



Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv

Steen Thomsen

Torben Pedersen

Jesper Strandskov

Magtudredningen

Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv

Magtudredningen

Folketinget besluttede i marts 1997 at iværksætte en dansk magtudredning eller, som det officielle navn er, *En analyse af demokrati og magt i Danmark*. Projektet ledes af en uafhængig forskningsledelse.

Magtudredningens forskningsresultater publiceres i en række bøger, som udgives på Aarhus Universitetsforlag, og i en skriftserie, som udgives af Magtudredningen.

Lise Togeby
(formand)

Jørgen Goul Andersen

Peter Munk Christiansen

Torben Beck Jørgensen

Signild Vallgård

**Steen Thomsen
Torben Pedersen
Jesper Strandskov**

Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv

Magtudredningen

Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv

© Magtudredningen og forfatterne, 2004

ISBN: 87-7934-866-1

Omslag: Svend Siune

Tryk: AKA-PRINT A/S, Århus

Magtudredningen

c/o Institut for Statskundskab

Aarhus Universitet

Universitetsparken

8000 Århus C

Danmark

Magtudredningen@ps.au.dk

www.ps.au.dk/magtudredningen

Alle rettigheder forbeholdes. Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af eller kopiering fra denne bog er kun tilladt i overensstemmelse med overenskomst mellem Undervisningsministeriet og CopyDan. Enhver anden udnyttelse er uden forlagets skriftlige samtykke forbudt ifølge dansk lov om ophavsret. Undtaget herfra er korte uddrag til brug ved anmeldelser.

Indhold

Indledning.....	9
Kapitel 1. Selskabsstyring – corporate governance.	
En oversigt.....	14
Indledning	14
Agentteori.....	15
Ledelsesejerskab	17
Adskillelse mellem ejerskab og ledelse	18
Generalforsamlingen	18
Bestyrelsen	18
Andre mekanismer	19
Ejerskab	20
Ejertyper	22
Person/Familieejerskab	23
Spredt investorejerskab	24
Virksomhedsejerskab	24
Andelsselskaber	24
Offentlig ejerskab	25
Fondsejerskab	25
A&B aktier	26
Bestyrelsen	26
Bestyrelsens funktion	27
Bestyrelsens størrelse	28
Mødefrekvens	29
Bestyrelsens sammensætning.....	29
Bestyrelsesforbindelser	30
Bestyrelsens aflønning	30
Udskiftning i bestyrelsen	31
Andre mekanismer	31
Ledelsesincitamenter.....	31
Kapitalstruktur	32
Bankernes rolle	32
Konkurrence.....	33
Kritik og alternative teoretiske perspektiver.....	33
Psykologi og adfærdssantagelser.....	33
Stakeholderteori	35
Historisk afhængighed	37

Politisk teori	37
Det retlige perspektiv	38
Sociologi	39
Diskussion.....	39
Kapitel 2. Internationale forskelle i selskabsstyring.....	42
Indledning	42
Corporate Governance systemer	43
En empirisk undersøgelse.....	47
Ejerforhold	48
Ejerskabskoncentration	48
Ejerkategorier.....	49
Bestyrelsesstruktur	52
Bestyrelsessammensætning	53
Sammenfald mellem bestyrelse og direktion	54
Bestyrelsesforbindelser	54
Diskussion.....	55
Kapitel 3. Bestyrelsesstruktur i de største danske virksomheder.....	58
Indledning	58
Dansk selskabslovgivning.....	58
En dansk empirisk undersøgelse	60
Ejerkategorier	63
Konklusion.....	66
Kapitel 4. Bestyrelsespraksis. Resultater fra en spørgeskemaundersøgelse	68
Baggrund og formål	68
Bestyrelsens interessevaretagelse: Shareholder versus stakeholderinteresser?	72
Bestyrelsens beslutningsgrundlag og interessevaretagelsen.....	78
Bestyrelsens sammensætning og rekruttering	82
Arbejdets omfang.....	87
Konklusioner	87
Kapitel 5. Ejerskab, bestyrelsesstruktur og værdiskabelse	89
Indledning	89
Bestyrelsens betydning	90
Bestyrelsesstruktur og værdiskabelse	92
Ejerskab og værdiskabelse	93

