

**AKTIE-
MARKNADENS
NÄRSYNTHET
OCH
FÖRETAGENS
INVESTERINGS-
BESLUT**



HUR

KORTSIKTIG ÄR MARKNADEN ?

Denna artikel kan Du läsa på två sätt. Antingen i en sammanfattning eller i en längre mer ingående artikel, "Aktiemarknadens närsynthet och företagens investeringsbeslut".

Sammanfattningen återfinns på detta uppslag och huvudartikeln börjar på nästa.

AV PROFESSOR GUNNAR ELIASSON, VD, INDUSTRIENS UTREDNINGSPENNINGEN

●●● Frågan om marknadens, särskilt finansmarknadens, benägenhet att tvinga på människor och företag kortsiktiga beslut har under den senaste månaden diskuterats i flera artiklar, bland annat i Financial Times, där man dock inte lyckats ta ställning till frågan.

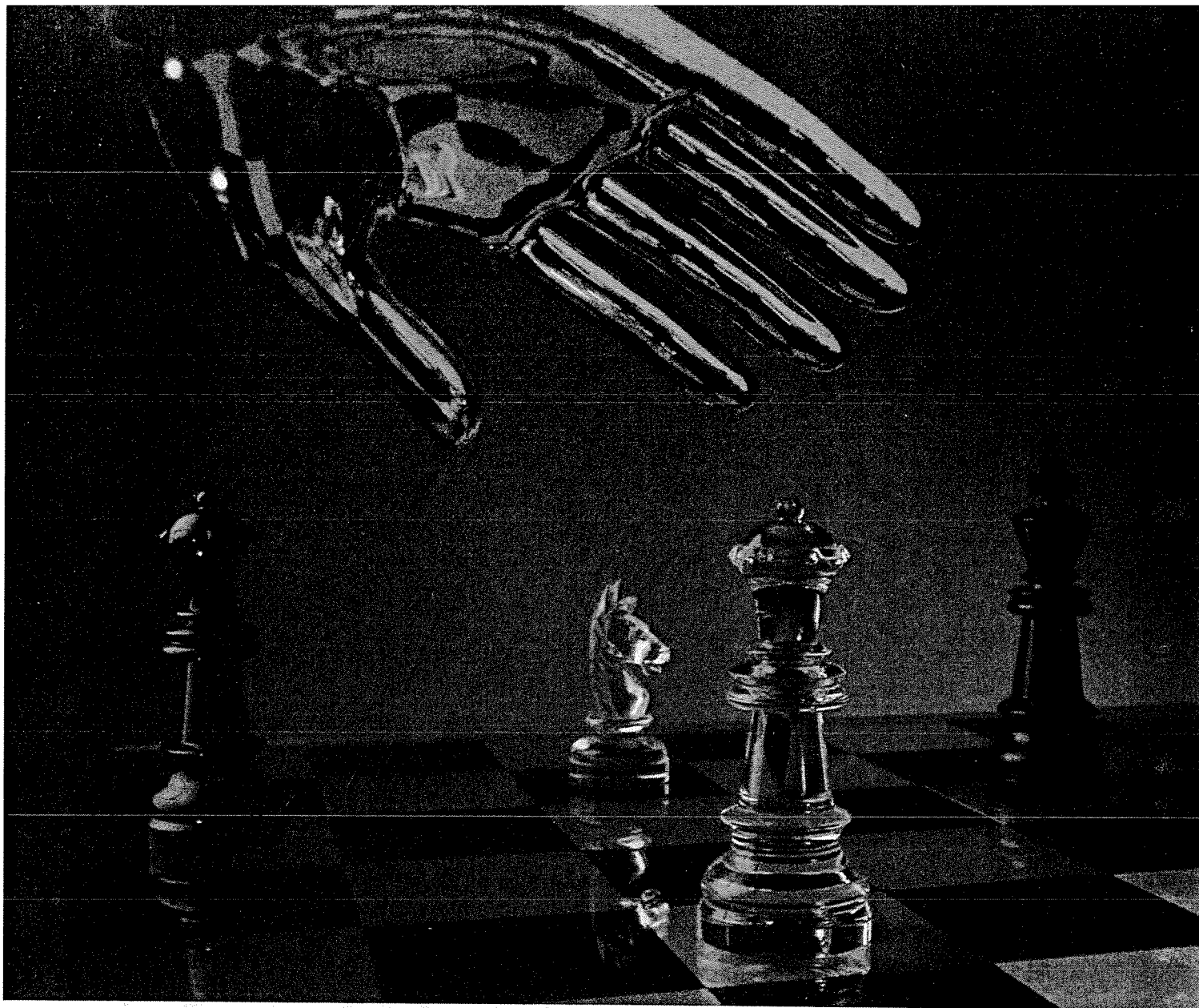
Clas Wihlborg ger i sin artikel en översikt av problemet och konstaterar att det är svårt, kanske omöjligt, att skilja mellan en dålig företagsledning, som under år efter år visar upp röda siffror, och en skicklig långsiktigt syftande företagsledning, som även den under många år visar upp röda siffror. Bägge företagsledningarna kommer självfallet att åberopa "klok långsiktighet" som orsak till de dåliga siffrorna. Först efter många år kommer eventuellt vinsterna.

