

Finansparadigmet

1 Innledning

Du var vinden
Eg er ein båt utan vind.
Du var vinden.
Var det den leidi eg skulle?
Kven spør etter leidi
når ein har slik vind!

Olav H. Hauge²

Den lyriske starten skyldes verken en illusjon om at gartneren fra Ulvik brydde seg om finans eller villfarelser om at jubилanten snakket nynorsk i sin barndoms Gudbrandsdal. Den personlige grunnen til å starte med dette diktet er at det var Steinars dype faglighet, store entusiasme og konstante vennlighet som gjorde at jeg som ureflektert student for et kvart århundre siden ble blåst både inn i og gjennom en forskerutdannelse i finans. Den personuavhengige bakgrunnen er at denne artikkelen dreier seg om hvilken retning finansfaget har gått i siden den gangen. Jeg skal forsøke å beskrive hva som har kjennetegnet faget på ulike stadier og hva som bidro til at det som kalles finans i dag er noe helt annet enn det jubилanten i sin tid bragte meg inn i.

Siden det ene formålet med artikkelen er å vise kolleger utenfor faget (utsiderne) noen særtrekk ved vår idéhistorie, forutsettes ingen forkunnskaper i finans. Det andre formålet er å gjøre det litt lettere for oss finansforskere (innsiderne) å se hva vi har holdt på med i disse årene og kanskje til og med hva vi kunne gjøre annerledes fra nå av. I det daglige er min erfaring at vi innsidere sjelden ser på oss selv med utsidernes briller fordi vi, som andre spesialister, nesten bare diskuterer fag med hverandre og da med maurens og ikke fuglens perspektiv. Ved å skrive vår historie for andre er det mitt håp at det er enklere for innsidere flest å se seg selv både utenfra og ovenfra.

¹ Handelshøyskolen BI, Institutt for finansiell økonomi, Elias Smiths vei 15, Postboks 580, 1302 Sandvika.

² Fra *Dropar i austavind*, Samlaget, 1966.

På denne bakgrunnen har jeg valgt en ikke-teknisk og nærmest kåserende stil og dessuten latt være å bruke referanser. I neste avsnitt beskrives fellestrekk ved finansfagets idéhistorie de siste 25 år, mens jeg deretter deler denne perioden i to og gjennomgår paradigmekjennetegn for hver underperiode separat. Dette leder over i et avsnitt om iøynefallende sosiologiske trekk ved oss som arbeider med finans til daglig. Til slutt lanseres noen tanker om framtidige arbeidsområder i finans som jeg tror kan være interessante for utsiderne og samtidig utfordrende for oss på innsiden.

2 Fellestrekk ved finansfagets idéhistorie

Fagområdet har flere navn. Da jeg selv kom inn i det rundt 1975, bar det kombinasjonsnavnet investering (capital budgeting) og finansiering (financing), som vi kan tenke på som beslutninger på henholdsvis venstre- og høyresiden av en balanse. Gradvis har begrepene finansiell økonomi (financial economics) og finans (finance) tatt over, og i dag er det finans som er den betegnelsen folk flest bruker. Nå er det også vanlig å skille faget i de to underområdene verdipapirfinans (investments) og bedriftsfinans (corporate finance), hvor det første gjelder finansielle instrumenter og det andre går på selskapets investerings- og finansieringsbeslutninger. Det er et tett forhold mellom disse to underområdene fordi vi analyserer beslutningene i bedriftsfinans ut fra et formål om å maksimere verdien av de finansielle instrumentene som selskapet utsteder, dvs. egenkapital- og gjeldskontraktene.

Uansett hvilken del av finans vi trekker fram og uansett hvilken del av tidsperioden vi ser på, er noen kjennetegn ved faget så markante og oppfattes som såpass udiskutable av innsiderne at de må sies å utgjøre en del av finansparadigmet i kuhnsk forstand. Stikkordmessig dreier dette seg om minst åtte særtrekk:

1. Kvantitativt

Tall står sterkt i forhold til ord; ord alene møtes ofte med skepsis.

2. Matematisk

Ligninger som viser at noe gjelder generelt står sterkere enn talleksempler for et enkeltstående tilfelle. Differensialligninger som reflekterer utvikling over tid slår hardere enn statiske ligninger for et fast tidspunkt.

3. Teorematisk

Bevis for en sammenheng avledet fra underliggende aksiomer har høyere stjerne enn påstander om sammenhenger basert på rimelighetsargumenter og intuisjon.

4. Empirisk

Teori alene er sjelden nok, men skal konfronteres med empirisk observasjon, helst av den som lanserer teorien. Vi har sympati for Poppers idé om at en påstand ikke fortjener hedersbetegnelsen teori hvis ikke påstandens prediksjoner kan etterprøves i virkelighetens verden. Vi er opplært til inderlig skepsis overfor empirisk testing av hypoteser som ikke kan avledes fra teoremer.

5. Positivt

I synet på forholdet mellom teori og empiri er vi Friedmantilhengere. Vi bedømmer ikke et teorem ved å diskutere realismen i aksiomene, men ut fra hvor godt teoremets empiriske prediksjoner stemmer med det vi kan observere.

6. Positivistisk

Det følger nærmest automatisk av kjennetegnene så langt at finansforskere er positivistiske fordi vi langt på vei henter forskningsideal og arbeidsform fra naturvitenskapene. De fleste av oss vil også mene at nettopp dette perspektivet er nøkkelen til fagets suksess.

7. Ikke-falsifiserende

Popper mente at kjennetegnet ved en god empirisk test er at den prøver iherdig å forkaste hypoteser, og at hypoteser som overlever en slik tortur reflekterer god underliggende teori. I testen av en hypotese om at alle kråker er svarte burde vi derfor ifølge Popper gjøre vårt ytterste for å oppspore hvite kråker (generelt kråker som ikke er svarte) snarere enn lete omhyggelig der vi allerede vet at svarte kråker pleier å være. Dette idealet om et falsifiserende forskningsdesign strever alle samfunnsforskere med, og finans er intet unntak fra tendensen til å samle data som gjør det lettere å bekrefte enn å avkrefte prediksjoner, spesielt slike vi selv har konstruert. Mange vil mene at trykket på å publisere og vanskene med å få antatt forskning som ikke finner signifikante empiriske sammenhenger forsterker denne tendensen til ikke-falsifiserende forskningsdesign.

8. Multidisiplinært

Finans har alltid støttet seg på mikro- og markedsteorien fra samfunnsøkonomi. Vi har også hentet flittig fra finansregnskapsfaget, særlig fra resultat-

balanse- og kontantstrømslogikken. Både matematikk og matematisk statistikk (som vi kaller økonometri) brukes hele tiden, og i den aller seneste tid har vi begynt å låne tankeganger fra strategi og institusjonell økonomi.