Konklusion.....	95
Kapitel 6. Konklusioner og perspektiver	97
Indledning	97
Teori.....	97
Det internationale perspektiv	98
Bestyrelsesforhold.....	100
Bestyrelsespraksis	101
Konsekvenser for konkurrenceevne og værdiskabelse	101
Myter og fakta	102
Virksomhedernes indflydelse på samfundet.....	105
Politiske anbefalinger.....	106
Bilag 1.....	108
Bilag 2.....	112
Litteratur	121
Om forfatterne	129

Indledning

Dette skrift er, som titlen angiver, en undersøgelse af ejer- og bestyrelsesforhold i dansk erhvervsliv. Formålet er at studere erhvervslivets overordnede styring, på engelsk *corporate governance* eller på dansk *selskabsstyring*.

Det er ikke svært at motivere emnet. I erhvervslivet bliver der løbende taget vigtige beslutninger – om investeringer, ansættelse og afskedigelse af medarbejdere, organisering af arbejdet, ressourceanvendelse, produktudvikling, aflønning og mange andre forhold, der påvirker det omgivende samfund: kunder, medarbejdere, leverandører, investorer, offentlige myndigheder mv. Kvaliteten af disse beslutninger er afgørende for samfundets velvære. Og ejer/bestyrelsesforhold er blandt de vigtigste rammebetingelser for dem.

Både virksomhedsejere og andre interessegrupper har en oplagt interesse i god virksomhedsledelse. Men hvor den erhvervsøkonomiske forskning almindeligvis normativt søger at fastlægge, hvad der er god ledelse i forskellige situationer, vedrører corporate governance de selskabsmæssige *forudsætninger* for god virksomhedsledelse – altså under hvilke rammer ledelsen arbejder, herunder dens beføjelser og incitamenter. Teoretisk kan man sige, at emnet er de institutioner, der bestemmer ledelsens handlingsmuligheder. Det gælder rammerne både for den traditionelle virksomhedsledelse, som direktionen udøver, og for den *selskabsledelse*, som udøves af bestyrelsen, og som i sig selv medvirker til at udforme ledelsens rammevilkår.

Projektet indgår i den danske magtudredning. Selv om begrebet magt måske har en odiøs klang i erhvervslivet, indebærer de mange vigtige beslutninger, at der også bliver udøvet magt i erhvervslivet, lige såvel som i det politiske liv eller i det offentlige bureaukrati. Samfundets borgere har en legitim interesse i, hvordan denne magt bliver udøvet. Men i dette skrift er emnet ikke, hvilken indflydelse erhvervslivet har på det omgivende samfund og det politiske liv, men derimod fordelingen af magt og indflydelse i erhvervslivet. Hvem bestemmer over virksomhederne? Hvem har indflydelse på de beslutninger, der tages – investorer, bestyrelsesmedlemmer, virksomhedsledere, medarbejdere eller andre? Hvordan påvirkes virksomhedernes målsætninger og adfærd?

Det er naturligvis ikke første gang, dette spørgsmål diskuteres. Ejerskab og bestyrelsesforhold har været populært debatstof i adskillige årtier, jf.

f.eks. Helge Andersens bog *Hvem ejer Danmark?* (Andersen, 1965). Senere har der været debatter om økonomisk demokrati, fondssocialisme, pensionskassernes indflydelse og etik i erhvervslivet. Men denne diskussion har kun i ringe omfang støttet sig til fakta. I den folkelige debat, såvel som i erhvervspressen, florerer der således mange myter, der her forsøgsvis illustreres som postulat:

- Erhvervslivet er kontrolleret af nogle få magtfulde kapitalister.
- Bankerne sidder på magten i erhvervslivet.
- Dansk erhvervsliv er i dag kontrolleret af udlandet.
- Virksomhedsejerne profitmaksimerer på bekostning af medarbejdere, kunder og andre interessenter.
- I moderne virksomheder er det ledelsen, og ikke ejerne, der har magten.
- Ledelserne bestiller ikke noget og meler bare deres egen kage.
- Bestyrelsesmedlemmerne er kransekagefigurer eller ”gamle tanter”.
- Erhvervsledere sidder i hinandens bestyrelser og dækker over hinanden.
- Personlige forbindelser er nøglen til magt i erhvervslivet.
- Danske erhvervsledere (og bestyrelser) er ikke tilstrækkeligt professionelle.

