the modern corporation be given sufficient incentive in a world of imperfect information, when management and risktaking are viewed as separated factors within the organisation? Some approaches and solutions are discussed and criticised, and the conclusion is that despite interesting theoretic contributions the problem remains insufficiently explained.*

---

## **Introduktion til problemstilling og eksisterende teori**

Det klassiske bidrag af Coase (1937) søger at udvide den neoklassiske virksomhedsteori til også at forklare opståen og eksistens af forskellige virksomhedsorganisationer. Coase fremfører at anvendelse af markeder til allokering er forbundet med omkostninger i forbindelse med indgåelse af kontrakter. Minimering af disse leder til forklaring af virksomheders organisationer. Alchian og Demsetz (1972) udvider snarere end erstatter Coase's forklaring ved at argumentere for at ethvert forsøg på at udnytte arbejdsdelingens fordele, vil medføre såvel målesom kontrolproblemer af de enkelte faktoreres indsats. Den organisationsform, der mest effektivt løser disse problemer, vil overleve. Jensen og Meckling (1976) formaliserer mange af disse tanker og udvider Alchian og Demsetz's stærke fokusering på overvågning af arbejdsdelingen til at omfatte overvågning af alle de interne som eksterne kontraktlige forhold, der udgør hvad betegnes som en virksomhed.

Begge sidstnævnte fremstillinger hviler imidlertid stærkt på eksistensen af en

---

Forfatteren takker for kommentarer til tidligere versioner af artiklen. Specielt bør nævnes lektor Claus Vastrup, uden hvis vejledning og kommentarer artiklen aldrig var blevet til. Ansvar for det skrevne forbliver dog forfatterens.

centralagent, »the entrepreneur«, som dels udformer kontrakter med, overvåger og leder alle øvrige agenter med tilknytning til virksomheden, og dels gennem residual aflønning (i.e. risikotagning) er sikret et incitament til at udføre dette arbejde på efficient vis i overensstemmelse med egne præferencer med hensyn til indkomst, arbejde og risiko. Den moderne selskabsorganiserede virksomhed med separation af ledelsesfunktionen fra risikotagningen er således ikke forklaret som værende en efficient organisationsform i og med at ledelsen overvælder risikoen på andre og dermed skaber mulighed for en interessekonflikt mellem henholdsvis ledelsens og risikotagernes præferencer. Dette separationsproblem, der i sig selv er interessant at behandle er desuden trukket frem i den offentlige debat i forbindelse med mange virksomhedsovertagelser.

#### **Arbejdsmarkedet for en risikosepareret ledelse**

Et umiddelbart svaghedspunkt ved ovennævnte analyser er deres helt atemporeale natur i betragtning af at virksomhedslederens adfærd overvejende må antages at være bestemt af karrierehensynet over en livscykel. Det vil derfor være naturligt i en analyse af den moderne selskabsorganiserede og ejeranonyme virksomhed at inddrage spørgsmålet om hvordan et arbejdsmarked og dets vurdering af lederens evner kan påvirke disses adfærd.

Fama (1980) introducerer en række forudsætninger om lederens arbejdsmarked i et forsøg på at videreudvikle teorien om virksomheders opståen og eksistens til også at omfatte forklaring af den moderne selskabsform med separation af ledelse og ejerskab. Om lederens arbejdsmarked forudsættes for det første atomistiske forhold. Dernæst forudsættes at lederens arbejdsindsats ikke er observerbar og at produktet heraf desuden er påvirket af en stokastisk variabel. Denne kan begrundes i måleproblemer, omverdensusikkerhed, etc. Derfor forudsættes for det tredje at arbejdsmarkedet bruger en læreproces baseret på al tilgængelig information i form af afvigelser mellem en leders observerede og estimerede grænseprodukt til i tilstrækkeligt omfang at justere sidstnævnte med. For det fjerde forudsættes en leder aflønnet efter dette estimat af hans grænseprodukt. Endelig forudsættes for det femte at der alene indgås én-periode kontrakter mellem ledelse og ejerskab. Især denne sidste forudsætning skal kommenteres senere.

