

Bog anmeldelser

Margrét Jónasson: *Virksomhedens finansielle beslutninger – ved asymmetrisk information og interessekonflikter*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1996.

Forfatteren har besvaret en prisopgave stillet af Det Samfundsvidenskabelige Fakultet ved Københavns Universitet om principal-agent (P/A) teoriens anvendelighed til belysning af virksomhedernes finansieringsteoretiske problemstillinger. Besvarelsen blev belønnet med sølvmedalje og er nu udgivet på DJØF's forlag.

De sidste par årtiers P/A-litteratur har pustet liv i den økonomiske teoris beskrivelse af virksomhedens beslutningssituation gennem realistiske antagelser. Beslutningstagere deler ikke samme viden, individet antages at udnytte sin viden, og individer – såvel agenter som principaler – forfølger egeninteresse uden moralske skrupler. Beslutninger træffes under hensyntagen til, at kontraktpartnere/medarbejdere netop søger at udnytte deres viden til egen fordel, og at letsindig omgang med sandheden eksisterer. Problemer, der følger i kølvandet af asymmetrisk information rubriceres vanligvis i to kategorier, nemlig sorteringsproblemer (eng. adverse selection) og moralsk hasard problemer. Groft taget går skillelinien mellem de to typer af problemer på tidspunktet for indgåelse af en aftale. Sorteringsproblemer (skille avner fra hveden) opstår *før* beslutning tages, og moralsk hasard problemer *efter* aftalen er indgået.

Velkendte sorteringsproblemer er fra arbejdsmarkedet: bedømmelse af kvalifikationer hos jobansøgere og fra kapitalmarkedet: bedømmelse af kreditværdighed af låneansøgere. Klassiske eksempler på moralsk hasard problemer findes i forsikringsverdenen, hvor folks adfærd (f.eks. skadeforebyggelse) formodes ændret efter indgåelse af en forsikringspolice. Betegnelserne for de to kategori-

er stammer fra forsikringsmarkedet, der i høj grad er udsat for problemer med asymmetrisk information. Potentielle forsikringstagere har f.eks. stor viden om egne risici, og det indgår i et forsikringsselskabs planlægning, at kunderne sender mere eller mindre sande signaler om deres risikoeksponering.

Den økonomiske litteratur om P/A-forhold fokuserer på betydningen af informationsforskelle for markedsløsninger og indgåelse af aftaler samt på deres opfyldelse af såvel kontrakt-specificerede som implicite mål. Litteraturen har dog ikke alene ydet værdifulde bidrag til mikroøkonomien men også i nogen udstrækning til makroøkonomien. Eksempelvis har Joseph Stiglitz, en af informationsøkonomiens pionerer, i artikler især i *American Economic Review* anvendt asymmetrisk information i P/A-relationer til forklaringer af rationeringer på arbejds- og kapitalmarkedet. I den såkaldte New Keynesian Economics forklares ufrivillig arbejdsløshed ved arbejdsmarkedets brug af jobnedlæggelser og -opsigelser i stedet for tilpasninger af arbejdstiden. På kapitalmarkedet forklares, at pengeinstitutter afslår kreditansøgninger i stedet for at lade kunden få et lån til en risikojusteret rente. Generelt gælder, at P/A-problemer hæmmer markedet og i visse tilfælde kan forårsage markedssammenbrud.

Margrét Jónassons bog er i høj grad en oversigt over den økonomiske principal-agent litteraturs bidrag til corporate finance nemlig til teorierne for virksomhedens finansielle beslutninger angående valg af investeringsprojekter, finansieringsformer og af resultatudlodninger m.v. Bidragene beskrives og vurderes med reference til den mikroøkonomiske finansieringsteori, der har de to Nobelprisvindere Merton Miller og Franco Modigliani som fædre. Deres nu klassiske teori fokuserer på optimering af værdien af ejernes egenkapital under antagelser om lige og omkostningsfri adgang til information dvs. ganske uhindret af principal-agent problemer.

Boganmeldelser

Margrét Jónasson: *Virksomhedens finansielle beslutninger – ved asymmetrisk information og interessekonflikter*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1996.

