

Kronik.

En overset detalje i finansielle og økonomiske beslutninger



Christian Riis Flor, professor, og Steffen Meyer, lektor, Institut for Virksomhedsledelse, Syddansk Universitet

De fleste af os træffer lejlighedsvist beslutninger, der påvirker vores fremtidige velstand. Når vi gør det, står vi typisk over for det problem, at vi ikke kender konsekvenserne af beslutningen med sikkerhed.

For eksempel forsøger en investor eller en porteføljeforvalter at maksimere det forventede afkast for et givet niveau af risikovillighed. Eller et selskab overvejer at opkøbe et andet selskab. Sådanne beslutninger tvinger os løbende til at tænke over, hvor sandsynligt forskellige udfald er. Til en vis grad deltar vi i et lotteri.

Forestil dig nu følgende lotteri: Der er en urne A med 49 røde og 51 blå bolde, og en

anden urne B. Urne B indeholder 100 bolde. Det er garanteret, at urne B kun har røde og blå bolde, men den nøjagtige fordeling er ukendt. Gevinsten er 1000 kr., hvis der trækkes en rød bold fra en urne. Hvilken af de to urner ville du vælge at trække bolden fra? Giv dig selv 10 sekunder til at tænke over det - og træf så en beslutning.

HVAD KOM DU frem til? Økonomisk teori forudsiger, at de fleste mennesker vælger urne B, fordi den forventede chance er 50/50, hvilket er bedre end 49/51 i urne A. Men i virkeligheden vælger mere end 50 procent af de mennesker, der konfronteres med dette tankeeksperiment, urne A. Det er nobelpristageren Daniel Ellsberg (1961), der er pioner til dette eksperiment. Folk gør det, fordi de foretrækker et spil (lotteri), hvor sandsynlighederne er kendt, fremfor et spil, hvor sandsynlighederne er ukendte, selv om oddsene er værre.

Knight har allerede beskrevet denne modvilje mod tvetydighed, som Ellsbergs tankeeksperiment afslørede i 1921. Knights vigtigste indsigt var at skelne mellem to forskellige typer af usikkerhed: målbar usikkerhed – beslutninger, hvor sandsynligheden for de mulige udfald er kendt eller kan anslås, blev kaldt risiko. På den anden side træffes der beslutninger, for hvilke vi ikke kender sandsynlighederne for udfald og ikke (præcist) kan vurdere disse sandsynligheder. Denne

usikkerhed kaldes *ambiguity* (tvetydighed) eller knightiansk usikkerhed.

Selv om resultaterne fra tankeeksperimentet tydeligt viser, at folk har aversion imod – *ambiguity* og foretrækker muligheder uden *ambiguity* frem for muligheder, hvor der er *ambiguity*, er det uden tvivl interessant at se på, hvor og hvordan *ambiguity* påvirker beslutningstagningen inden for finansiering og økonomi.

Brenner og Izhakian fra NYU's Stern School of Business har vist, at udsving i *ambiguity* over tid påvirker aktiepriserne i USA. Dette medfører, at de fleste investorer bekymrer sig om *ambiguity*, og at de prisfastsætter denne faktor. I en anden artikel viste forskerne også, at medarbejderne udnytter aktieoptioner, som er en del af deres kompensationspakke, tidligere, når *ambiguity* er høj.

VIRKSOMHEDERNES BESLUTNINGSTAGNING ER også påvirket af *ambiguity*. Når *ambiguity* er høj, har virksomhederne en tendens til at udbetale mere udbytte; og investorer, såvel som långivere, mener, at virksomhederne er mere tilbøjelige til at misligholde gæld, og derfor køber investorer mere forsikring mod en potentiel konkurs af virksomheder.

Derudover viser Christian Riis Flor og kolleger fra SDU, at uklarhed om værdien af en virksomhedsinvestering, for eksempel en vækstmulighed, kan føre til tidligere investe-

ringer, når risikoen er højere; dette er i modsætning til den traditionelle opfattelse af, at optioner er mere værdifulde jo højere volatiliteten er. Det er klart, at *ambiguity* og modvilje mod den også bør have konsekvenser for den måde, hvorpå virksomhederne håndterer deres kapitalstruktur. Selv om dette stadig er igangværende forskning, peger indikationer i retning af, at virksomheder bruger mere gæld, når der er *ambiguity* til stede. Dette kan dog afhænge af, hvilke dimensioner der er underlagt *ambiguity*.

Ambiguity påvirker også almindelige, private investorer som os. En undersøgelse af folk fra USA af Dimmock, Kouwenberg, Mitchell og Peijnenburg dokumenterer, at *ambiguity*-averse mennesker er mindre tilbøjelige til at foretage investeringer på aktiemarkedet, og de foretrækker aktier fra deres hjemland, der synes mindre *ambiguity*. Dette flugter med forskning af Christian Riis Flor og andre, der viser, at uklarhed om den forventede forrentning af obligationer og aktier øger en investors risikoafdækningsefterspørgsel, og at aktiebeholdninger er særligt påvirket af *ambiguity*. *Ambiguity* har således en tendens til at øge en investors obligations-/aktievote. En anden undersøgelse foretaget af SDU-forskerne Dimitrios Kostopoulos, Steffen Meyer og Charline Uhr viser, at stigninger i tids-varierende *ambiguity* om volatilitet får folk til at handle mere, og betinget af handel er de mere tilbøjelige til

Du har os altid lige i nærheden

Vi tror på, at nærhed og lokal tilstedeværelse har værdi for dig som kunde.

At indsigt i dit område, branche og forretning gør en forskel for dig. Kontakt os i dag og hør om mulighederne for at få en stærk partner, som er tæt på dig.