Under antagelse af at lederen maximerer sin forventede nytte over en livscykel konkluderer Fama at en leders arbejdsindsats over tiden og ved hjælp af arbejdsmarkedet fuldt ud vil afspejles i dennes aflønning. Herved bliver lederens adfærd som var han en klassisk centralagent. På baggrund af dette resultat følger så

at den moderne selskabsform med separation af ledelse og risikotagning fuldt ud er så efficient en organisation som enkeltmandsvirksomheden.

### En mere formaliseret model

Lad denne indledende oversigt lede hen til en mere formaliseret redegørelse for problemstillingen om lederarbejdsmarkedets betydning for separationen af ledelse og risikotagning. Først må der dog en konsistent afklaring til, af hvad der menes med en leders grænseprodukt, arbejdsindsats eller »performance«, som det ofte i litteraturen kaldes. Det sidste udtryk er klart for løst, mens det første bør redefineres en smule, idet ledelse ikke med rimelighed kan betragtes som en ordinær produktionsfaktor. Lad der udover sådanne, henholdsvis risikofrit – og residual aflønnede faktorer (eks. hhv. arbejdskraft og kapital) være tale om en forudsat kvantificerbar »faktor« ledelse, kaldet  $M$ . Denne har under ufuldkommen information to funktioner. For det første skal ledelsen hyre, allokere, organisere og overvåge alle øvrige produktionsfaktorer i en efficient produktion, dvs. sørge for at optimere udnyttelsen af dem og undgå spild og ineffektivitet. For det andet skal ledelsen derudover under hensyn til givne markedsforhold på såvel vare- som faktormarkeder bestemme det optimale produktionsomfang og de optimale faktorkombinationer.

Kun den første ledelsesfunktion kan naturligt indgå i produktionsfunktionen, hvorimod den anden nødvendigvis direkte må indgå i virksomhedens overskudsfunktion (eller profitfunktion, jvf. eks. Varian (1978)). Antages alle relative vare- og faktorpriser konstante samt at der som ovenfor nævnt er en stokastisk variabel  $\theta$  inddraget, kan overskudsfunktionen skrives som (1).

$$Y = Y(M, \theta) \quad (1)$$

$Y$ , der skal aflønne ledelse og risikotagning, er en funktion af ledelse  $M$  samt af den stokastiske variabel  $\theta$ . Dette resultat er interessant af to årsager.

For det første giver det klarhed over hvad der menes med en leders grænseprodukt, idet grænseprodukt i gængs terminologi ikke er dækkende nok til også at omfatte den anden ledelsesfunktion. Det vil derfor være nødvendigt at generalisere grænseproduktbegrebet i forbindelse med den særlige faktor ledelse, og det udtryk, der er fremkommet ovenfor i (1) muliggør dette ved mere generelt at definere det »marginale overskud« af at ansætte en ledelse. For det andet er (1) interessant fordi den er helt konsistent med forudsætningerne i kontraktteorien, som det er tanken at knytte analysen til nedenfor.

Med denne nødvendige generalisering af maximanden kan en leders maximeringsproblem betragtes. Det forudsættes at lederen søger at maximere den forventede nytte  $S^M$ , over en uendelig livscykel, af dels indkomst  $m$  og dels arbejdsindsats  $M$ .

$$S^M = E \left( \sum_{t=-\infty}^{\infty} U(m_t, M_t) \right) \quad (2)$$

Det forudsættes dernæst at lederens aflønning som tidligere beskrevet bestemmes af et estimat af hans marginaloverskud. Dette forudsættes via en læreproces at justeres på basis af fejlen mellem sidste periodes estimerede og observerede grænseoverskud. Betegnes disse  $\bar{z}_{t-1}$  og  $z_{t-1}$  kan  $\bar{z}_t$ , som betegner denne periodes estimat bestemmes ved (3), idet  $v$  er en given vægt.

$$z_t = v\bar{z}_{t-1} + (1-v)z_{t-1} \quad (3)$$

Transformeres (3) til en uendelig tidsrække er (4) ækvivalent hermed.

$$\bar{z}_t = \frac{1-v}{v} \sum_{j=1}^{\infty} v^j z_{t-j} \quad (4)$$

Denne geometriske lagfunktion illustrerer tankegangen, hvorfor mere komplicerede læreprocesser ikke skal betragtes.