Forfatteren har besvaret en prisopgave stillet af Det Samfundsvidenskabelige Fakultet ved Københavns Universitet om principal-agent (P/A) teoriens anvendelighed til belysning af virksomhedernes finansieringsteoretiske problemstillinger. Besvarelsen blev belønnet med sølvmedalje og er nu udgivet på DJØF's forlag.

De sidste par årtiers P/A-litteratur har pusset liv i den økonomiske teoris beskrivelse af virksomhedens beslutningssituation gennem realistiske antagelser. Beslutningstagere deler ikke samme viden, individet antages at udnytte sin viden, og individer – såvel agenter som principaler – forfølger egeninteresse uden moralske skrupler. Beslutninger træffes under hensyntagen til, at kontraktpartnere/medarbejdere netop søger at udnytte deres viden til egen fordel, og at letsindig omgang med sandheden eksisterer. Problemer, der følger i kølvandet af asymmetrisk information rubriceres vanligvis i to kategorier, nemlig sorteringsproblemer (eng. adverse selection) og moralsk hasard problemer. Groft taget går skillelinien mellem de to typer af problemer på tidspunktet for indgåelse af en aftale. Sorteringsproblemer (skille avner fra hveden) opstår *før* beslutning tages, og moralsk hasard problemer *efter* aftalen er indgået.

Velkendte sorteringsproblemer er fra arbejdsmarkedet: bedømmelse af kvalifikationer hos jobansøgere og fra kapitalmarkedet: bedømmelse af kreditværdighed af låneansøgere. Klassiske eksempler på moralsk hasard problemer findes i forsikringsverdenen, hvor folks adfærd (f.eks. skadeforebyggelse) formodes ændret efter indgåelse af en forsikringspolice. Betegnelserne for de to kategori-

er stammer fra forsikringsmarkedet, der i høj grad er udsat for problemer med asymmetrisk information. Potentielle forsikringstagere har f.eks. stor viden om egne risici, og det indgår i et forsikringsselskabs planlægning, at kunderne sender mere eller mindre sande signaler om deres risikoeksponering.

Den økonomiske litteratur om P/A-forhold fokuserer på betydningen af informationsforskelle for markedsløsninger og indgåelse af aftaler samt på deres opfyldelse af såvel kontrakt-specificerede som implicite mål. Litteraturen har dog ikke alene ydet værdifulde bidrag til mikroøkonomien men også i nogen udstrækning til makroøkonomien. Eksempelvis har Joseph Stiglitz, en af informationsøkonomiens pionerer, i artikler især i *American Economic Review* anvendt asymmetrisk information i P/A-relationer til forklaringer af rationeringer på arbejds- og kapitalmarkedet. I den såkaldte New Keynesian Economics forklares ufrivillig arbejdsløshed ved arbejdsmarkedets brug af jobnedlæggelser og -opsigelser i stedet for tilpasninger af arbejdstiden. På kapitalmarkedet forklares, at pengeinstitutter afslår kreditansøgninger i stedet for at lade kunden få et lån til en risikojusteret rente. Generelt gælder, at P/A-problemer hæmmer markedet og i visse tilfælde kan forårsage markedssammenbrud.

Margrét Jónassons bog er i høj grad en oversigt over den økonomiske principal-agent litteraturs bidrag til corporate finance nemlig til teorierne for virksomhedens finansielle beslutninger angående valg af investeringsprojekter, finansieringsformer og af resultatudlodninger m.v. Bidragene beskrives og vurderes med reference til den mikroøkonomiske finansieringsteori, der har de to Nobelprisvindere Merton Miller og Franco Modigliani som fædre. Deres nu klassiske teori fokuserer på optimering af værdien af ejernes egenkapital under antagelser om lige og omkostningsfri adgang til information dvs. ganske uhindret af principal-agent problemer.