I tillegg til disse umiddelbare kjennetegn ved finansparadigmet kan vi også fastslå at innholdsmessig dreier faget seg om å forstå hvordan mennesker velger og markeder fungerer, om hvilken økonomisk verdi en aktivitet eller eiendel har og om hvilke beslutninger som gjør denne verdien størst mulig. Finans prøver altså å sette en prislapp på eller *verdsette økonomisk virksomhet*. Vårt paradigme sier at under bestemte betingelser koker dette ned til å finne nåverdien (NV) som en funksjon av den framtidige kontantstrømmen som eiendelen gir utsikt til (K) og av en kapitalkostnad (k) som reflekterer tidsforsinkelsen og risikoen i denne inntjeningen:

$$NV = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{K_t}{(1+k)^t}, \quad (1)$$

Denne nåverdimodellen er etter mitt syn det mest grunnleggende i hele finansparadigmet fordi så mye av alt det andre vi holder på med kan føres tilbake til dette utgangspunktet. Det kommer flere eksempler på dette i det følgende.

Etter denne gjennomgangen av overordnede kjennetegn går jeg nå inn på mer spesifikke faglige hovedområder. For å kunne illustrere karakteristiske trekk ved paradigmeutviklingen, har jeg valgt å dele den historiske gjennomgangen inn i perioden før og perioden etter 1985. Hadde jeg valgt en lengre totalperiode enn de siste 25 år, ville det ha vært naturlig å dele opp i minst tre underperioder, hvor den første er 1947-1968. I løpet av disse årene ble nemlig hele teorigrunnlaget for det moderne finansparadigmet lagt gjennom tre komponenter som samlet har blåst finansfaget framover med turbofart i alle år siden. Dette dreier seg om nytteforventningsteoremet (von Neumann og Morgenstern i 1947), porteføljeteorien (Markowitz i 1952) og kapitalverdimodellen (Sharpe, Lintner og Mossin i 1963-1968).

3 Før 1985

I perioden fra kapitalverdimodellen (KVM) ble skapt fram til ca 1985 bygde finansfaget på flere av de samme forutsetningene som KVM selv er basert på:

1. Friksjonsfrihet
2. Informasjonslikhet
3. Harmoni

Den første forutsetningen om *friksjonsfrihet* (null transaksjonskostnader) bringer oss til porteføljeteoriens verden, der alle risikoaverse individer er godt diversifisert fordi det er gratis å spre sin formue (portefølje) framfor å konsentrere den om noen få eiendeler. Dette betyr i sin tur at ingen bærer usystematisk (diversifiserbar) risiko. På den annen side kan ingen verge seg mot systematisk (udiversifiserbar) risiko, dvs. makrorisiko du ikke blir kvitt uansett hvor tynt du sprer dine midler utover.

Forutsetningen om *informasjonslikhet* (symmetrisk informasjon) betyr at ingen vet mer enn andre om den framtidige kontantstrømmen, dvs. at det ikke finnes privat informasjon. Tillagt betingelsene om nyttemaksimering som mål og frikonkurranselikevekt i kapitalmarkedet er implikasjonen gitt gjennom KVM, som i sin enkleste form sier at forventet avkastning på en eiendel (r) er risikofri rente (r_f) pluss et risikotillegg. Dette risikotillegget er lik antall risikoenheter eiendelen har (β) multiplisert med kompensasjonen per risikoenhet ($r_m - r_f$):

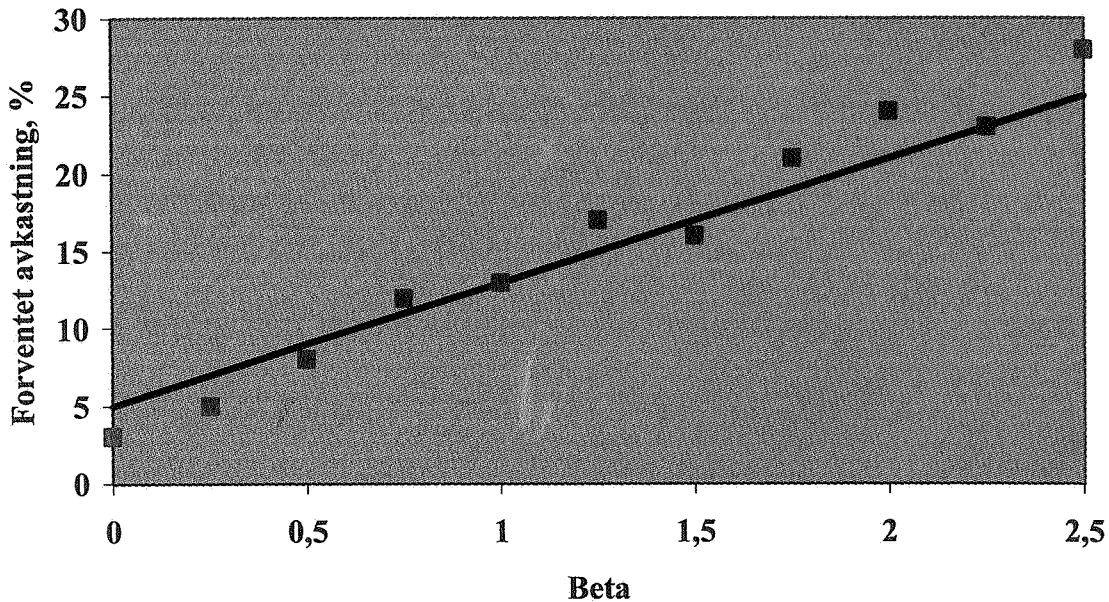
$$r = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f), \quad (2)$$

KVM predikerer derfor at i et marked med risikoaverse investorer vil det i frikonkurranselikevekt være et lineært, positivt forhold mellom en eiendels forventede avkastning og eiendelens systematiske risiko (beta). Derimot vil du ikke bli kompensert gjennom høyere forventet avkastning for å bære risiko som du kan bli kvitt ved kostnadsfri diversifisering (usystematisk risiko).

Samtidig innebærer forutsetningene bak KVM at denne forventede avkastningen er informasjonseffisient, dvs. at all informasjon som er kjent i markedet er reflektert i den forventede avkastningen og dermed også i dagens pris på eiendelen. Dette impliserer at det er umulig å forutsi prisutviklingen på et verdipapir ved å bruke teknisk analyse til å påvise mønstre i historisk kursutvikling og deretter kjøpe og selge på basis av slike mønstre (svak effisiens). Tilsvarende er det fånyttet å lete etter over- og underprisede verdipapirer ved hjelp av fundamentalanalyse, dvs. informasjon fra selskapenes publiserte regnskaper (halvsterk effisiens).