Overvejelser om vægten  $v$  vil i reglen sætte den mellem 0 og 1, men der er i parentes bemærket intet til hinder for at  $v$  er negativ, hvilket vil svare til at markedets reaktion på en leders fiasko, hvadenten forårsaget af  $M$  eller  $\theta$ , er en nedadvendt tommelfinger.

Det forudsættes for det tredje som i Fama (1980) at lederen knytter en én-periode kontrakt med virksomheden til en ex ante aftalt aflønning svarende til  $\bar{z}_t$ , hans på markedet estimerede grænseoverskud. Lederen er desuden frit stillet mht. at skifte virksomhed fra periode til periode. Rimeligheden af netop disse antagelser skal senere diskuteres ved inddragelse af en kontraktteoretisk analyse af forholdet mellem ledere og ejere.

$$m_t = \bar{z}_t \quad (5)$$

Hermed kan lederens optimeringsproblem formuleres til en intertemporal maximering af den forventede nytte fra  $-\infty$  (han skal have levet så længe at lønnen alene er bestemt af alle fortidige gerninger i overensstemmelse med (4)) til  $+\infty$  (nutidens handlinger skal fuldt ud afspejles i senere lønninger). Dette er nok urealistisk, men i realiteten det samme som at advare mod at ansætte ledere nær pensionsalderen. Lad nu det problem ligge og forudsæt til sidst fravær af en real diskonteringsfod.

Lederens optimeringsproblem kan herefter formuleres som (6).

$$\text{Max. } S^M = E \left( \sum_{t=-\infty}^{\infty} U(m_t, M_t) \right) \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{u.b.b. } m_t &= \bar{z}_t \\ \bar{z}_t &= \frac{1-v}{v} \sum_{j=1}^{\infty} v^j z_{t-j} \\ z_t &= z_t(M_t, \theta_t) \end{aligned}$$

Indsættes bibetingelserne kan (6) reformuleres til (7).

$$\text{Max. } S^M = E \left( \sum_{t=-\infty}^{\infty} U \left( \frac{1-v}{v} \sum_{j=1}^{\infty} v^j z_{t-j}(M_{t-j}, \theta_{t-j}), M_t \right) \right) \quad (7)$$

Førsteordensbetingelserne kræver at  $M_t$  opfylder (8).

$$E \left( \sum_{j=1}^{\infty} \frac{\partial U}{\partial m_{t+j}} \frac{1-v}{v} v^j \frac{\partial z_t}{\partial M_t} + \frac{\partial U}{\partial M_t} \right) = 0 \quad (8)$$

Med en over tiden stabil nyttefunktion og fravær af en real diskonteringsfod er grænsenyttens af indkomst konstant i alle perioder. Derfor følger (9) umiddelbart af (8).

$$E \left( \frac{\partial U}{\partial m} \frac{\partial z_t}{\partial M_t} + \frac{\partial U}{\partial M_t} \right) = 0 \quad (9)$$

Resultatet (9), der er en formalisering af overvejelserne i Fama (1980), fortæller at grænseulysten af arbejde vil være lig grænsenyttens af den indkomst fuld marginaloverskudsafslønning vil medføre, alt i forventede termer. Dette resultat er ækvivalent med hvad vil gælde, hvis lederen bærer den fulde risiko *ex ante* som *ex post* præcis som en enkeltforetager. Konklusionen er at selv med separation af ledelsen fra risikotagningen vil ledelsen opføre sig præcis som hvis begge funktioner blev varetaget af samme centrale agent. Ledelse og ejerskab/risikotagning er derfor naturligt adskilte funktioner.

Dette resultat kan som det videre forsøges hos Fama bruges til at argumentere for at den moderne selskabsform, i modsætning til hvad bl.a. Alchian og Demsetz (1972) når til, er en fuldt så efficient organisation som enkeltmandsvirksomheden.

De to næste afsnit vil nu ud fra andre indfaldsvinkler diskutere den netop udledte nye separationssætning. Først behandles den i relation til mere institutionelle forhold omkring præferencestruktur og sammensætning af virksomheders bestyrelser og disses relationer til ledelsen. Dernæst udvides analysen med en kontraktteoretisk indfaldsvinkel for at belyse hvorvidt optimale kontraktlige forhold mellem ledelse og ejerskab er konsistente med forudsætningerne bag separationsprincippet.