Än mer paradoxal blir situationen, när stora vinster, särskilt mycket stora vinster, och i synnerhet stora vinster som finansmarknadernas handlare i värdepapper tjänar in, i den politiska debatten betraktas som ett uttryck för spekulation och kortsiktighet. Hur kan man så kapitalt

ställa ekonomiska principer på huvudet? Clas Wihlborg ger följande förklaring.

Den moderna finansteorin, som för den fria marknadens talan, sätter likhetstecken mellan optimala investeringsbeslut ur samhällets och aktieägarnas synpunkt. Men detta förutsätter perfekta marknader och att företagsledning och utomstående (marknaden) vet lika mycket om företaget. Men marknaderna är aldrig perfekta. Därför kommer de, på grund av på okunnighet grundad osäkerhet, att sätta för lågt värde på expansionsföretagets aktier. Följdaktligen föredrar en rationell ledning projekt som ger hög vinst på kort sikt. Sådana företag är lättare för marknadens experter att förstå sig på. Denna kortsiktighet i dag missgynnar aktieägare på lång sikt.

Men detta innebär inte, konstaterar Wihlborg, att marknaden bör regleras så att kortsiktigheten försvinner. En reglering innebär att någon annan grupp får ökat inflytande på värderingen av företagen än marknadens ex-



perter. Detta kommer att ge upphov till nya marknadsimperfektioner, som kan vara ännu kostsammare för samhället. Om aktiemarknaden ges en för svag ställning kommer å andra sidan disciplinen på företagsledningen att försvagas. Denna kan då i lugn och ro prioritera egna syften på företagets och aktieägarnas bekostnad. För att skapa ett bättre system måste vi veta hur kostsam kortsiktigheten är och vilka problem som uppstår i det nya, reglerade systemet. Det är inte alls självklart att reglerarna/politikerna har den kompetens som krävs för att förbättra marknaderna.

HUR SER DEN OPTIMALA KOMPROMISSEN UT?

Wihlborg diskuterar industribanksgrupper, olika röstvikt, publiceringsregler och konkurrens mellan aktiebörser i Europa. Hans slutsats är att det inte finns en perfekt lösning, som kan regleras fram. De politiska myndigheterna kan mycket väl åstadkomma en ännu sämre lösning. Om

det finns ett problem, hävdar Wihlborg, så ligger dess orsak i dåligt informerade marknadsdeltagare. Dessa känner visserligen till problemen bättre än reglerare, men de har inte alltid incitament att välja den för alla parter bästa lösningen. Det gäller därför att utforma kontrakten mellan företagsledning och ägare, så att information utnyttjas effektivt, eller snarare att inte med regleringar förhindra att sådana bra kontrakt och överenskommelser kommer till stånd på mikroplanet.

Hur dessa kontrakt bäst skall utformas vet man bäst i marknaden. Den enda effektiva lösningen på marknadens närsynthet är därför att ge marknadens agenter stor frihet att utforma sina egna institutionella lösningar. Myndigheterna kan knuffa på den utvecklingen genom att till exempel se till att det blir konkurrens. En ökad konkurrens mellan Europas aktiebörser kommer automatiskt att göra många lagar om informationspublicering och mot insiderhandel överflödiga, slutar Wihlborg. □

AKTIE- MARKNADENS NÄRSYNTHET

I USA och England har det länge klagats på att företagsledningar saknar ett långsiktigt perspektiv i sina investeringsbeslut, medan japanska företag i samarbete med MITI (Ministry of Trade and Industry) ses som ett föredöme för långsiktigt tänkande.

Anledningen till den amerikanska när-syntheten anses vara aktiebörsens krav på snabb avkastning på investerat kapital.

●●● Med aktiehandelns ökade roll i Sverige och i det kontinentala Europa har en likartad kritik börjat höras även här. Det är ofta företagsledningars representanter som framför kritik av "närsynthet", men även fackföreningsrepresentanter och politiker hänvisar till denna typ av argument i sin iver att fördöma "börsspekulanternas" roll i samhället.