Fram til ca 1985 fikk alle disse prediksjonene god støtte i empiriske tester. Når det gjelder KVM, er det typiske resultatet illustrert i figur 1, hvor de

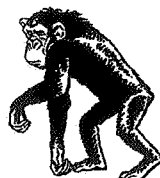
empiriske observasjonene (enkeltpunkter) stemmer forbløffende godt med prediksjonen fra KVM (heltrukken linje)



Figur 1: Sammenheng mellom systematisk risiko (beta) og forventet avkastning predikert fra KVM (heltrukken linje) og fra stilisert empiri fram til ca 1985 (enkeltpunkter)

Riktignok var det estimerte konstantleddet noe lavere og markedets risiko-premie (kompensasjonen per risikoenhet) litt høyere enn predikert, men hovedinntrykket var ubetinget oppmuntrende. Samtidig rapporterte testerne av informasjonseffisiens at historiske mønstre i aksjekurser ikke er økonomisk utnyttbare, at aksjekurser reagerer raskt og forventningsrett på ny informasjon, og at aksjefond ledet av profesjonelle forvaltere som stadig kjøper og selger det de tror er feilprisede aksjer ikke gjør det bedre enn dem som passivt holder en veldiversifisert portefølje. Verdipapirfinansien ga derfor porteføljeforvalterne en bisk melding:

- Porteføljeforvaltere kan erstattes av en apekatt som konstruerer porteføljer ved å kaste dartpiler på avisens aksjekursside.
- Sørg for å gi apekatten så mange piler at kastingen resulterer i en veldiversifisert portefølje. Pluss en generøs porsjon frukt og grønnsaker som uansett koster mye mindre enn forvalterhonoraret for aksjefond.



Den tredje forutsetningen vi bygde på før 1985 var ideen om at målkonflikter er såpass ubetydelige at vi kan se bort fra dem ved verdsettelse. Altså en *harmoniverden* der eiere og kreditorer (kapitalistene) ikke krangler med hverandre om selskapets mål, der begge kapitalistkategorier er enige internt (ingen konflikt mellom majoritet og minoritet), og der ledelsen hopper når eierne ber dem hoppe. I sum gjør dette at det ikke finnes insentivproblemer noe sted, at alle er enige om selskapets mål, og at maksimering av hele selskapets verdi (total kapitalen) er den beste rettesnor for alle kreditorer (lånekapital) og alle eiere (egenkapital). Riktignok hadde også vi finansforskerne lest Jensen og Mecklings prinsipal-agent artikkel fra 1976, men vi hadde ennå ikke tatt denne traurige konfliktverdenen inn i modellene våre.

Hva betyr så disse perfektjonsforutsetningene for den måten vi verdsatte eiendeler på i bedriftsfinans, slik dette beskrives generelt gjennom nåverdiuttrykket i (1)? For det første hadde vi nå, takket være KVM i (2), en teoretisk velfundert hypotese for kapitalkostnaden i nevneren som hadde god støtte i empiriske tester. For det andre hadde Miller og Modigliani vist allerede tidlig i sekstiårene at med perfekte kapitalmarkeder skal kontantstrømmen i telleren være forventet inntjening fra driften minus nyinvesteringer (fri kontantstrøm), dvs. utelukkende tall som skriver seg fra balansens venstre side (eiendelene). Både kontantstrøm og kapitalkostnad er dermed uavhengig av hvordan balansens høyreside ser ut, dvs. uansett forholdet mellom egenkapital og gjeld (kapitalstruktur), blandingen av kort og lang gjeld (gjeldsstruktur), sammensetningen av eierskapet (eierstruktur), og uansett forholdet mellom tilbakeholdt og utdelt overskudd (dividendepolitikk). Det eneste som skaper verdier er den produksjonen som eiendelene står for, og denne innrettes slik at markedsverdien av eiendelene blir størst mulig.

Dermed hadde vi ligninger for alt som skal puttes inn i nåverdiuttrykket, og det nåverditallet som beregnes ga et fullstendig uttrykk for den verdiskapningen som skjer. Tilleggsanalyse og ad-hoc baserte argumenter utenfor modellen var det ikke rom for. I så måte var vi tilsynelatende ved veis ende i den forstand at teorien både predikerte virkeligheten på en god måte og ga dessuten en fullstendig, konkret og implementerbar oppskrift på hvordan den som ønsker maksimal verdiskapning skal utføre sine verdsettelse. Game over?



Det skulle snart vise seg at det var tynnere grunnlag for selvtilfreds dvale enn vi trodde.

4 Etter 1985

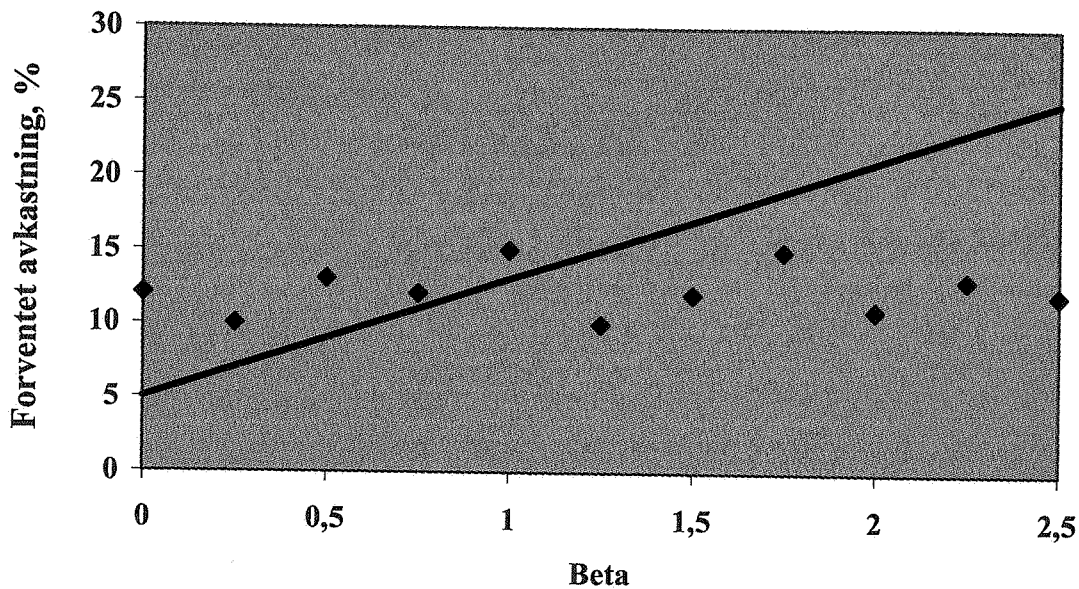
Som over alt ellers i denne artikkelen må jeg også her utelate mye og bruke grov penn og dristige generaliseringer om det jeg velger å ta opp. Dette problemet med ufullstendighet er størst i perioden etter 1985 fordi finans da utviklet seg enormt fort på så mange delområder samtidig. Ikke minst gjelder dette derivater og risikostyring, som jeg bare så vidt kommer innom senere.³