### Er en risikosepareret leders arbejde veldefineret?

Det første punkt leder naturligt over i et spørgsmål om hvem, der ansætter ledelsen i en virksomhed? Det gør dens bestyrelse, men så må videre forklares hvordan en bestyrelse er dannet og sammensat. Både lovgivningsmæssigt og kontraktligt må alle de faktorer, der via deres kontrakter er tilknyttet virksomheden, være repræsenteret. I så fald opstår et problem, for medmindre én faktorgruppes repræsentation har flertal, kan der ikke i almindelighed eksistere en præferencefunktion for bestyrelsen under ét. Dertil kommer at selv om én gruppe har flertal, er tilstrækkelige betingelser for potentiel uenighed ikke særlig restriktive. Betragt den gruppe, der indenfor vort samfundssystem oftest har kontrollen med virksomhedsbestyrelser nemlig kapitaljerne/risikotagerne. Mossin (1977) anfører for disse som eksempel på en tilstrækkelig betingelse inhomogene forventninger.

Fama når også til at bestyrelsen ikke er egnet til at disciplinere ledelsen, men at der må noget andet til – arbejdsmarkedet for ledere. Dermed bortses fra et væsentligt problem. Hvis bestyrelsens præferencer ikke er veldefinerede, hvad er det så for en »performance« fra ledelsen, der skal »disciplineres« og i hvilken retning? Fama går helt givet ud fra at det selvfølgelig er maximering af virksomhedens markedsværdi, eller ledelsens marginale overskud. Men det er langt fra klart, hvilke kriterier ledere overhovedet vægtes efter på deres arbejdsmarked, når de bestyrelser, der skal ansætte dem, ikke har veldefinerede præferencer.

### Udformning af ledelsens kontrakt med virksomheden

Det næste problem at behandle er de kontraktlige overvejelser mellem virksomhedens ejere og ledelsen omkring en paretoefficient fordeling af overskud og risiko mellem parterne. Som modellen er specificeret er der eksplicit intet forudsat om den stokastiske variabel  $\theta$ 's egenskaber, og det er ikke muligt at opdele overskuddet  $Y$  i to dele henholdsvis forårsaget af ledelsens arbejde  $M$  og stokastikken  $\theta$ . Da således enhver leders evner forudsættes ikke at kendes med sikkerhed på arbejdsmarkedet vil det hverken for ejerne være muligt uden videre at få prisfastsat virksomheden på et efficient kapitalmarked eller være muligt uden videre for lederne at glatte deres indkomst, i.e. afsætte deres human capital, over livscyklusen.

Ud fra disse antagelser betragtes de kontraktlige forhold mellem ledelsen og ejerskabet ligeledes i et livscykel-perspektiv. Det vil derfor være nødvendigt at udvide eksisterende én-periode kontraktmodeller (eks. Harris og Raviv (1978) og (1979), Shavell (1979) m.fl.) til at omfatte fler-periode overvejelser for såvel ledere som ejere. Hensigten er at belyse, hvordan optimale kontrakter mellem ledere og ejere skal udformes og hvordan en sådan udformning vil forenes med det ovenfor udledte

separationsprincip, som var grundlaget for at kunne forklare den moderne selskabsorganiserede virksomhed som en efficient organisation.

Til dette formål skal derfor først udledes en række kriterier for at en kontrakt er paretooptimal, hvormed menes at kontrakten ikke kan ændres for at stille den ene part bedre uden at det sker på bekostning af den anden part. Lad alle mulige kontrakter beskrives ved (10), idet  $m_0$ ,  $m_1$  og  $m_2$  er valgte konstanter.

$$m(m_0, m_1, m_2) = m_0 + m_1 z + m_2 \bar{z} \quad (10)$$

hvilket betyder at lederen aflønnes af en linearkombination af først et lumpsum-element, dernæst lederens ex post observerede grænseoverskud og endelig det ex ante estimerede. Separationsprincippet, der udledes ovenfor, forudsatte som i Fama (1980) at alene sidste led indgår i kontrakten, dvs. at  $m_0 = m_1 = 0$  og  $m_2 = 1$ .