Selv om disse myter i høj grad afspejler manglende viden og i øvrigt i vidt omfang er selvmodsigende, vidner de om en betydelig almen interesse for emnekredsen.

Siden begyndelsen af 1970’erne er emnet imidlertid også blevet genstand for en mere seriøs interesse i form af en voksende international forskningsindsats under overskriften *corporate governance*. Vores skrift tager udgangspunkt her.

Når vi, som andre forskere på dette område, fokuserer på ejer- og bestyrelsesforhold skyldes det, at virksomhedernes ejere i markedsøkonomier som den danske besidder den øverste formelle og ofte også reelle beslutningskompetence, som de delegerer til virksomhedernes bestyrelse, der så igen delegerer den daglige ledelse til direktionen. Ledelsen handler formelt set på ejernes vegne. Også andre styringsmekanismer omtales – eksempelvis aflønning og udskiftning af direktionen, bankindflydelse, konkurrenceforhold, offentligt tilsyn mv. Men hovedvægten lægges altså på ejerskab og bestyrelsesforhold. Skriftet er disponeret som følger.

Kapitel 1 giver en oversigt over forskningen i selskabsstyring, idet hovedvægten lægges på agentteorien, der betragter virksomhedsledelsen som agent for ejerne, dvs. at virksomhedsledelsen handler på ejernes vegne. I

breder forstand handler den også på vegne af ejerne som agenter for øvrige interessenter (stakeholders) såsom medarbejdere, kunder, lokalsamfund, kreditorer mv., men den er direkte ansvarlig over for ejerne. Kernen i teorien er – ligesom i anden økonomisk teori – at agenterne handler rationelt i egen interesse. Agentteorien analyserer på denne baggrund, hvorledes forskellige ”styreformere” kan sikre, at ledelsen forvalter sin magt hensigtsmæssigt, dvs. tager beslutninger, der ikke bare er i egen, men også i ejernes interesse og i et bredere perspektiv også i de øvrige interessenters. En vigtig måde at sikre rigtige incitamenter på er, at beslutningstagerne også har en stærk økonomisk interesse i virksomhedens resultat, hvilket først og fremmest kan sikres gennem helt eller delvist ejerskab. Men denne løsning er ikke altid hensigtsmæssig, og hvor ejerskabet er spredt over en bred ejerkreds delegeres opsynet med virksomheden til bestyrelsen, der dermed får en vigtig rolle i selskabsstyringen. Også andre styringsmekanismer analyseres.

Kapitel 2 giver en oversigt over international selskabsstyring og søger at placere Danmark i dette billede. Blandt andet ønsker vi at undersøge, om selskabsstyringen i Danmark adskiller sig fra, hvad man finder i udlandet, og hvorvidt dette måtte give anledning til særlige danske problemer. Vi rapporterer her resultaterne fra en statistisk undersøgelse på baggrund af en international database. Vi finder, at dansk erhvervsliv i kraft af de mange små virksomheder har en relativt høj andel af personligt ejerskab (inkl. familieejerskab). Hvad angår bestyrelsesforholdene tilhører Danmark sammen med Tyskland og resten af Skandinavien den gruppe af lande, der dels har et organisatorisk skel mellem bestyrelse og ledelse (det to-strengede system), dels har medarbejderrepræsentation i bestyrelsen. Konsekvensen af dette er, at direktionens vilkår i Danmark er meget forskellig fra, hvad de er i de fleste andre lande. Lidt firkantet udtrykt har direktionen i Danmark mindre magt, fordi ejerne og medarbejderne er stærkere repræsenteret, og fordi der er mere uafhængig bestyrelseskontrol med ledelsen. Dette er i høj grad en konsekvens af den danske erhvervsstruktur, der er præget af få store virksomheder. Der er en klar sammenhæng mellem virksomhedsstørrelsen, graden af personligt ejerskab og bestyrelsens størrelse, således at små virksomheder har mere personligt ejerskab og mindre bestyrelser.