For å kunne holde tråden i historien og samtidig tydeliggjøre utviklingslinjer som interesserer utsiderne, velger jeg å beskrive noen hovedkrefter. Etter mitt skjønn bidro disse sterkt til at finansfaget ble radikalt forandret (men ikke revolusjonert) for andre gang i løpet av tredve år. Paradigmet endret innhold så mye at i alle fall innsiderne så på grunnfjellet i sitt eget fag med andre og klokere øyne enn før. Vinden kommer denne gangen fra tre retninger som hver for seg førte båten til helt nye farvann:

1. Prisingsanomalier
2. Informasjonsøkonomi
3. Interessekonflikter

Anomalier er empiriske resultater som er inkonsistente med det rådende paradigmet. Derfor var det utvilsomt en anomali da det kom påstander om at *beta er død* fordi dette risikomålet ikke kunne forklare avkastningsforskjeller mellom aksjer. Dette oppsiktsvekkende resultatet er illustrert i figur 2, hvor teorien (KVM-prediksjonen med heltrukken linje) er helt i utakt med en empiri som ikke viser noen klar sammenheng mellom å bære mer betarisiko og å oppnå høyere forventet avkastning (enkeltpunkter).

³ Å utelate dette feltet i akkurat denne boken er uproblematisk fordi jeg regner med at andre gratulanter kommer med bidrag her. Jubilanten har for øvrig vesentlige deler av æren for at NHH i lang tid har hatt et produktivt forskningsmiljø innen derivater og risikostyring.



Figur 2: Sammenheng mellom systematisk risiko (beta) og forventet avkastning predikert fra KVM (heltrukken linje) og fra stilisert empiri etter ca 1985 (enkelt-punkter).

Siste ord er ennå ikke sagt om hvor mye av dette resultatet som kan tilskrives de økonometriske metodene som er brukt. Likevel mener finansforskere flest at det klassiske betamålet og dermed også KVM har alvorlige problemer. Stikk i strid med hva KVM predikerer viser det seg nemlig også empirisk at avkastningen har vært høyere i små selskaper enn i store selskaper med samme beta (størrelseseffekten). Dessuten har avkastningen vært høyere i selskaper med lav enn i selskaper med høy markedsverdi per krone bokverdi (veksteffekten). Dette betyr at selv etter at forskjeller i betarisiko er tatt hensyn til, har markedet belønnet dem som investerer i små selskaper og i selskaper som har lav forventet vekst.

Hva gjør en stakkar med slike resultater? Da den første forvirringen og fortvilelsen la seg gjorde også vi det Kuhn sier forskere pleier å gjøre når paradigmer sliter med anomalier, og når det ikke finnes alternative paradigmer som du lett kan hoppe over til uten at din verdensoppfatning eller intellektuelle kapital styrter i grus.⁴ Vi tolket resultatene i lys av det gamle paradigmet (dvs. ut fra KVM-komponenten i det) og bygde det om oppå den gamle grunnmuren. Med kuhnsk terminologi er dette evolusjon og ikke revolusjon fordi vi i dag tolker størrelses- og vekstanomaliene som manifesteringer av mer presist formulerte risikofaktorer. Vi mener altså fortsatt at risikoforskjel-

⁴ Et slikt alternativt paradigme ville for eksempel være at aksjemarkedet er en kaotisk jungel hvor det eneste regelmessige som skjer er at noen få lurer svært mange om og om igjen.

ler forklarer avkastningsforskjeller, men vi har supplert det grovmaskede risikomålet fra KVM med mer nyanserte utgaver. Nøkkelen i denne tolkningen er at de to KVM-anomaliene (størrelse og vekst) reflekterer to underliggende risikofaktorer, og at disse gjelder spesielle kostnader som bare oppstår ved nedgangstider i hele økonomien. Disse kostnadene plukkes ikke opp av den konvensjonelle betafaktoren i (2), som måler generell samvariasjon mellom aksjen og hele markedet, hvor opptur og nedtur med samme prosentpoeng har symmetrisk effekt på risikomålet.

Vi snakker altså fortsatt om makrorisiko, men denne gangen om en kompensasjon for uårsrisiko. For størrelseseffektens vedkommende er idéen at fordi mange som investerer i børsnoterte aksjer også eier, jobber i, eller både eier og jobber i små selskaper, er disse investorene ekstra utsatt fordi slike småselskaper viser seg å være mer konkursutsatte enn andre i uår. Siden deres formue er overeksponert mot småselskaper i utgangspunktet, må investorene tilbys en premie for å ta på seg ytterligere konkursrisiko gjennom investering i små børsnoterte selskaper. Logikken bak veksteffekten er tilsvarende, siden det viser seg at selskaper med lavt pris/bok forhold nylig har tapt spesielt mye av sin markedsverdi. Da har de også tilsvarende lite å stå i mot med ved nedgangstider i hele økonomien.

Det var kort vei herfra til en ny prisingsmodell som kunne fjerne anomaliene. Dette skyldes at Steven Ross allerede rundt 1975 hadde utviklet arbitrasjeprismodellen (APM), som innebar en alternativ modellering av prisdannelsen på usikre kontantstrømmer. Problemet med APM er imidlertid at selv om den er bygd på mindre restriktive forutsetninger enn KVM og predikerer en lineær sammenheng mellom forventet avkastning og avkastningens følsomhet for et vilkårlig antall risikofaktorer (faktorbetaer), kan ikke APM si hva disse risikofaktorene heter. Dette altså i motsetning til KVM i (2), hvor det er en eneste faktorbeta, og hvor risikofaktoren er utvetydig spesifisert som markedsporteføljens avkastning. I åtti- og nittiårene ble derfor APM videreutviklet på rent empirisk grunnlag ved at navn på risikofaktorene kom fra empiriske studier som indikerte at kursbevegelser på aksjer samvarierer med visse makroøkonomiske variable, slik som uventede endringer i valutakurser og industriproduksjon.