I *kapitel 2* og *kapitel 3* sættes scenen med en beskrivelse af en nyere udgave af »theory of the firm« samt P/A-teoriens metode. I fokus er virksomhedens interessegrupper, der med egne mål deltager i virksomhedens liv i varierende omfang, og en virksomhed beskrives ved en samling kontrakter med fordeling af ansvar, rettigheder og pligter mellem interessegrupperne. Agenter og principaler tolkes i vid forstand omfattende såvel interne medarbejdere inkl. ledelse og ejere som eksterne interessenter f.eks. indskydere af ny egen- og fremmedkapital. Ideelle kontrakter giver agenterne incitamenter til at træffe beslutninger, der også er optimale for principalen. I praksis er det ikke muligt at specificere alle fremtidige eventualiteter, og et arsenal af gulerods- og stokkemetoder anvendes til fremme af målkongruens og mindskning af P/A-problemer.

Når parterne har asymmetrisk informationsadgang, kan agenten vælge på forskellig vis at sende signaler om sin information, og over tid vil hans beslutninger afsløre hans viden. Principalen kan også tilstræbe at give agenten valgmuligheder, så han via sine valg demonstrerer sin information/præferencer. De to metoder benævnes henholdsvis signal- og screening modeller.

I *kapitel 4* drøftes mange eksempler på anvendelse af P/A-teori på finansielle problemer. Problemerne kategoriseres som moralsk hasard eller adverse selection. I samspillet mellem ejer og ledelse drøftes moralsk hasard problemer med frynsegoder og med ledelsens arbejdsindsats baseret på Jensen og Mecklings nu klassiske 1976-artikel i *Journal of Financial Economics*, hvor ledelsen er delvis ejer og dens ejerandel indgår som vigtigt analyseredskab. Jo, mindre ejerandel desto større er lederes interesse i opportunistisk adfærd, da omkostningerne herved i stigende grad betales af andre. En anden vigtig forskel mellem ledelse og ejer er, at ledelsen typisk har investeret al sin human kapital i virksomheden, hvorfor den er mindre tolerant angående omfanget af den risiko, virksomheden kan påtage sig.

I relationen mellem ejere og fordringsha-

vere fremhæves ejerens moralske hasard problemer efter en gældsoptagelse, der øger hans incitamenter til at fremme egne interesser på fordringshavers bekostning. Skranter virksomheden vil ejer forsøge »riskshifting« dvs. at spille for kreditorernes penge og investere i stærkt risikobetonede projekter. Endog projekter med negative kapitalværdier er attraktive, når blot deres fordelinger er tilstrækkeligt højreskæve, svarende til at projektet ligner en out-of-the-money call option. Omvendt har han i konkurstruede situationer ringe interesse i at investere i stabile projekter med små nutidsværdier, da de – skønt positive – hovedsageligt gavner kreditorerne. Her vil han foretrække at betale udbytte til sig selv frem for at investere til kreditorernes bedste.

Ved fremskaffelse af ny kapital er der adverse selection problemer. Nye kapitalindskydere formoder at ledelsen/gamle ejere har en informationsfordel, som de udnytter ved en emission. Tilsvarende bør den eksisterende fremmedkapital være agtpågivende overfor, at ny fremmedkapital ikke forringer værdien af den gamle ved, at den ny kapital tilbydes en begunstiget prioriteringsrækkefølge.

Virksomhedens størrelse og ejerforhold har betydning for P/A-problemernes omfang. Der argumenteres for, at P/A-problemerne vokser med virksomhedens størrelse, og jo mere spredt ejerskabet i virksomheden er.

Kapital- og arbejdsmarkedets rolle ved løsning af P/A-problemer behandles i *kapitel 5*. Egen- og fremmedkapitalindskydere gransker i sagens natur en virksomhed før evt. kapitalindskud, men har tillige incitament til løbende at kontrollere ve og vel af virksomheden og dermed værdien af deres kapitalindskud. Børsnoterede virksomheder overvåges tillige af professionelle finansanalytikere og børsmyndigheder. Kapitalmarkedets overvågningsaktiviteter påvirker virksomheden direkte ved fastsættelse af vilkår for tilførsel af ny kapital men kan tillige have en disciplinerende indvirkning på virksomhedens beslutninger. I visse tilfælde giver den anledning til reorganiseringer i form af opkøb og fusioner.