Kapitel 3 redegør for en kvantitativ undersøgelse af bestyrelsesforhold i de 300 største danske virksomheder. Vi finder, at de danske selskabers bestyrelser er overraskende små med en gennemsnitlig størrelse på kun godt 5 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer. Som man kunne forvente ud fra agentteorien, har virksomheder med stærk ejerdominans, såsom

udenlandske datterselskaber og familieejede virksomheder, typisk mindre bestyrelser, der ofte inkluderer den administrerede direktør. Andels- og statsejede selskaber har derimod større bestyrelser med flere medlemmer, der ikke er så tæt knyttet til den daglige ledelse. Endvidere finder vi, at adskillelsen mellem bestyrelse og direktion langtfra er komplet. Den administrerende direktør er medlem af bestyrelsen i mere end en tredjedel af virksomhederne. Endelig har vi studeret problemet med overlappende bestyrelser og finder, at selv om det ikke er ualmindeligt at have mere end en bestyrelsespost, er overlappende bestyrelser blandt de store virksomheder et mindre udbredt fænomen end forventet på baggrund af mytedannelser om indspiste bestyrelser.

Kapitel 4 redegør for en spørgeskemaundersøgelse blandt bestyrelsesformændene i de 1000 største danske virksomheder. Vi finder, at der er et stort sammenfald i betydningen og prioriteringen af bestyrelsesopgaverne på tværs af ejerkategorier. Bestyrelserne ser deres primære opgave som værende at varetage ejer- og selskabsinteresser. Indtjening er således en dominerende målsætning. Varetagelsen af stakeholderinteresser, særligt hensynet til medarbejdere og kunder, har dog også væsentlig betydning for godt halvdelen af respondenterne. Derimod er brede offentlige interesser lavt prioriteret. Ejerskabets betydning understreges af, at bestyrelserne sammensættes af ejerne. Derimod tilskrives forretningsforbindelser og personlige relationer tilsyneladende ikke den store betydning, hverken for bestyrelses sammensætningen eller bestyrelsesarbejdet i almindelighed. Som man kunne forvente ud fra teorien, prioriterer majoritetsjede selskaber den primære ejerinteresse (indtjening) noget højere, mens minoritetsjede virksomheder lægger større vægt på andre stakeholdermålsætninger. Bestyrelsen i minoritetsjede selskaber er også mere aktiv i f.eks. strategiske drøftelser og tillægger sig selv større betydning for virksomhedens udvikling.

Kapitel 5 studerer sammenhængen mellem ejer/bestyrelsesforholdene og virksomhedernes værdiskabelse (performance). Vi finder, at bestyrelsens indflydelse på selskabets udvikling er noget større i virksomheder med spredt ejerskab end i virksomheder med en majoritetsaktionær. Dette gælder især, hvis majoritetsaktionæren er en familie eller person, idet denne typisk vil være personligt engageret i ledelsen. Ejerskabet viser sig at have ringe betydning for virksomhedens overordnede performance. Det gælder både, når man behandler sondringen mellem majoritets- og minoritets ejerskab og sondringen mellem de forskellige ejerkategorier. Den begrænsede variation gælder, uanset om man ser på subjektive performance-mål (indsamlet ved spørgemaundersøgelsen) eller performance-mål baseret på års-

regnskaber. De eneste forskelle i performance, der kunne konstateres, var en signifikant bedre vurdering af den subjektive performance for minoritetsejede selskaber. Da man ikke kan genfinde dette resultat i de regnskabsmæssige performance-mål, må resultatet nok vurderes som værende et udslag af bias i de subjektive performance-mål. Det, som står tilbage, er derfor, at der ikke kunne konstateres nogen nævneværdig effekt af ejerskabet på virksomhedens overordnede performance.