Tidskriften The Economist publicerade 1988 (18/6) en studie av 200 brittiska företagsledares attityder. Hälften av dessa svarade att man avstod från värdefulla projekt på grund av rädslan för en negativ reaktion på börsen. Företagsledningen riskerar att fientliga övertaganden av företaget kan inledas på börsen då dess aktier

är undervärderade. Man vill också undvika undervärdering då ledningens kompensation är bunden till marknadens värdering av ett företag.

Om argumenten för närsynthet är riktiga innebär aktiemarknadens ökade roll ett allvarligt samhällsproblem med inverkan på tillväxtens storlek och innehåll. I USA är det vanligt att man ser

japanska företags ökade konkurrenskraft inom en rad före detta USA-dominerade industrier som en följd av en kortsiktig investeringsstrategi i USA. "Rädslan" för Japan är också på uppgång i Europa och ropen på ett samarbete mellan stat och industri, enligt den japanska >>

OCH

FÖRETAGENS

INVESTERINGS-

BESLUT

"RÄDSLAN"



FÖR JAPAN ÄR OCKSÅ PÅ GÅNG I EUROPA"

AV PROFESSOR CLAS Wihlborg, Handelshögskolan, Göteborg

AKTIEMARKNADENS...

modellen, ökar på många håll. De större svenska företagen har länge varit kontrollerade av minoritetsägare. Man talar om "bankgrupper" bestående av en bank och närstående (via styrelserepresentation) investeringsfonder med direkta minoritetsägarintressen. I Tyskland är bankgruppsystemet än mer uttalat, eftersom bankerna kan inneha aktier i företag. Systemet har vissa likheter med det japanska.¹⁾

Minoritetsägarna har via bank och kontakt med företagsledning god insyn och stort inflytande i gruppens företag och traditionellt har de varit väl skyddade mot majoritetsägarnas aktioner på börsen, bland annat genom att röstetalen per aktie har kunnat differentieras.

Under senare år har minoritetsägarnas direkta inflytande minskat på grund av avregleringar och internationalisering av finansmarknaderna. Företag har många olika sätt att finansiera sig och är mindre beroende av banker. Billigare direkta finansieringsmöjligheter står till buds i till exempel obligationsmarknaderna i Sverige och utlandet. Värderingar av företaget på de decentraliserade finansmarknaderna har därmed blivit allt viktigare. Aktiemarknaderna spelar här en stor roll för värderingen, även om en mindre del av all finansiering sker via aktieemissioner. Ledningen för aktie- och värdepappersfonder kommer att öka i betydelse i värderingen. Dessa är notoriska för sin rädsla att få marknaden mot sig även på kort sikt. Detta behöver emellertid inte betyda att investeringsbeslut blir kortsiktiga om marknads värdering av vinstmöjligheter är baserad på bästa möjliga information.

Frågan är nu om utvecklingen mot decentraliserade finansmarknader enligt anglosaxisk modell kommer att framtvunga ett alltför kortsiktigt tänkande i svenska företag. Först måste jag fråga vad som bör utgöra referenspunkten när man talar om "överdriven kortsiktighet".

NÄRSYNTHETENS SUBJEKTIVITET

Företagsledares klagan på aktiemarknadens närsynthet skulle kunna tolkas som en överdriven tillit till det

¹⁾ Se Expansion, avveckling och företagsvärdering, s 201 ff IUI, Stockholm 1988.

²⁾ Se på denna punkt Eliasson-Wihlborg, 1991, Spelet till Nobels minne, Cash-Links, nr 1 (februari).