Kontakt os her

Esbjerg	Edison Park 4	76 11 44 00
Grindsted	Hedemarken 23	75 32 12 33
Kolding	Jupitervej 4	76 30 18 00
Vejle	Torvegade 16	76 96 33 66
Vejle	Gunhilds Plads 2	75 82 10 55

martinsen
Rådgivning & Revision



martinsen.dk

Chocolé julekalender



240 kr.
ekskl. moms

En eksklusiv chokoldejulekalender indeholdende 24 forskellige varianter af klassiske fyldte håndlavede chokolader, produceret i Danmark.

En julekalender, der er lavet i mandelpapir, produceret i Danmark på organiske materialer lavendel, mandel samt genbrugspapir. Der er brugt 100 pct. grøn energi ved fremstillingen af julekalenderen som naturligvis er FSC certificeret og GMO fri.

Danmarks flotteste julekalender fungerer ikke kun perfekt som gave og firmagave, men egner sig til alle, som sætter pris på ægte nydelse og høj kvalitet i julen.

chocolé
LYST TIL MEGET MERE

Kontakt:
www.chocolé.dk | +45 53 57 86 82 | elvis@chocolé.dk

Læs avisen digitalt via Nyhedskiosken



Tilmeld Nyhedsbrev
Sms ERHVERV til 1272



Tlf. 65 45 53 70 - Mail: erhverv@jfmmedier.dk - www.erhvervplus.dk

Erhverv+

En del af Jysk Fynske Medier





Illustration: Gert Ejton

at forlade aktiemarkedet. Effekterne er markant stærkere for investorer, der i en undersøgelse også vælger urne A.

Er det et samfundsmæssigt relevant at studere, om individer deltager på aktiemarkedet? Ja det er. Som baggrund er det vigtigt at bemærke, at der er en høj præmie for at investere i aktiemarkeder. Ser man på de sidste godt 100 års udvikling, viser Dimson,

Marsh og Staunton, at aktiemarkederne har overgået statsobligationer og lignende med mere end 6% i USA; og omkring 2% i Danmark, som forskere fra London Business School har vist. Med en længere forventet levetid og en aldrende befolkning får private opsparinger betydning i Danmark og næsten alle udviklede lande i verden. Med deltagelse i aktiemarkederne vil det forventede

afkast til private opsparinger stige, hvilket vil give mulighed for mere forbrug i pensionsårene eller mulighed for højere arv.

KAN VI AKTIVT gøre noget vedrørende ambiguity for en finansiel investor? Der synes at være to kilder på spil. Den ene er den ambiguity, der er tidsvarierende og fremherskende på de finansielle markeder. Den anden er den individuelle ambiguity-aversion. Begge synes at spille en rolle, når der træffes finansielle beslutninger. Derfor forekommer det naturligt for udbydere af finansielle tjenesteydelser at håndtere den personlige ambiguity-aversion ved at foreslå en portefølje, der også tager sig af ambiguity-præferencer.

I øjeblikket kan vi kun spekulere om resultaterne af en sådan øvelse. Forhåbentlig fører sådanne porteføljer til, dels at flere mennesker deltager på aktiemarkederne, og dels at de udviser mindre aktivitet i tider med høj ambiguity, fordi porteføljen er (delvist) immun over for ambiguity. Test af disse formodninger er en del af en større igangværende forskningsdagsorden, som involverer finansielle investorer.

En anden, relateret, dagsorden omhandler, hvad der kan gøres for virksomhedernes beslutningstagere, når de står over for centrale beslutninger underlagt ambiguity.

Christian Riis Flor (ph.d. og cand.scient.o-econ) er professor (mso) og forskningsgruppelider i finansiering ved Syddansk Universitet med forsknings- og undervisningsinteresser

Der synes at være to kilder på spil. Den ene er den ambiguity, der er tidsvarierende og fremherskende på de finansielle markeder. Den anden er den individuelle ambiguity-aversion.

indenfor corporate finance, særligt med fokus på dynamiske effekter; han er tillige research fellow ved Danish Finance Institute.

Steffen Meyer (ph.d. og MSc. in Economics) er lektor i finansiering ved Syddansk Universitet med forsknings- og undervisningsinteresser indenfor household finane, finansielle markeder og relationer mellem disse; han er tillige research fellow ved Danish Finance Institute.



team EBA®
ANLÆGSGARTNERE

Have og ejendomsservice i hele Sydjylland

Vi er et anlægsgartnerfirma, som udfører alle former for:

- Anlægsgartneropgaver
- Pleje og vedligeholdelse af haver og grønne områder
- Belægningsopgaver
- Beskæring, træfældning og rydning af beplantning
- Ejendomsservice
- Brolægning, støttemure og plankeværk m.m.

Få besøg af en professionel havekonsulent. Kontakt os og få et uforbindende tilbud på din opgave.



En af firmaets spidskompetancer er anlægning og vedligeholdelse. Dernæst har vi ansatte, som gennem mange års erfaring og uddannelse i branchen, kan designe den komplette og kreative haveplan - også fra en vinkel lidt udover det sædvanlige...

Torрупvej 10, Alslev, 6800 Varde • Tlf. 7526 9600
www.team-eba.dk



VBE TOTALBYG
TØMRER/SNEDKER | BETON/ARMERING | JORD/KLOAK APS

TLF.: 2891 1928

LAD OS KLARE DIT PROJEKT - DET FORTJENER DET!

God rådgivning inden for større erhvervsbyggeri



- vi holder det vi lover!

www.vbetotalbyg.dk

KVALITETSBEVIDST OG GOD RÅDGIVNING