Kapitel 6 sammenfatter de foregående bidrag til en konklusion. Generelt finder vi ikke tegn på problematiske magtkoncentrationer eller effektivitetsproblemer i dansk selskabsstyring. Afvigelserne fra det europæiske gennemsnit, dvs. mere udbredt familie- og andelsejerskab og mindre bestyrelser, kan overvejende forklares med en erhvervsstruktur med relativt få store virksomheder og relativt mange fødevareproducenter. Dette indebærer naturligvis ikke, at der ikke er problemer i dansk selskabsstyring. Der findes ingen ideelle modeller i selskabsstyring, og ligesom andre modeller har den danske *personlige stakeholderkapitalisme* både styrker og svagheder.

Den internationale corporate governance diskussion fokuserer på den professionelle direktions magt og mulighederne for at tæmme denne magt i almenhedens tjeneste. Men problemet i Danmark er normalt ikke, at direktionerne har for meget magt. Stærke ejere, relativt uafhængige bestyrelser og medarbejderrepræsentation er med til at sikre, at danske virksomhedsledelser får rigeligt modspil. Sammenlignet med lande som Sverige eller Finland, hvor en langt større del af samfundsøkonomien varetages af enkelte store selskaber, indebærer de danske virksomheders begrænsede størrelse derudover, at direktionen i det enkelte selskab har relativt færre ressourcer til rådighed. Dermed har direktionen også mindre indflydelse på det omgivende samfund, antageligt inklusivt det politiske liv.

Kapitel 1

Selskabsstyring – corporate governance.

En oversigt

Indledning

Selskabsstyring (corporate governance) er bredt forstået selskabers overordnede styringssystem. Der er i litteraturen flere definitioner af emnet. Det kan defineres snævert, som ”hvordan investorerne sikrer sig et tilfredsstillende afkast på den investerede kapital” (Shleifer & Vishny, 1997) eller mere bredt, som ”den måde virksomheder styres på” (Charkham, 1994). Den klassiske definition er ”det system, hvorigennem virksomheder bestyres og kontrolleres” (Cadbury, 1992; OECD, 1999). Nørby-udvalget (2001), der fokuserer på bestyrelseskultur, bruger betegnelsen ”selskabsledelse”. Til forskel fra virksomhedsledelse, der drejer sig om ledelsens anvendelse af virksomhedens øvrige ressourcer, vedrører selskabsstyring de mekanismer, der styrer selve ledelsesfunktionen. Vi vælger derfor at oversætte corporate governance med selskabsstyring og fokuserer på ejer- og bestyrelsesforhold, idet ansvaret for selskabers overordnede styring i alle retssystemer påhviler deres ejere og i væsentligt omfang delegeres til en bestyrelse.

I økonomisk teori har dette problem været underspillet, fordi man simpelthen antog, at virksomhedsledelsen profitmaksimerer, således at virksomhedens struktur ikke har nogen særlig betydning for dens adfærd. Men i nyere virksomhedsteori tages profitmaksimering ikke længere for givet, og opmærksomheden rettes derfor mod mekanismer, der kan tilskynde ledelsen til profitmaksimering eller anden adfærd.

Eksempelvis har det været fremhævet, at ledelsen tilskyndes til profitmaksimering gennem risikoen for fjendtlig overtagelser (Manne, 1965; Jensen, 1986), resultatafhængig aflønning (Ross, 1973), medejerskab (Jensen & Meckling, 1976), stram bestyrelseskontrol (Alchian & Demsetz, 1972; Fama & Jensen, 1983a), store ejere (Shleifer & Vishny, 1986; 1997), en høj gældsandel med deraf følgende pres til at generere likviditet (Jensen, 1986), konkurrence på varemarkederne (Hart, 1983) eller kontrol udøvet af banker og andre store kreditorer (Stiglitz & Weiss, 1981; Shleifer & Vishny, 1997). Selskabsstyring kan forstås som summen af disse kontrolmekanismer.

I dette kapitel gives en oversigt over den store og hurtigt voksende litteratur om selskabsstyring. Oversigten omfatter både teoretiske og empiriske

bidrag, men hovedvægten lægges på teori, specielt den økonomiske agent-teori. I tredje og fjerde afsnit lægges vægt på at belyse ejerforhold og bestyrelsesforhold respektivt, mens andre mekanismer i selskabsstyringen behandles i det efterfølgende afsnit. Oversigten redegør dog også for andre perspektiver, f.eks. omfatter det sjette afsnit stakeholderteori samt politisk og sociologisk teori. Endelig konkluderes i det sidste afsnit.