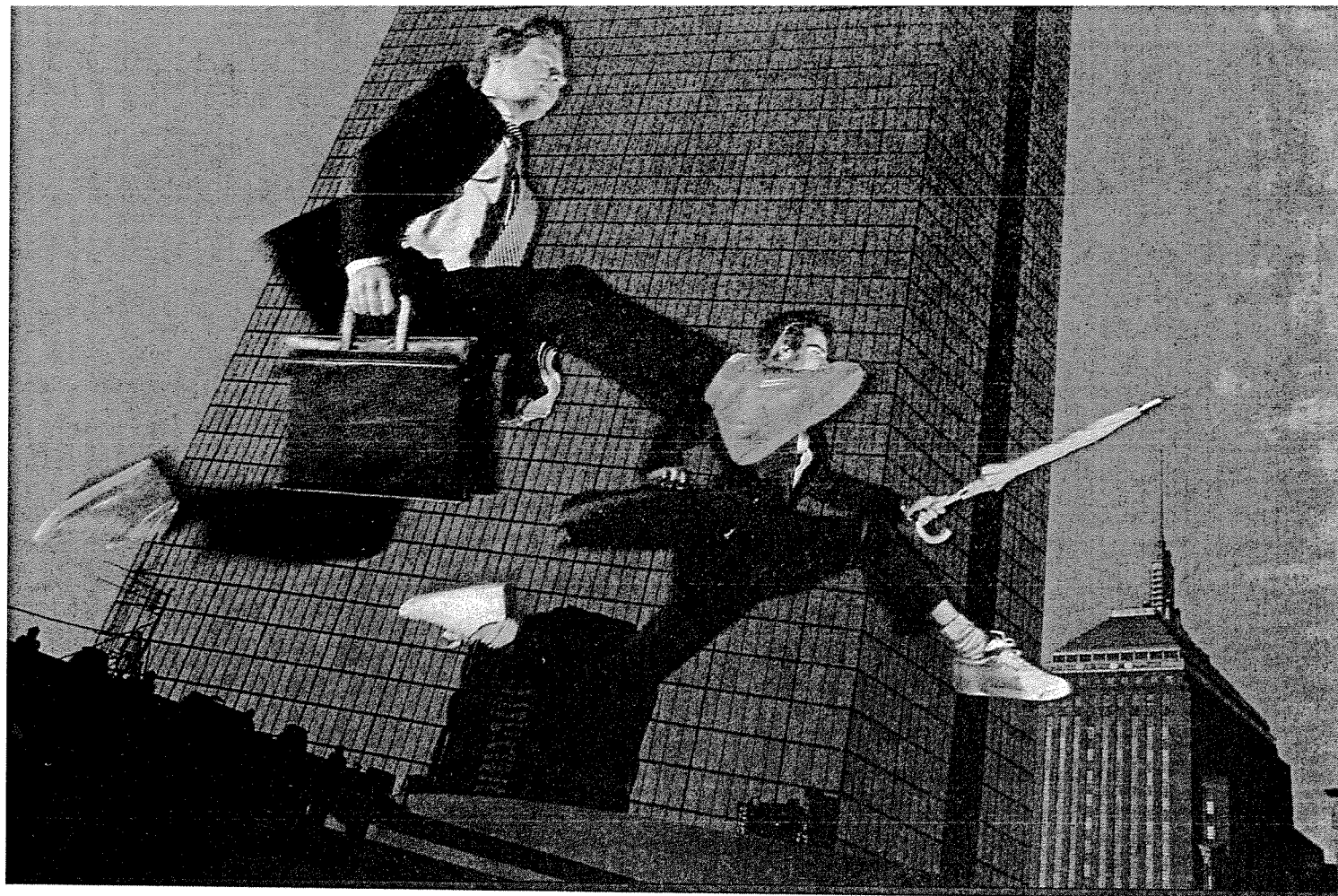
egna omdömet eller ett motstånd mot begränsningar av den egna maktpositionen. Sådana begränsningar följer ofelbart när marknads värdering av företagsledningen påverkar dennas handlingsutrymme. Det är vidare naturligt att om ledningen har andra målsättningar än aktieägarna, så kan vi förvänta oss att ledningen klagar på alltför stort marknadsinflytande.

Konflikten kan illustreras med relationen mellan Volvos förre chef P G Gyllenhammar och de spridda majoritetsägarna. Gyllenhammar har hävdade att aktieägande för företagsledningen och incitamentskontrakt kopplade till vinst och aktiekurs leder till kortsiktighet i besluten. Samtidigt har det ryktats om hundrakronors "Gyllenhammar-rabatt" i prissättningen på Volvos aktier. Marknaden tycks ha varit alltför kortsiktig i förhållande till Gyllenhammars omdöme, men det är också möjligt att en utspridd skepsis beträffande Volvos långsiktiga strategi har varit välgrundad. Vems bedömning bör få dominera ur samhällets synpunkt?

Subjektiviteten i bedömningen av närsynthet belyses också av, att man funnit att japanska företag är "bättre" än amerikanska på att överleva och komma igen, efter en svårartad nedgång i försäljningen i förhållande till konkurrenter. Detta kan ses som bevis på mer långsiktigt tänkande hos ledningen i japanska företag, men det är fullt möjligt att företagets resurser skulle utnyttjats bättre om den förlustbringande aktiviteten lagts ner och resurserna investerats på annat håll. I detta exempel ser vi också att en motsättning kan råda mellan aktieägarna, som eventuellt skulle vinna på en nedläggning, och de anställda, som i den japanska modellen får större arbetsstrygghet.