I dette perspektivet er det ikke overraskende at prisingsanomaliene i forhold til KVM ga støtet til en videreutvikling gjennom APM-baserte utgaver, slik som:

$$r = r_f + \beta_m \cdot (r_m - r_f) + \beta_s \cdot (r_s - r_f) + \beta_v \cdot (r_v - r_f), \quad (3)$$

I de to første leddene på høyresiden av (3) gjenkjenner vi KVM, mens de to neste leddene reflekterer risikokompensasjon for henholdsvis lav selskapsstørrelse (s) og lavt vekstpotensial (v). Tilsynelatende er dermed (3) er generalisering av (2). Så enkelt er det imidlertid ikke, siden KVM i (2) i sin helhet er et bevisbart teorem, mens APM i (3) er blandingen av et bevisbart teorem (APM som generell modell uten navn på faktorene) og nylig påviste empiriske mønstre som navneforslag. Dessuten har det dessverre vist seg at de empiriske sammenhengene som faktornavnene bygger på ikke alltid er stabile over tid. Eksempelvis var størrelsespremien ($r_s - r_f$) positiv i England i 1955-1986, men negativ i 1989-1997.

Prisingsanomaliene er derfor stadig en utfordring for oss fordi vi ikke har greid å gjenopprette utvetydigheten i paradigmet fra perioden før 1985. Det samme gjelder informasjonseffisiens, hvor det er flere hindre både for halvsterk og svak effisiens. Størrelses- og veksteffekten er problematiske fordi de indikerer at framtidig avkastning kan predikeres ut fra offentlig tilgjengelig informasjon om selskapets størrelse og forholdet mellom markedsverdi og bokverdi. Tilsvarende er det funnet signifikante sammenhenger mellom dagens pris/overskuddsforhold og framtidig avkastning (P/E effekten), mellom årets avkastning og neste års avkastning (reverseringseffekten), og at dessuten avkastningen gjennomgående har vært høyere i de ti første av årets dager enn i noen annen periode (januareffekten).

Selv om alt dette tilsynelatende truer effisienshypotesen, er det viktig å understreke at markedet ser ut til å lære over tid, og at statistisk korrelasjon ikke impliserer økonomisk utnyttbarhet. Undersøker man tidsperioden etter at slike prismønstre ble allment kjent og dessuten inkluderer transaksjonskostnadene ved å profitere på dem, er ikke lenger historien så overbevisende verken for P/E , reverserings-, størrelses- eller januareffekten. Veteranen Richard Roll ved UCLA sa det slik: "Over the past decade, I have attempted to exploit many of the seemingly most promising "inefficiencies" by actually trading significant amounts of money.... Many of these effects are surprisingly strong in the reported empirical work, but I have never yet found one that worked in practice". Jeg tipper at jubelanten ikke har prøvd seg på et forskningsdesign med så sterkt privatøkonomisk innslag. Muligens på grunn av stramt budsjett og høy risikoaversjon, men trolig mest fordi han, som de fleste av oss, mener at i markeder hvor så mange mennesker konkurrerer så hardt om å tjene mest er det bare flaks og uflaks som bestemmer om du gjør det bedre eller dårligere enn andre.

Dermed er jeg ferdig med prisingsanomaliene og går over på de to andre drivkreftene bak fagets utvikling de siste femten årene, nemlig informa-

sjønsøkonomi og interessekonflikter. Etter mitt syn har effekten av dette vært spesielt stor i bedriftsfinansien, hvor høyresiden av balansen levde et betydningsløst, blodfattig liv i KVMs idealiserte verdenen. Miller og Modigliani viste nemlig at ingen verdier blir skapt eller tapt, uansett hvordan høyresiden innrettes. Alle beslutninger kan derfor tas ved å kaste mynt eller ved den sedvanlige apekattmetoden. Denne historien om irrelevans bidro også til at mange praktikere så på finansprofessorer som virkelighetsfjerne tåkefyrster. Jeg velger her å bruke utbyttepolitikk som gjennomgående eksempel, hvor irrelevansresultatet kan illustreres med pizza-analogien.



En pizza skal deles i flere deler, og spørsmålet er hvor stort hvert av stykkene skal være for at det samlede matutbyttet skal bli størst mulig. I følge forutsetningene kan alle se pizzaen før den blir skåret opp, alle ser hva som foregår under oppskjæringen, og superskarp kniv gjør at ikke en smule forsvinner fra stykkene. Uansett hvordan delingen skjer er dermed samlet matinnhold i stykkene nøyaktig det samme som da pizzaen var hel. Delingsmåten er irrelevant. Tilsvarende vil utbyttepolitikken i en KVM-verden bare splitte et allerede oppnådd overskudd i to biter; en som forblir i selskapet og en som betales ut. Summen er uansett lik selskapets overskudd, og eiernes formue er upåvirket av utbyttepolitikken.

Innføres nå *asymmetrisk informasjon* som en imperfeksjon, blir det plutselig liv i balansens høyreside, og irrelevanskonklusjonen forsvinner. Siden ledelsen (ledergruppen og styret) vet mer enn andre om selskapets framtidige inntjeningspotensial, kan de bruke utbyttebeslutningen for å informere markedet om framtidsutsiktene. Forskjellen til paradigmet før 1985 er dermed at høyresiden av balansen (utbyttepolitikken) nå fungerer som en *budbringer* om venstresiden (fri kontantstrøm) ved at den reduserer informasjonsasymmetrien mellom dem som er innenfor og utenfor styrerommet. Utbyttepolitikken skaper altså verdier fordi den formidler informasjon.

Interessekonflikter dreier seg generelt om at interessentene i et selskap ikke har sammenfallende mål. En av flere slike potensielle konflikter gjelder eierne kontra ledelsen, hvor prinsipal-agent logikken antar at mens eierne ønsker maksimal egenkapitalverdi, er ledelsen mer opptatt av tiltak som tjener deres interesser på eiernes bekostning, slik som uforholdsmessig høy lønn og prosjekter med høy vekst og stor ekstern synlighet, men med tvilsom lønnsomhet (imperiebygging). Siden slike tiltak finansieres med eiernes penger, er selskapets tilbakeholdte overskudd en nøkkel til å redusere agentproblemet

fordi høyt utbytte gir tilsvarende lavere finansieringsmulighet for verdiødeleggende prosjekter. Eierne er derfor tjent med at overskuddet deles ut. I neste omgang betyr dessuten dette at når ledelsen trenger ny egenkapital til nye investeringsprosjekter, tvinges selskapet ut i kapitalmarkedet, hvor det må lage emisjonsprospekter som beskriver framtidig strategi og inntjeningsforventninger. Denne prosessen sikrer derfor at ledelsen produserer informasjon ved at det oppnås en gjennomlysningseffekt som et biprodukt av det høye utbyttet. Samtidig kan hver enkelt eier si ja eller nei til planene gjennom å tegne eller ikke tegne nye aksjer. Dette er utbyttets *disiplineringsfunksjon*.