Lederens adfærd beskrives ved at indsætte (10) i det tidligere formulerede problem (6). Ejerne forudsættes her overfor at betragte den forventede nytte  $S^R$  af alene overskud fratrukket lederaflønning, dvs. af  $(Y_t - m_t)$ .

$$S^R = E\left(\sum_{t=-\infty}^{\infty} V(Y_t - m_t)\right) \quad (11)$$

Enhver paretooptimal kontrakt kan nu beskrives ved at indføje (11) som en yderligere betingelse i (6), hvilket svarer til at vælge  $(m_0, m_1, m_2)$  således at lederens nytte maximeres under en given forventet nytte for ejerne. Ved at analysere dette problem kan følgende kriterier for en optimal kontrakt udledes (matematiske udledninger er udeladt i nærværende fremstilling, men kan rekvireres hos forfatteren).

Med risikoneutrale ejere er en kontrakt paretooptimal, hvis alene det estimerede grænseoverskud (estimeret af ledelsens evner) indgår. Dette forudsættes dog også i Fama (1980), men er en restriktiv begrænsning af resultatets generalitet, idet det jo i realiteten sætter problemerne med stokastikkens indvirkning på ejernes dispositioner ud af kraft bortset fra via den forventede værdi. Tillad derfor risikoaversion for ejerne. I så fald vil en efficient kontrakt indeholde såvel det estimerede grænseoverskud som det ex post observerede, i.e. lederne tager nu en del af risikoen. Da lederne dernæst pga. forudsætningerne om deres arbejdsmarked intet incitament har til at skifte virksomhed (fordi de får samme løn overalt for deres homogene faktor  $M$ ) vil ejere med risikoaversion ønske livstidsansættelse af lederen, men med periodevis genforhandlet løn, for derved over tiden at sikre ex post afregning med deres leder.

Dette opnår lederen jo under alle omstændigheder, så han er indifferent. Men ejernes risiko aftager jo længere tid lederen er ansat, hvilket er en konsekvens af at ejerne er i stand til at vælte al risiko, forbundet med lederens grænseoverskud, over på en livstidsansat leder. Konklusionen ved anvendelse af intertemporal kontraktteori er



at den forudsætning om ledelsens aflønning, der lå bag det udledte separationsprincip og dermed forklaring af selskabsorganiserede virksomheder, ikke er paretooptimal, hvis risikotagerne har risikoaversion. Det er derimod enten fuld ex post afregning<sup>1</sup> eller livstidsansættelse. Det kan i parentes bemærkes at livstidsansættelse er optimalt helt uden inddragelse af human capital overvejelser, der ellers ville være nærliggende i den her behandlede problemstilling. I begge tilfælde bliver ejernes andel af overskuddet lig med  $Y - z$ , idet  $m = z$ . I specialtilfældet, hvor denne andel bliver risikofri (i.e. uafhængig af det stokastiske led) er lederen degenereret til en klassisk centralagent præcis som i den tidligere litteratur.

Væsentlige dele af adfærden i det ejeranonyme selskab med separation af ledelse og risikotagning er således stadig uforklaret, og det er i hvertfald her konkluderet at fuld separation af risikotagning og ledelse ikke er efficient undtagen under ekstreme forudsætninger som f.eks. fravær af risikoaversion på kapitalmarkedet. Det mest efficiente kontraktlige forhold mellem ledelse og ejerskab vil altid indeholde en eller anden form for risikodeling.

#### Afsluttende bemærkninger

Ideen i Fama (1980) med at udvide tidligere analyser med et tidsperspektiv og et arbejdsmarked til forklaring af også den moderne selskabsform med separation af ledelse og risikotagning er interessant, men der er som redegjort for en del spørgsmål, der yderligere bør udforskes for med tilstrækkelig sikkerhed at kunne stole på at netop ledernes arbejdsmarked er tilstrækkeligt til at sikre efficiensen af en organisationsform, der fuldt separerer ledelse og risikotagning. Endelig bør det måske overvejes om ikke ledernes adfærd i høj grad er styret af hensynet til ære og personlig prestige i form af at lede en veldrevet virksomhed.