Vi har här tre olika referenspunkter för en bedömning av marknads närsynthet, nämligen företagsledningens, de anställdas och aktieägarnas.

Om företagsledningen följer spelreglerna för "effektiva" finansmarknader, kommer finansiella resurser, enligt finansteorin, att fördelas "optimalt" i förhållande till marknadsdeltagarnas attityder beträffande risk och avkastning. Enligt denna teori kommer därför företagsledningar, som inte investerar efter dessa principer, att få se finansiella tillgångar investeras i andra företag. Om lönsamma projekt finns men inte utnyttjas för före-



taget, kommer aktieägarna att byta ut ledningen.²⁾ Finasteorin sätter likhetstecken mellan optimala investeringsbeslut ur samhällets och aktieägarnas synpunkt. Detta likhetstecken bygger emellertid på ett antal antaganden som är diskutabla. Ett viktigt antagande är att marknaderna för varor och arbetskraft fungerar perfekt. Ett annat antagande är att marknadsdeltagarna har tillgång till samma information som företagsledningen.

ARBETSMARKNADS- OCH VARUMARKNADSIMPERFEKTIONER

För de allra flesta människor är det kostsamt att flytta mellan industrier och regioner. Arbetstrygghet har därför ett ekonomiskt värde. I en väl fungerande arbetsmarknad skulle otrygga, kortsiktiga arbeten ge högre lön än de som betraktas som säkra för en längre tid. I en arbetsmarknad med starkt centraliserad lönesättning eller ett fåtal arbetsgivare är det möjligt att folks preferenser för arbetstrygghet inte kommer att reflekteras i löneskillnader. De trygga, långsiktiga projekten skulle därmed ur samhällelig synpunkt kräva något slags stöd, eller subventionering, i förhållande till aktieägares värdering. Det är också möjligt att en företagsledning som står mer fri från aktieägares direkta inflytande

har större möjlighet att ta hänsyn till de anställdas och andras intressen i sina investeringsbeslut.

Är arbetsmarknads- eller varumarknadsimperfectioner ett gott argument för att minska aktieägares och finansmarknadernas inflytande på investeringsbeslut? Enligt min åsikt är svaret på denna fråga nej! För det första bör arbetsmarknadsproblemet angripas med arbetsmarknadspolitik om politiska myndigheter och allmänheten skall kunna få någon som helst överblick av konsekvenserna av ingrepp i marknaden. För det andra måste hänsyn tas till att företagsledningens ökade makt i förhållande till aktieägarna kan få andra icke önskvärda konsekvenser. Att helt enkelt kräva att företagsledningen skall använda samhälleliga kostnadsbegrepp och därmed ta hänsyn till exempelvis arbetsmarknads- och miljöproblem, leder naturligtvis till ett väldigt stort utrymme för subjektivitet och en politisering av investeringsbeslut med lobbygrupper för olika "samhälleliga" ändamål som utövar påtryckningar.

Enligt traditionell ekonomisk teori bör skatter och subventioner användas direkt för att påverka incitamenten i den icke fungerande marknaden. Denna teori kan också ses som naiv, och man bör kanske tillägga att i första hand bör marknadens institutioner och lagregler ses över, för att om möjligt få fram en effektiv pris- >

sättningsmekanism. Ovanstående resonemang beträffande olika former av intervention för att motverka effekterna av marknadsimperfectioner har ytterligare konsekvenser för valet av referenspunkt beträffande närsynhet. För att motivera lagförslag som minskar aktiemarknadens roll, är det inte tillräckligt att fastslå att aktieägarinflytande leder till kortsiktighet i förhållande till samhällets bästa. Man måste också värdera vilka imperfectioner som följer av att ge ökat inflytande till någon annan grupp. Imperfectionerna kan ju bli ännu större. Jag återkommer nedan till detta.

INFORMATIONSPROBLEM OCH AKTIEMARKNADENS NÄRSYNTHET

Under antagandet att aktieägare och företagsledning inte har samma information kommer deras bedömning av investeringsprojekt att bli olika. Det finns en växande litteratur på detta område, som visar att om företagsledningen ser maximering av aktieägarnas förmögenhet som sin målsättning, finns det en tendens till alltför stor kortsiktighet i investeringsbeslutet³⁾. Paradoxalt nog blir ledningen alltför "närsynt" även ur aktieägarnas synpunkt trots att ledningen tar beslut, som maximerar aktiernas värde. Denna situation kvarstår trots att aktieägarna känner till problemet, så länge ledningen har bättre information.

