

# Kap. 2: Oppgaver – Løsningsforslag

## 1

### 1.1

En årsak er at eiere og ledelse ikke nødvendigvis har de samme interesser. Daglig leder tenker først og fremst på sine egne interesser når prosjekter skal gjennomføres. Dette er *prinsipal-agent-problemet* (PA-problemet) som ble beskrevet i Jensen and Meckling (1976). I foretaksfinans tenker vi ofte på prinsipalen som eieren og agenten som styret og daglig leder. For at PA-problemet skal oppstå, må følgende elementer være på plass:

- Prinsipalen gir agenten fullmakt til å gjøre valg på sine vegne.
- Prinsipal og agent søker å maksimere sin individuelle nytte.
- Interessene til prinsipal og agent er ikke nødvendigvis sammenfallende.
- Agenten har informasjon som prinsipalen ikke kjenner til. Det er *asymmetrisk informasjon* i forholdet mellom prinsipal og agent.

Agentproblemer oppstår når eiere ikke lenger driver selskapet aktivt selv, men delegerer beslutninger til styret og daglig leder. Dette gjelder spesielt i selskaper hvor eierskapet er fordelt på mange eiere.

### 1.2

Tirole (2001) går gjennom de vanligste formene for agentproblemer mellom eiere og ledelse, som kort oppsummert er som følger.

**Utilstrekkelig innsats** For eksempel kan daglig leder legge veldig mye innsats i favorittengasjementer som det å følge opp veldedige formål eller sponsoraktiviteter. Ledelsen kan også unngå konflikter og heller satse

på “det gode liv” (Bertrand and Mullainathan, 2003) uten slitsomme forhandlinger med fagforeninger eller leverandører.

**Ekstravagante investeringer og feilinvesteringer.** I selskaper hvor eierstrukturen er spredt kan slike investeringer forekomme. Eksempler kan være unødvendig flotte bygg slik som “bankpalasser”, eller eget fly. Et annet eksempel er at man bare investerer i ting man kjenner fra før og ikke er oppmerksom eller villig til å satse på nye ting. Et kjent bedriftseksempel er Kodak, som dominerte markedet for fotofilm før den digitale revolusjon. Selskapet søkte om konkursbeskyttelse i 2012.

**Forskansningsstrategier.** Med dette mener Tirole strategier den daglige lederen bygger rundt seg selv for å beskytte sin egen posisjon. Et eksempel kan være å sørge for at styret besettes av folk som er vennligsinne eller avhengige av daglig leder. Allerede Berle og Means (1932) var opptatt av dette. Et annet eksempel er å gi daglig leder en beskyttelse mot et fiendtlig oppkjøp gjennom endring i selskapets statutter. Falaye (2007) viser at selskaper med forskansningsstrategier for toppledelsen har lavere børsverdi enn tilsvarende selskaper uten slik beskyttelse.

**Tyveri** Til slutt nevner Tirole “self-dealing”, som rett og slett er tyveri fra aksjonærene. Et salg av eiendeler fra foretaket til en pris lavere enn markedspris til et annet selskap som ledelsen kontrollerer (“tunneldrift”) er et eksempel på et slikt tyveri. Et annet eksempel er at man tilgodeiser venner og familie med godt betalte jobber for foretaket – såkalt “nepotisme”.

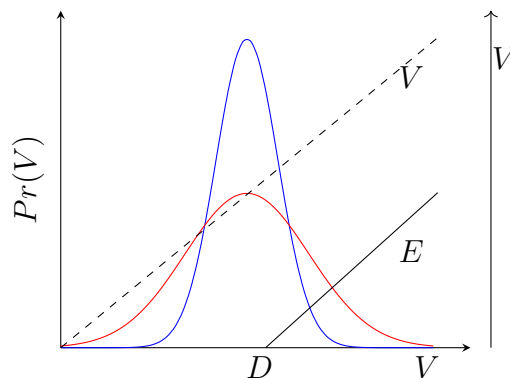
Disse problemene gjelder selvsagt ikke i alle selskaper og et agentproblem i et selskap er ikke nødvendigvis et problem i et annet. Men slike problemer ligger som en mulighet i alle selskaper som ikke har en eeneier.

### 1.3

*Horisontale agentproblemer* er problemer mellom eiere, nærmere bestemt mellom eiere av majoritetsposter mot eiere med minoritetsposter. En majoritetseier kan favorisere egne interesser på bekostning av småaksjonærer. Et eksempel er å betale et høyt utbytte til seg selv. Et annet er at man selger hele eller deler av selskapet til andre til en pris under markedspris, dvs. tunneldrift.