Dermed ser vi at mens signalfunksjonen gjør utbyttebeslutningen til budbringer om en eksogent gitt fri kontantstrøm (inntjening fra driften minus nyinvesteringer), innebærer disiplineringsrollen at utbyttet direkte påvirker fri kontantstrøm. Dette fordi tilgangen på internfinansiering styrer ledelsens mulighet til å sløse og dermed også selskapets verdiskapning. Balansens venstreside er nå ikke lenger uavhengig av høyresiden fordi investeringene blir endogent bestemt av bl.a. utbyttets størrelse. Dermed er professoren i full fart ut av elfensbenstårnet og inn i den virkeligheten som praktikerer kjenner seg igjen i. Samtidig er bedriftsfinansien blitt et mye mer spennende område å forske på enn under det gamle paradigmet.

Da harmoniforutsetningen ble erstattet med interessentmotsetninger, åpnet finansfaget seg opp mot institusjonell økonomi generelt og mot koplingen mellom jus og økonomi (law and economics) spesielt. *Corporate governance* er nå en livlig komponent i finansparadigmet, om enn foreløpig med et uetablert og småfrynsete rykte fordi området er temmelig teoremfattig. I det minste erkjenner stadig flere av oss at mens egenkapital riktignok er kapital, er det også eierskap, og at det har mening å tenke på eierskap som en separat verdiskapningskilde. Jeg vil her trekke fram en bestemt retning av corporate governance forskningen fordi den har bidratt til å løfte finansfaget ett hakk oppover i aggregeringsnivå. Dette har skjedd fordi denne retningen studerer hele kapitalmarkedet som et system og dessuten gjør komparative analyser av samme fenomen på tvers av land med ulike institusjonelle regimer.

Utgangspunktet er den potensielle konflikten mellom eiere og ledelse og mellom små og store eiere (majoritets-/minoritetsproblemet). Tankegangen er at dersom loven gir dårlig beskyttelse av dine eierrettigheter, må du ha relativt stor eierandel for å ivareta dine interesser, både overfor ledelsen og andre eiere. Er derimot investorbeskyttelsen i loven sterk, tar jussen seg av konfliktproblemet, og du er tryggere som liten eier. Prediksjonen er derfor at jo sterkere investorbeskyttelse (spesielt minoritetsvern) et lands lover og re-

gulleringer gir, desto mindre konsentrert vil selskapenes eierstruktur være. Betraktet som corporate governance mekanismer er derfor eierkonsentrasjon og investorbeskyttende lovverk substitutter. Hypotesen er nylig testet i over tredve land med ulike juridiske regimer, og resultatene er ganske konsistente med prediksjonen. Minst like interessant er det at lovens evne til å beskytte eierrettigheter ser ut til å påvirke flere andre hovedtrekk ved kapitalmarkedet. Resultatene så langt tyder på at jo svakere beskyttelsen av eierrettigheter er, desto mindre utviklet er landets kapitalmarked og jo lavere er verdiskapningen i økonomien.

La oss til slutt i dette avsnittet om perioden etter 1985 vende tilbake til nåverdien i (1) og spørre om den nye innsikten om prisingsanomalier, informasjonsasymmetri og interessekonflikter har endret den måten vi beregner den økonomiske verdien av en eiendel på. Det litt unyanserte svaret er dessverre nei, men det er ikke langt fra sannheten. Vi bruker nemlig fortsatt en logikk i nåverdiens teller og nevner som skriver seg fra perfektjonstiden før 1985. Riktignok kan vi tilby APM som et alternativ til KVM, men dette er ikke i nærheten av å slå gjennom i praksis. Vi kan også justere for skjevheter i skattesystemet i den samme nevneren. I telleren har vi dessverre tynt faglig grunnlag for å tallfeste kontantstrømseffekten av både informasjonsasymmetri, utbyttepolitikkenes signalfunksjon og av selskapets corporate governance system. Det vi ender opp med i et konkret tilfelle er i beste fall en nåverdi beregnet uten imperfeksjoner og deretter en verbal ad-hoc argumentasjon og sandpåstrøing utenfor modellen for å justere nåverditallet.

Både forskere og praktikere lever her i en hybridtilstand med den ene foten i det gamle verdsettelsesparadigmet og den andre i den nye imperfeksjonsverdenen. Vi er klar over navnet på det vi dermed skyver under teppet, men vi er usikre på stor feil vi gjør ved å legge det der. Kuhn ville vel ha sagt at dette er typisk i forstadiet av et paradigmeskifte. Jeg tror det vil gå lenge før vi greier å løse dette problemet. I mellomtiden gjør vi lurt i å være åpne med hva vi har og hva vi ikke har tostrekers tallsvar på.

5 Finanssociologi

I dette avsnittet skriver jeg først om vårt selvbilde og fortsetter med andres inntrykk av oss. I begge tilfeller tar jeg opp noen sosiale utfordringer vi står overfor innad og utad. Det som kommer nå er ikke basert på systematisert empiri, men reflekterer kun min subjektive oppfatning etter 25 år i bransjen. Synsefaktoren er derfor stor og generaliseringsproblemene tilsvarende overveldende. Hensikten er uansett den beste.

Vårt *selvbilde* tror jeg kan sammenfattes i at vi ser på oss selv som klassens flinkeste gutter. Kjønnssdimensjonen av dette selvbildet er i utgangspunktet uproblematisk fordi den er sann. Vi er en gjeng med menn, og vi har så langt ikke greid å være tilstrekkelig attraktive for kvinnelige forskerspirer. Dette kan skyldes kombinasjonen av et sterkt kvantitativt paradigme og nettopp det forhold at vi alltid har representert en mannskultur. Hvis det nå skulle være slik at kvinner tilnærmer seg finans annerledes enn menn, har vi imidlertid et faglig potensial som er ubenyttet. Da burde vi for fagets del jobbe hardere for en jevnere kjønnsblanding. Dessuten ville mange mene at bedre balanse i alle fall ville berike de flinke gutters daglige trivsel. Begge argumenter taler for å subsidiere flere kvinneponererer inn i finans, eksempelvis gjennom høyere lønn enn menn i stipendiatperioden og to ekstra post-doc år etter fullført forskerutdanning.

Idéen om vår flinkhet skyldes etter mitt syn at vi faktisk er flinke; om ikke én for én så i alle fall i gjennomsnitt. Studentene har alltid strømmet til vårt fag, praktikere vil gjerne ha oss med på råd, og forskningen har gått så bra at selv samfunnsøkonomene (som i stor grad deler vårt paradigme og som vi alltid har beundret) har konstatert at Nobelpriser har havnet i finansleiren. Det er til og med tendenser til at samfunnsøkonomer emigrerer over til finans.