Innan detta argument förklaras ytterligare, vill jag hävda att "informationsasymmetrin" mellan ledning och aktieägare är i det närmaste en nödvändighet. Om en företagsledning har information som ej är allmänt tillgänglig, då har aktieägarnas incitament att försöka

upptäcka denna information. Ekonomer har observerat att med spritt ägande kommer ägare inte att ha incitament att ta på sig denna kostnad till fullo, eftersom värdet av informationen då tillfaller alla ägare via prisförändringar på aktier. Man borde emellertid vänta sig att företagsledningen har incitament att publicera fördelaktig information om sina projekt för att få marknaden att riktigt värdera dessa.

Ett problem är att projektdetaljer av konkurrens-hänsyn inte kan publiceras. Företagsledningen måste då göra påståenden om projekts kvalitet trovärdiga. Detta kan endast åstadkommas om ledningen ådrar sig någon slags kostnad för att "signalera" kvalitet. I annat fall kunde företagsledningen alltid hävda att ett projekt har hög kvalitet och på kort sikt använda finansierers medel för egna ändamål. Med många olika dimensioner på projekt krävs många signaler och marknadsaktörerna måste känna till relationen mellan de kostnader företagsledningen ådrar sig och projektets kvalitet. Vi stöter då åter på ett informationsproblem, som endast kan lösas under mycket speciella antaganden⁴⁾.

Insiderhandel kan tänkas driva upp aktiers värde i enlighet med projektets kvalitet, men legalt är sådan handel begränsad. Många företag begränsar också rätten för ledningen att handla på grund av intressekonflikter, som kan uppstå. Vidare skulle utbredd insiderhandel minska andra aktörers incitament att informera sig.

Om man således accepterar att projektansvariga har bättre information om projektavkastning över olika perioder än deltagarna i decentraliserade finansmarknader, återstår att förklara varför marknaden hamnar i dilemma att en företagsledning, som väljer projekt med syfte att maximera aktiernas värde, med allas vetskap kommer att välja alltför kortsiktiga projekt.

Det finns, som sagt, ekonomiska modeller som förklarar hur den av alla kända närsyntheten uppstår. I allmänhet beskrivs en situation där vinsten under en viss period beror på projektets långsiktighet, företagsledningens skicklighet att administrera projektet och tillfälliga fluktuationer i vinsten. Marknadsdeltagarna kan på kort sikt inte skilja mellan dessa faktorer. Aktiernas värde beror på aktiemarknadens värdering av

³⁾ Se till exempel Narayanan, M H 1985, "Managerial Incentives for Short Term Results", *Journal of Finance*, December och Stein, J, 1989, "Efficient Market, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior", *Quarterly Journal of Economics*.

⁴⁾ Eliasson, G, 1990, "The Firm as a Competent Team", *Journal of Economic Behavior and Organization*, June, diskuterar mer ingående hur kvaliteten på komplexa beslut omöjligen kan signaleras utan att beslutsfattarna (insiders) tar på sig egna risker i projektet. Det är emellertid mycket svårt att kontrollera risktagandet, eftersom finansmarknaden tillåter risk-diversifiering.

⁵⁾ Se till exempel Tehranian, H N G Travlos, and J F Waagelein, 1987, "Management Compensation Contracts and Merger Induced Abnormal Return", *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, Supplement, och Waagelein, J F, 1987, "The Association between the Adoption of Short-Term Bonus Plans and Corporate Expenditures", *Journal of Accounting and Public Policy*, 1-21.



projektets tidshorisont och ledningens skicklighet. Denna värdering beror på vinsten. I denna situation väljer ledningen projekt som ger hög vinst på kort sikt, även om detta inte är förenligt med aktieägarnas preferenser. Anledningen är att en eventuell låg vinst, på grund av tillfälliga fluktuationer, med viss sannolikhet tolkas som dålig företagsledning av aktieägarna. En sådan tolkning sänker aktiernas värde. Ledningen och aktieägarna vill naturligtvis undvika denna situation.

Aktieägarna vet att ledningen betar sig på det beskrivna sättet men dilemmat kvarstår om effekterna av tillfälliga fluktuationer inte klart kan separeras från vinsteffekter av ledningens handlande och skicklighet.

Man väntar sig att över tiden kommer marknadsdeltagarna att lära sig vilka företagsledningar som är mer eller mindre skickliga och mycket riktigt kan sådan kunskap lösa problemet. Det är dock tveksamt om kunskap av denna typ kan bli perfekt. Vidare har det visats att marknadsdeltagare med tiden kan lära sig tolka ledningens beteende, men detta fordrar att de statistiska sambanden mellan de olika vinstfaktorerna förblir oförändrade. Detta är också orealistiskt.