#### Litteratur

- Alchian A. A. og H. Demsetz. 1972. Production, information costs and economic organisation. *American Economic Review* 62: 777-95.
- Coase R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica* 4: 386-405.
- Fama E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Fama E. F. og M. H. Miller. 1972. *The theory of finance*. New York.
- Harris M. og A. Raviv. 1978. Some results in

---

1. Generaliseres analysen til også at kunne omfatte en endelig tidshorisont, vil kontrakter, hvor alene  $m_1 > 0$  og  $m_2 = 0$  (fuld ex post afregning), ikke være paretoefficente. Dette vil da alene kontrakter, hvor både  $m_1 > 0$  og  $m_2 > 0$ , kunne være. Lic.stud. Torben M. Andersen takkes for at påpege dette punkt til udvidelse af analysen

at den forudsætning om ledelsens aflønning, der lå bag det udledte separationsprincip og dermed forklaring af selskabsorganiserede virksomheder, ikke er paretooptimal, hvis risikotagerne har risikoaversion. Det er derimod enten fuld ex post afregning<sup>1</sup> eller livstidsansættelse. Det kan i parentes bemærkes at livstidsansættelse er optimalt helt uden inddragelse af human capital overvejelser, der ellers ville være nærliggende i den her behandlede problemstilling. I begge tilfælde bliver ejernes andel af overskuddet lig med  $Y - z$ , idet  $m = z$ . I specialtilfældet, hvor denne andel bliver risikofri (i.e. uafhængig af det stokastiske led) er lederen degenereret til en klassisk centralagent præcis som i den tidligere litteratur.

Væsentlige dele af adfærden i det ejeranonyme selskab med separation af ledelse og risikotagning er således stadig uforklaret, og det er i hvertfald her konkluderet at fuld separation af risikotagning og ledelse ikke er efficient undtagen under ekstreme forudsætninger som f.eks. fravær af risikoaversion på kapitalmarkedet. Det mest efficiente kontraktlige forhold mellem ledelse og ejerskab vil altid indeholde en eller anden form for risikodeling.

#### Afsluttende bemærkninger

Ideen i Fama (1980) med at udvide tidligere analyser med et tidsperspektiv og et arbejdsmarked til forklaring af også den moderne selskabsform med separation af ledelse og risikotagning er interessant, men der er som redegjort for en del spørgsmål, der yderligere bør udforskes for med tilstrækkelig sikkerhed at kunne stole på at netop ledernes arbejdsmarked er tilstrækkeligt til at sikre efficiensen af en organisationsform, der fuldt separerer ledelse og risikotagning. Endelig bør det måske overvejes om ikke ledernes adfærd i høj grad er styret af hensynet til ære og personlig prestige i form af at lede en veldrevet virksomhed.

#### Litteratur

- Alchian A. A. og H. Demsetz. 1972. Production, information costs and economic organisation. *American Economic Review* 62: 777-95.
- Coase R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica* 4: 386-405.
- Fama E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Fama E. F. og M. H. Miller. 1972. *The theory of finance*. New York.
- Harris M. og A. Raviv. 1978. Some results in

---

1. Generaliseres analysen til også at kunne omfatte en endelig tidshorisont, vil kontrakter, hvor alene  $m_1 > 0$  og  $m_2 = 0$  (fuld ex post afregning), ikke være paretoefficente. Dette vil da alene kontrakter, hvor både  $m_1 > 0$  og  $m_2 > 0$ , kunne være. Lic.stud. Torben M. Andersen takkes for at påpege dette punkt til udvidelse af analysen

- incentive contracts with applications to education and employment, health insurance and law enforcement. *American Economic Review* 68: 20-30.
- Harris M. og A. Raviv. 1979. Optimal contracts with imperfect information. *Journal of Economic Theory* 20: 231-59.
- Holmström B. 1979. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10: 74-91.
- Jensen M. C. og W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm. Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-60.
- Mossin J. 1977. *The economic efficiency of financial markets*. Massachusetts.
- Shavell S. 1979. Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. *Bell Journal of Economics* 10: 55-74.
- Spence M. og R. Zeckhauser. 1971. Insurance, information and individual action. *American Economic Review* 60: 380-87.
- Varian H. 1978. *Microeconomic Analysis*. New York.