Dette selvskrytet impliserer imidlertid ikke at finansfolket er kongene på den bedriftsøkonomiske haugen. Jeg tror dessuten at hvis det nå faktisk skulle være slik, så gjør vi oss selv en bjørnetjeneste ved å tenke på denne måten. Det medfører at vi lukker oss som fagfolk og isolerer oss sosialt. Særlig tror jeg vi taper på å være så lite åpne overfor kvalitative fag, som vårt paradigme så lett gir oss aversjon mot. Noen av disse fagene er åpenbart relevante for finans, og strategi er kanskje den mest opplagte kandidaten av dem vi overser.

Her er min erfaring at vi finansfolk er vidunderlige regnemestre når et prosjekt (og spesielt tall) først ligger på bordet, men ganske hjelpeløse til å finne ut hvordan et selskap helt konkret bør innrette seg for å skape lønnsomhet, dvs. for å produsere de tallene vi er så gode til å regne på. Strategifolk er derimot spesialister på nettopp dette, men tilsvarende svake og nesten uinteressert i å regne på hva en strategisk fordel koker ned til i form av kroner og øre. Begge kompetansetyper er viktige i en verdsettelse. Samarbeidspotensialet er stort, men første betingelse er et åpent sinn samt nysgjerrighet og lyst til å sette seg inn i andres fag. Her har vi langt igjen å gå. Etter mitt syn er dette for en gang skyld et prosjekt med lav risiko og høy forventet avkast-

ning. Som både finans- og strategiforskere vet, er denne kombinasjonen nettopp kjennetegnet ved en positiv nåverdi. Den slags gror ikke på trær.

Når det gjelder *kollegers bilde av finansforskere*, har jeg mer enn én gang hørt hjertesukk og mer til om at riktignok er vi skoleflinke, men samtidig så arrogante og ukloke. Denne oppfatningen tror jeg vi bare gjør lurt i å ta inn over oss, for igjen er det vi selv som taper på et slikt omdømme, uansett hvor rettferdig vi måtte føle karakteristikken er. På kontoen for urettferdighet drister jeg meg til å anføre at noen kritikere også bør tenke igjennom om noe kan skyldes en aldri så liten stikkende følelse av utilstrekkelighet overfor et fag som har prestert så mye i så lang tid i så høyt tempo og med så høy profil. Uansett er det alles utfordring som medlemmer av et kollegium at vi evner å glede oss over andres suksess, uansett om dette gjelder nærmeste konkurrent til en stilling eller dyktige kolleger fra et annet fagområde. Her tror jeg ikke finansforskere har mer ugjort enn andre. Mitt forslag til medisin er å gjøre mer sammen på tvers av fag. I stigende rangeringsrekkefølge med hensyn til effekt vil jeg foreslå fysisk samlokalisering (det hjelper å se hverandres ansikt daglig), felles undervisningsprogrammer (kurs som makrofinans og verdsettelse kan kople oss mot henholdsvis samfunnsøkonomi og strategi) og felles forskningsprosjekter (vanskeligst, men kraftigst).

For å forstå vårt *samfunnsmessige renommé* bør vi først være klar over at handelshøyskoler ofte oppfattes som kjekkasinstitusjoner. Vi rekrutterer mye høymælt og fremadstormende ungdom som vi gir atskillig økonomiutdanning, lite generell dannelse og så som så med vidsyn. Vi selv framstår neppe med iøynefallende ydmykhet når vi som fagfolk uttaler oss om samfunnsproblemer som ikke bare har finansielle konsekvenser. I et slikt perspektiv har nok finans enda høyere kjekkasfaktor blant folk flest enn andre økonomifag. Finans oppfattes med rette som pengefaget framfor noe, og de som misliker nyrikes Harryforbruk eller direktørers megafallskjermer forbinder gjerne den slags med finans. Feil adresse, kanskje, mer slik er det bare. Siden det fosser mer penger gjennom finansbransjen enn andre steder, er nok dessuten kravet til sterk ryggrad større for finansfolk enn for andre økonomer. Finansfolket står til de grader midt i kapitalismestormen, og da følger det nærmest av seg selv at grådighetsovertrap og tvilsom forretningsetikk dukker oftere opp i denne bransjen enn andre steder.



Hva kan vi gjøre for å bedre finansfagets renommé i samfunnet? Først og fremst bør vi bare erkjenne at vi står utsatt til, at finans er og blir bedriftsøkonomiens mammonfag, og at folk flest i et land med sekstifem års inntektsutjevning og sterk statsstyring ikke endrer grunnleggende holdninger til verdiskapning og rettferdighet over natta. På dette grunnlaget kunne vi f.eks. spørre om det er klokt i våre finansmodeller å anta et mål om verdimaksimering for eierne (slik vi alltid gjør) uten å avveie dette mot et mål om jevnere inntektsfordeling (som vi aldri gjør). Et slikt perspektiv kunne til og med resultere i at en topplederfallskjerm gitt ut fra et verdimaksimeringsmål ville ødelegge verdier fordi den demotiverer andre ansatte og skader selskapets renommé. Eller hva skal vi si til opplysningen om at legemiddelselskapet Pharmacias toppsjef har fått en pensjon som visstnok tilsvarer årslønn for omtrent ett tusen sykepleiere? Det er nok etter hvert for enkelt å lure av seg standardsvaret om at dette skyldes forskjellen i grenseproduktivet mellom yrkesgrupper.

På undervisningssiden tror jeg at selv om vi alle misliker tanken på å formidle noe vi ikke er spesialister på, burde vi overta deler av undervisningsansvaret i etikk fra etikkeksperter. Ikke fordi disse gjør en dårlig jobb, men fordi jeg tror etisk bevissthet ikke setter seg skikkelig i økonomistudentene før etikken henges direkte og konkret på de enkelte økonomifagene. Dette bør derfor gjøres mens studenten i sitt finanskurs løser en porteføljestyringsoppgave eller diskuterer et case om utløsningspris for minoritetsaksjonærer. Jeg tror også vi kunne bevisstgjøre finansstudentene ved å synliggjøre bedre de menneskemodellene vi opererer med i faget. Eksempelvis kan vi være nøyer med å påpeke at agenten i prinsippal-agent modellen forutsettes å være styrt av økonomiske insentiver alene, også i sin omgang med eiere, sjefer og kolleger. Her kommer ingen moral fra hjertet, men kun fra lommeboka, og agentens valg mellom ærlig og uærlig atferd styres av de økonomiske gulrøtter og pisker som prinsippalen skriver inn i ansettelseskontrakten. De fleste vil mene at selv om ærlighet har sin pris og at det er naivt å tro at etisk forsvarlig atferd er fullstendig eksogen, blir et samarbeidsklima ødelagt hvis vi regner med at kolleger løser etiske dilemmaer ut fra privatøkonomiske overlegninger.