Man frågar sig om dilemmat inte skulle kunna lösas med rätt typ av incitamentskontrakt mellan företagsledning och aktieägare. Det ligger ju i båda gruppernas

intresse att långsiktigheten i investeringarna ökar. Mycket riktigt finns det studier som visar att kontrakt som gör företagsledningens kompensation beroende av vinsten över längre perioder ökar företagets värde. Detta måste bero på att marknaden då tror att långsiktigheten i beslutsfattandet ökar⁵⁾.

Svårigheten med att göra kontrakt beroende på vinsten över längre perioder är dels att sådana kontrakt skapar mindre rörlighet för företagsledare mellan företag. Vidare kommer en stor mängd faktorer, som inte kan förutses att påverka vinsterna över längre perioder och skapa risker som företagsledare inte vill utsätta sig för. Slutsatsen av diskussionen blir att de logiska argumenten för existensen av en viss kortsiktighet är starka. De studier som visar att aktiers värde stiger när långsiktigheten i ledningens kompensationskontrakt ökar, tyder både på att kortsiktigheten är ett reellt problem och att möjligheten att minska kortsiktigheten existerar. Frågan om finansiella marknader bör regleras för att minska kortsiktigheten är emellertid därmed inte besvarad. För att komma ytterligare ett steg framåt måste vi veta hur kostsam kortsiktigheten är och vilka problem som uppstår i ett alternativt system. Det krävs kompetens även av politikerna om de har ambitionen att förbättra marknaderna.

KORTSIKTIGHET OCH IMPERFEKTIONER I SYSTEM MED SVAGA AKTIEMARKNADER

I ett bankgruppdominerat finansiellt system har finansören/banken i stort sett tillgång till samma information som låntagaren. Detta innebär att i ett sådant system har argumenten för kortsiktighet i ett aktiemarknadsdominerat system ingen giltighet. Andra problem uppstår emellertid då minoritetsägare och företagsledning är skyddade mot marknadsdeltagarnas värdering.⁶⁾

Ett problem är att banken uppnår en slags monopol-situation i förhållande till företaget baserat på dess information om företaget, dess ledning och projekt. Banken kan utnyttja denna monopolställning till exempel när lånevillkor skall omförhandlas. Vidare innebär den ökade koncentrationen på utlåningssidan en större likriktning av åsikter om vilken typ av projekt som skall anses finansieringsbara. Risken är därmed stor att dåligt omdöme inom ledningen för en bankgrupp kan få svåra konsekvenser.

I Sverige, och på många andra håll, har många alternativa låneformer vid sidan av bankerna skapats. Företagen kan därmed i större utsträckning rikta sig direkt till marknadsdeltagarna. Aktiemarknadens kontroll över företagsledningen har emellertid förblivit svag, eftersom de legala skydden mot övertaganden är starka. Beroendet av bankerna har minskat medan företagsledningens ställning troligen har stärkts. Fördelen med detta system är således att bankers monopolställning i viss mån är bruten. Å andra sidan är företagens finansieringsförmåga starkt beroende av dess rykte i finansmarknaderna. Det har hävdats att företag därför blir

så måna om sitt rykte att relativt riskfyllda och långsiktiga projekt undviks på ett sätt som missgynnar aktieägarna.

Det är lätt att tyda ökad ovillighet att ta risker (riskaversion) som ökad kortsiktighet, men de två begreppen är inte nödvändigtvis identiska. Både kort- och långsiktiga projekt kan vara mer eller mindre riskfyllda.

Nya företag som ännu inte har ett rykte och namn att skydda skulle i detta system bli överdrivet riskbenägna. Anledningen är att de höga räntor som det nya företaget måste betala, i kombination med ägarnas begränsade ansvar, stimulerar risktagandet. Det begränsade ansvaret innebär att goda utfall kommer ägarna tillgodo helt och fullt, medan starkt negativa utfall inte belastar ägarna utöver deras kapitalinsats.⁷⁾

KONSEKVENSER FÖR REGLERINGSVERKSAMHET

Sammanfattningen i denna artikel av olika argument för kortsiktighet och andra ineffektiviteter under olika regelsystem för de finansiella marknaderna, visar att informationsproblem under alla omständigheter leder till någon slags imperfektion. Detta innebär att vetskapen att ett visst system tenderar att bli till exempel alltför kortsiktigt inte är tillräckligt för att reglera den verksamhet som skapar kortsiktighet. Ofelbart uppstår andra imperfektioner.