Herefter gives en gennemgang af signallitteraturen, hvor en virksomheds valg af fremmedkapitalandel og dividendepolitik tolkes som ledelsens og bestyrelsens signaler til kapitalmarkedet om deres privilegerede information om virksomhedens indtjeningsforhold. Eksempelvis kan en høj stabil indtjening signaleres ved at påføre virksomheden udbetalingsforpligtelser gennem forhøjelse af fremmedkapitalen og af aktieudbyttet. Uheldigvis afsætter en ustabil udvikling i eksterne forhold (konjunkturer, skatteregler o.lign.) let støj på signalerne med mulighed for flertydige tolkninger. Virksomheder kan dog opnå et godt omdømme ved bl.a. at undlade opportunistisk adfærd, og dette aktiv giver relativt gode vilkår ved nye kapitalfremskaffelser og i den løbende kursdannelse på virksomhedens værdipapirer.

Et effektivt og komplet kapitalmarked mindsker målkonflikterne med ejerne og reducerer dermed P/A-problemerne. En vrangvillig virksomhedsbestyrelse og ledelse kan dog på mange måder besværliggøre kapitalmarkedets kontrolmuligheder og gennem f.eks. vedtægter, aktionæraftaler og ledelseskontrakter hæmme aktierens omsættelighed og begunstige den eksisterende ledelse.

På arbejdsmarkedet prisfastsættes lederes human kapital. Et velfungerende marked disciplinerer ledelsen, og omkostninger ved frynsegoder og andre opportunistiske tiltag bæres af lederen selv. I praksis er lederens marginalbidrag vanskeligt at måle, og dennes produktivitet kan selv over en længere måleperiode kun vurderes med usikkerhed.

I bogens *sidste kapitel* beskrives de muligheder, som ejere, kreditorer og ledelse har for gensidigt at påvirke hinandens adfærd gennem indgåelse af kontrakter. Et vigtigt formål med en kontrakt er at undgå/mindske tendenserne til opportunistisk adfærd. Det generelle princip er at lade opportunisten bære risiko og omkostninger ved sine handlinger, og metoderne er de fra kapitel 3 kendte overvågnings- og incitamentbaserede metoder.

Aktionærer overvåger selskabets ledelse på generalforsamlinger og kan sætte begræns-

ninger på ledelsens beslutningskompetence i vedtægter og forretningsregler mv. samt stille krav til budgetudarbejdelse og om revision af virksomhedens resultater. I praksis kendes også aktionærbegrænsninger i form af stemmelofter og afstemningsreguleringer, der i konfliktsituationer kan være en fordel for en egenrådig ledelse.

Kreditorer kan binde ejer og ledelse gennem aftaler med diverse klausuler. Eksempelvis krav om godkendelse af større investeringsprojekter og regler for udbyttebetalinger til aktionærer og ny låneoptagelser med favorable prioritetsstillinger.

I ledelseskontrakter kan anvendes incitamentbaserede belønningssystemer, der har til formål at fremme målkongruens mellem ledelse og ejere. Der redegøres for fordele og ulemper ved bl.a. overskudsdeling, aflønning med aktier, konvertible obligationer og aktieoptioner. Kapitalet afsluttes med en diskussion af incitamentbaserede aflønningsformers anvendelse til løsning af P/A-problemer.

Margrét Jónassons bog er velegnet som oversigt over P/A-teoriens bidrag til corporate finance. Bogens hovedsigte er gennemgang af teoretisk litteratur, og den berører således kun sporadisk institutionelle forhold. Den fokuserer på P/A-teoriens supplerende forklaringer på velkendte problemer og giver læseren teorifremstillinger uden de tunge bevisførelser. Essensen af vigtige teoribidrag forklares grundigt med detaljerede beskrivelser og gode indsigter. Relevante definitioner citeres bl.a. fra New Palgrave, og ca. 300 fodnoter tages til hjælp til uddybning af teorierne. Bogens styrke er imidlertid også lejlighedsvis dens svaghed. Med ønske om en præcis og dækkende teorifremstilling gengiver forfatteren mange og hyppigt modgående argumenter, men læseren kunne til tider have fordel af en sammenfattende vurdering.