6 Seilassen videre

Hva er sentrale rammebetingelser for finansfaget heretter, og hvordan kan finansforskere møte disse utfordringene? I dette avrundende avsnittet diskuterer jeg sider ved denne problemstillingen som også kan interessere utsidene.

Mer marked blir et nøkkelord for hele samfunnet og i særdeleshet for oss som finansforskere. *Kapitalmarkedet* vil få stadig større betydning, både som nytt sparealternativ for folk flest, finansieringskilde for selskapene og privatiseringsarena for statlig eierskap. Dette vil øke etterspørselen etter finans som fagfelt. De elementære delene av faget vil få mer preg av almenutdannelse tilpasset undervisning utenfor økonomilærestedene. Samtidig vil suget fra næringslivet etter mer spisskompetanse og mer finansforskning bli sterkere, både hva gjelder verdipapirfinans og bedriftsfinans. Jeg tror faktisk finansforskernes framtidige arbeidsmarked ser mer rosenrødt ut enn noen gang.

Nye investorkategorier og økende vekt på aksjemarkedets rolle tror jeg vil gjøre det enda mindre tilfredsstillende å bruke dagens enkle investormodeller. Dermed er vi over i investorpsykologi, hvor en forsøker å forstå om porteføljevalg drives av tilsynelatende irrasjonelle fenomener som flokkmentalitet, ønsketenkning, uvitenhet og anger. Bedre innsikt på dette området kan hjelpe oss til å forstå anomalier bedre og til å få fram prisingsmodeller med bedre prediksjonsevne. Fagområdet behavioral finance (for øvrig en misvisende betegnelse fordi også klassisk finans modellerer atferd) har arbeidet med slike spørsmål en stund, men har vært sett på med skepsis. Jeg tror tiden for dette finansområdet er kommet, og at vi her kan lære mye av tverrfaglig samarbeid, eksempelvis med forskere i konsumentatferd.

Vi ser stadig tendenser til *mer realmarked* og *mindre organisasjon* i Coase/Williamson forstand. Dette dreier seg blant annet om outsourcing av funksjoner som tidligere ble utført internt (slik som IT, regnskap og eiendomsdrift), leie framfor eie, og temporær framfor fast ansatt arbeidskraft (et aktuelt eksempel er sykepleiere). Denne overgangen innebærer at faste kostnader erstattes av variable, slik at det å ombestemme seg og justere kurs underveis blir lettere enn før. Det økonomiske spørsmålet er imidlertid om det også blir billigere, dvs. om den økte fleksibiliteten er verdiskapende. Verktøyet for å besvare dette spørsmålet er realopsjoner, som er ett av jublantens hjertebarn. Opsjonstankegangen tvinger oss for øvrig bort fra det enkle nåverdiuttrykket i (1) og over på en mer komplisert verdsettelsesmetode som eksplisitt verdsetter den fleksibiliteten som (1) implisitt setter til null. På dette området er det fortsatt store pedagogiske utfordringer i å gjøre den praktiske implementeringen av realopsjoner lettere. Selv om gode ting er på gang, ikke minst i konsulentbransjen, ser det ut som vi her står overfor noe som ligner på historien om KVM, hvor det tok omtrent tjue år fra teoremene var ferdigsnekret midt på sekstitallet til populariseringen var så god at verktøyet var i bred bruk i næringslivet. Her gjenstår altså en betydelig pedagogisk overføringsjobb, og jeg skulle ønske at jublantens føler seg kallet. Underveis kunne han

kanskje samtidig finne ut om fleksibilitet typisk utgjør en stor eller liten del av eiendelers verdi. I dag er det ikke lett å gjøre seg opp en mening om et så avgjørende spørsmål.

I likhet med fagets teoriutvikling er også empirien i finans preget av vårt positivistiske forskningsideal. Dette innebærer blant annet høy stjerne for generaliserbarhet, som medfører et krav om stort sample og helst opptelling av hele populasjonen. Motsatt har vi negativ ryggmarksrefleks mot små utvalg. Eksempelvis vil vi typisk lete etter empiriske mønstre i norske børsnoterte selskapers utbyttepolitikk ved å studere samtlige selskaper på Oslo Børs i siste tiårsperiode. Denne tendensen til store utvalg er også drevet av enkel tilgang på store datamengder fra eksisterende databaser. Derfor forsker vi atskillig mer på børsnoterte selskaper enn på ikke-noterte fordi data om ikke-noterte er så mye vanskeligere å skaffe.

Denne besettelsen av generalisering og bruken av lett tilgjengelige sekundærdata har også sine dystre sider. Den medfører at de fleste av oss aldri kommer ut av kontoret og over på de arenaer som skaper den virkeligheten vi forsker på, slik som i styrerommet, i finansavdelingen og hos porteføljeforvalteren. Det at få finansforskere er ute og observerer i felten er spesielt problematisk fordi vi mangler god teori for viktige fenomener i finans. Eksempelvis vet vi lite om prosessen bak institusjonelle investorers porteføljevalg eller om hvordan forslag til nye realinvesteringer gradvis vokser fram i en industribedrift. Her har vi mye å hente fra feltstudier og *eksplorativt forskningsdesign*, hvor hovedhensikten er å få ideer til ny teori snarere enn å teste teori som allerede eksisterer. Strategiforskere jobber primært på denne måten; kanskje til og med så mye at de for sjelden løfter blikket og kommer seg over fra sine tre dype cases til det store og potensielt generaliserende sample. Uansett tror jeg vi har mye å lære av denne måten å arbeide på. Om ikke annet vil det gi finansforskere en miljøfortrolighet som gjør oss til bedre formidlere av virkelighetsnær finans i klasserommet.

Kort fortalt blir min hovedkonklusjon at mens noen deler av finansparadigmet har utviklet seg til det ugjenkjennelige i løpet av det siste kvarte århundret, er andre komponenter helt uforandret. Fellesoppfatningen om hva finans dreier seg om samt hva vi mener vi forstår og ikke forstår er helt annerledes i dag enn da jeg ble kjent med faget og med jubilanten. Derimot er forskningsidealet og de grunnleggende holdninger til metode fortsatt de samme. Vinden har virkelig vært sterk og skiftende, og det har vært krevende og givende å være i båten. Jeg er helt sikker på at seilassen ikke er over.

' Takk

Takket være Øystein Gjerdes detaljerte og konstruktive tilbakemelding er denne versjonen signifikant bedre enn den forrige.