Det är troligen riktigt att om aktiemarknaden ges en stark ställning som påtryckning på företagsledningen, tenderar denna att i alltför hög grad prioritera kortsiktiga, lönsamma projekt även ur aktieägarnas synpunkt. En försvagning av aktieägarnas ställning leder emellertid till stora möjligheter för företagsledningen att arbeta för egna mål och risken att en ledning med dåligt omdöme åsamkar skada är stor. Argument från företagsledningens sida att marknaden tvingar dem till kortsiktighet bör därför tas med en stor nypa salt. De är parter i målet.

Man kan också vänta sig att företag beter sig alltför kortsiktigt i förhållande till exempelvis de anställdas önskemål. Att motivera ingrepp i de finansiella marknaderna på sådana grunder leder emellertid till stora effektivitetsförluster som kan undvikas om man söker och angriper källan till problemen i lönesättningen på arbets-

6) Glete, J, 1989, "Long-Term Firm Growth and Ownership Organization", *Journal of Economic Behavior and Organization*, innehåller en diskussion av bankgruppers historik och effektivitet med illustrationer från Wallenbergsgruppens historia.

7) I Holmström, B, 1989, "Agency Costs and Innovation", *Economic Behavior and Organization*, diskuteras hur företagsledningens rykte, företagens organisation och ägarförhållanden kan påverka innovationsförmågan.

8) G. Eliasson diskuterar i "Financial Institutions in a European Market for Executive Competence" i Wihlborg, C, M Fratianni och T Willet (red) *Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992*, North-Holland, 1991, hur informationsproblem kring företagsledningens kvalitet leder till institutionella lösningar inom både finansiella marknader, företagens karriärsystem och arbetsmarknaden för företagsledare.



marknaden. Vid skapandet av ett regelsystem för finansiella marknader måste man också komma ihåg att många av de informationsproblem som existerar, i hög grad kan kontrolleras av marknadsdeltagarna via utformningen av finansiella kontrakt och kontrakt mellan företagsledning och ägare. Så till exempel hänvisades det ovan till att ledningens kompensationskontrakt kan göras beroende av företagets fram- eller motgångar över längre perioder.

Kortsiktigheten bör därmed minska. Vidare är upptäckningsrikedomen i marknaderna stor beträffande klausuler och optioner i samband med olika former av lånekontrakt. Finansiärer kan därmed skyddas mot till exempel överdriven riskbenägenhet eller försök att undanhålla resurser från finansiärer.

Detta resonemang leder till att den viktigaste aspekten på lag- och regelsystem för de finansiella marknaderna är att det ger möjlighet för institutionell utveckling och kontraktsformulering mellan marknadens deltagare för att minska effekterna av olikheter i informationsinnehav. Sådana problem är bäst kända av marknadsdeltagarna⁸⁾.

Ramen för relationen mellan ägare, finansiärer och företagsledning ges till stor del av aktiebolagslagen. Inom denna kan man till exempel diskutera konsekvenserna av att tillåta olika röstvikt för olika grupper av aktier. Olikheten i röstvikt skyddar minoritetsägarnas

inflytande och försvårar fientliga övertaganden. Detta kan ha sina fördelar, men ger utrymme för minoritetsägare och ledningen att arbeta efter sina mål på majoritetsägarnas bekostnad. Denna risk visar sig naturligtvis i priset på aktier, men lagen ger här utrymme för marknadsimperfectioner som enbart med stor svårighet kan rättas till om marknadsdeltagarna så önskar. Det är ju så att om man en gång har givit upp sin rösträtt, så har man ingen möjlighet att senare påverka situationen. Sådana kontrakt innebär en mildare form av slavkontrakt, som inte kan omförhandlas.

Regler beträffande publicering av information om insiderhandel, företagsköp och aktieäggande är också viktiga för aktiemarknadens funktion och incitamenten för företagsövertagande. Möjligheterna att efter 1992 erhålla konkurrens mellan börser i olika länder med olika regelsystem bör göra lagar beträffande informationspublicering onödiga. De börser och organisationer för värdepappershandel som bäst tillfredsställer både marknadens efterfrågan på information och nödvändigheten ur incitamentssynpunkt att kunna göra vinster baserat på en informationsfördel kommer att florerat.

Insiderhandel, som både kan bidra till att minska problemet med kortsiktighet och underlätta företagsövertaganden, kan i hög grad regleras via börsens regler, via insiders' anställningskontrakt och generella regler angående bedrägligt förfarande. □