## 2

Vi kan vise at egenkapitalen er mer verdt jo større verdiutslag, eller *volatilitet* selskapsverdien har. Dette vises i figur 1. Til venstre for  $D$  er jo  $E = 0$ , uansett hvor stor forskjellen  $V - D$  er. Vi kan vise betydningen av volatilitet ved å tenke oss at vi kan velge mellom to prosjekter. Selskapet kan bare velge det ene, og det har ikke flere prosjekter. Begge prosjektene har den samme positive forventede verdi  $E(V_A) = E(V_B)$ , men det ene prosjektet har langt større volatilitet enn det andre. Det sikre prosjektet kalles  $V_A$ , det usikre  $V_B$ . Vi antar at selskapsverdien er normalfordelt for begge prosjektene. Volatiliteten kan måles med standardavviket til prosjektene, dvs  $\sigma_A$  for prosjekt  $A$ . For prosjekt  $A$  er  $\sigma_A = 0.5$ , og for prosjekt  $B$  er  $\sigma_A = 1.0$ . Videre antar vi at gjelden er et tall større enn null:  $D > 0$ . Vi kan nå studere de to prosjektene i figur 1.



Figur 1: Egenkapitalen  $E$  er en kjøpsopsjon og er mer verdt når selskapet velger det riskable prosjektet  $V_B$  fremfor det sikre  $V_A$

Prosjekt  $B$  har en sannsynlighetsfordeling som er mer utstrakt enn prosjekt  $A$ . En investor er interessert i hvilken verdi selskapet kan ha når  $E > 0$ , dvs. på den stigende delen av  $E$ -kurven. Prosjekt  $B$  gir mulighet for høyere verdier av egenkapitalen enn prosjekt  $A$  jo lenger ut i den høyre halen på sannsynlighetsfordelingen man kommer. Prosjekt  $B$  er derfor mer verdt for eierne enn  $A$ , selv om den forventede selskapsverdien  $E(V)$  er den samme. Eierne vil altså foretrekke at det risikable prosjektet  $B$  fremfor det sikre  $A$ .

### 3

*Eiermodellen* innebærer at selskapet maksimerer eierne formue. *Interessentmodellen* betyr at selskapet maksimerer verdi for alle *interessenter* til selskapet, slik som ansatte, leverandører og kunder.

## 4

### 4.1

Eierne har i prinsippet tre valg (Hirschman, 1970):

**Protest** De kan innkalle til ny generalforsamling og velge et nytt styre. De kan også reise kritikk på den årlige generalforsamlingen.

**Utgang** De kan forlate selskapet ved at de selger sine aksjer. I et børsnotert selskap er dette enkelt. Da kan man velge "børsvandringen". En slik børsvandring er et sterkt signal til ledelsen om å opprettholde anstrengelsene for å skape verdier for eierne, fordi kursen på selskapets aksje vil falle når flere er interessert i å selge enn det er som vil kjøpe.

**Lojalitet** Velger man ikke å protestere eller å forlate selskapet, sitter man altså stille og lojalt finner seg i hva ledelsen foretar seg med selskapet.

### 4.2

Deler av lønnen knyttes til aksjekursen. Lønnen består da av en fast del og en del som varierer med aksjekursen, dvs.

$$\text{Daglig leders lønn} = \text{Fast lønn} + B \cdot (\text{Selskapets aksjekurs}) \quad B > 0 \quad (1)$$

Jo høyere aksjekursen for selskapet er, jo mer vil daglig leder tjene. Også eierne er selvsagt interesserte i at aksjekursen er høyere. Tanken bak en slik resultatbasert lønn er derfor at daglig leders lønn binder sammen interessene til eiere og daglig leder. Et slikt interessefellesskap fjerner agentproblemene mellom eiere og daglig ledelse.

## 4.3

Styrets funksjoner består i å følge opp daglig leder og påse at han eller hun ikke foretar seg handlinger som strider med eiernes interesser. En annen funksjon er å fungere som rådgiver for daglig leder. Et styre bør derfor balansere hensynet til *uavhengighet* i forhold til daglig leder mot hensynet til *rådgivningskompetanse*. Jo mer man legger vekt på kontroll, jo mer uavhengig bør styret være. Jo mer man legger vekt på rådgivning, jo mer kompetanse bør styret ha.

## Referanser

- Bertrand, M. and S. Mullainathan (2003, Oct). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy* 111(5), 1043–1076.
- Falaye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. *Journal of Financial Economics* 83, 501–529.
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Tirole, J. (2001, Jan). Corporate governance. *Econometrica* 69(1), 1–36.