I bogens slutning gives ikke megen kredit til Wittgensteins berømte ord: »Worüber man nichts weiß darüber muß man schweigen«. Efter forfatterens mening vil fremtiden ikke bringe flere centrale litteraturbidrag til den finansielle principal-agent-teori. Man turde

måske håbe på nye bidrag, der hviler på mere nuancerede forudsætninger om individers indstilling til arbejde end den forudsætning om negativ nytte af arbejde, der eksplicit eller implicit anvendes i den hovedsageligt amerikanske baserede P/A-litteratur. Teoriernes overlevelse overlader hun dog klogeligt til fremtiden.

Margrét Jónassons bog er en meget nyttig oversigt over P/A-litteraturen i forbindelse med finansielle problemstillinger, og hun har med sit store og minutiøse arbejde fuldt fortjent sin medalje. Til lykke.

*Johannes Mouritsen
Institut for Finansiering,
Handelshøjskolen i København*

Flemming Møller: *Værdisætning af miljøgoder*. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 1996. 503s.

Miljøøkonomiske problemstillinger har stået højt på den politiske dagsorden i mange år, uden at disse har været stærkt præget af økonomers tilgangsvinkel til disse problemstillinger. Dette er heldigvis ændret i de seneste år, hvilket til dels skyldes satsningen på samfundsvidenskabelige tilgangsvinkler under Det Strategiske Miljøforskningsprogram. Flemming Møllers bog udspringer af dette forskningsprogram.

Bogens hovedformål er at formidle en oversigt over forskningsområdet »værdisætning af miljøgoder.« Dette kunne forlede en til at forvente en snævrere fremstilling, end bogen faktisk indeholder.

Bogen har en bredde i fremstilling af problemkredse, der overgår de fleste lærebøger i miljø- og ressourceøkonomi. Bredden fremgår af, at den illustrerer de forskellige roller, værdisætning af miljøgoder har inden for flere forskellige analyserammer.

Første analyseramme vedrører generelle prioriterings-, allokering- og styringsproblestillinger. Denne ramme er dog relativt summarisk beskrevet og giver ikke et nuanceret billede af kompleksiteten ved anvendelse af forskellige økonomiske styringsinstrumenter, såsom afgifter og omsættelige forureningstilladelser.

Anden analyseramme, der vedrører projektvurdering, er langt mere dækkende. Den giver en god og kritisk vurdering af begrænsninger i anvendelse af livscyklusanalyser. Endvidere fokuserer den på beslutningstagerorienterede vurderingsmetoder, hvor det dog kan undre, at der ikke er referencer til førende beslutningsteoretikere som Keeny og Raiffa (1976) og von Winterfeldt og Edwards (1986), herunder sidstnævntes SMART-model (Simple Multi Attribute Rating Technique).

Endelig gives også en fremstilling af den paretianske cost-benefit-analyse, herunder diskussioner af forholdet mellem kompenserende (CV) og ækvivalerende variationer (EV) og konsumentrente-begrebet (CS). Som påpeget er CS kun en valid velfærdsindikator under restriktive forudsætninger, hvorfor CV og EV teoretisk er at foretrække. Ved binære sammenligninger er det vanskeligt at foretrække den ene frem for den anden; men det er naturligvis rigtigt, at EV ikke giver samme transitivitetproblemer som CV. Det påpeges, at man ud fra estimerede Marshall'ske efterspørgselskurver kan benytte Roy's identitet og ved løsning af differentilligninger bestemme de kompenserede efterspørgsler. Dette er dog sjældent en farbar vej, hvorfor det kan være værd at nævne Vartias (1983) algoritmer til med vilkårlig præcision at beregne kompensationsmål ud fra Marshall'ske efterspørgselskurvesystemer.

Den tredje analyseramme er det grønne nationalregnskab, hvor læseren får et godt indtryk af de seneste års forslag til at inddrage sammenhænge mellem miljø og økonomisk aktivitet i nationalregnskabssammenhænge og også et indtryk af uklarheder i formålet med at indbygge miljømæssige aspekter i dis-