Agentteori

Den vigtigste teori om selskabsstyring er uden tvivl agentteorien. Helt generelt siges der at foreligge et agentforhold mellem to eller flere parter, når en part træffer beslutninger på den andens vegne:

Der foreligger et agentforhold mellem to eller flere parter, når én (kaldet agenten) handler for eller på vegne af en anden (kaldet principalen) i et givet sæt beslutningsproblemer (Ross, 1973).

Som sådan er principal-agent problemet fuldstændigt generelt. Der foreligger et principal-agent problem mellem vælgere og politikere, idet politikerne handler på vælgernes vegne. Det samme problem foreligger, når ministre handler på Folketingets vegne, eller mellem politikere og embedsmænd, når embedsmændene skal udføre de beslutninger, som politikerne har vedtaget. Meget direkte ses dette, når en embedsmand afslutter sit brev med PMV eller ”på ministerens vegne”. Ud fra samme princip kunne virksomhedsledere underskrive sig ”på ejernes vegne”.

Man kan også tale om et incitamentproblem mellem køber og sælger i normale økonomiske transaktioner, men her vil man normalt ikke betegne relationen som et principal-agent forhold, idet køber her er beslutningstager på egne vegne. En undtagelse foreligger dog, hvis køber mangler information om den vare eller tjeneste, som købes, f.eks. i forholdet mellem patient og læge. Her kan sælger (eksempelvis lægen, der sælger en ydelse som diagnose og behandling) siges at træffe beslutninger på købers vegne, som køberen mere eller mindre er nødt til at affinde sig med, og der foreligger principielt altid muligheder for, at sælgeren vælger at varetage sine egne økonomiske interesser i dette forhold. Eksempelvis ved at levere for dårlig kvalitet, tage for høje priser, foreskrive for mange behandlinger mv.

I dette kapitel skal dog fokuseres på agentproblemet, som det udmønter sig i selskabsstyringen. Jensen og Meckling (1976) anvendte som de første principal-agent teorien på forholdet mellem virksomhedsledelse og aktionærer, og emnet er senere blevet belyst gennem omfattende teoretisk og empirisk forskning.

De grundlæggende elementer i teorien er følgende:

- Principaler (ejere) og agenter (virksomhedsledere) har hver deres interesser, således at der foreligger en interessekonflikt mellem dem. Man ser altså bort fra den situation, at virksomhedsledelsen fuldstændig identificerer sig med ejerne og handler, som disse ville have gjort. Interessekonflikten er dog i de mere interessante tilfælde ikke større end, at begge parter med økonomisk fordel kan indgå i et samarbejde, og de har i denne forstand fælles interesser.
- Principalens (aktionærernes) interesse består hovedsagelig i at opnå så stort et afkast som muligt (i form af dividende og kursgevinst). Ejerne ønsker altså at maksimere indtjeningen, forstået som det økonomiske udbytte sammenlignet med, hvad der kunne opnås ved anden alternativ placering af midlerne. Der ses i første omgang bort fra ejernes eventuelle præferencer med hensyn til at undgå risici og/eller præferencer for bestemte måder at drive virksomheden på. Som udgangspunkt antages ejerne altså at være risikoneutrale og at maksimere indtjeningen på langt sigt.
- Ejernes indtjening afhænger af ledelsen. Jo større indsats og højere kvalitet i virksomhedens ledelse, desto større indtjening til aktionærerne.
- Agentens (virksomhedsledelsens) interesser består i så høj en løn og så lav en arbejdsindsats og økonomisk risiko som muligt. Hertil kommer, at ledelsen kan have personlig præference for at drive virksomheden på en måde, som ikke maksimerer indtjeningen, og som derfor i teorien betragtes som et skjult privatforbrug. Privatforbruget kan eksempelvis bestå i personalegoder, men også i at tage hensyn til medarbejdere, kunder, leverandører eller andre stakeholdere ud over, hvad hensynet til profitmaksimering måtte tilsige. Dette kan også gælde ambitioner om at opbygge en stor virksomhed, at gavne nationen, svagt stillede medborgere eller menneskeheden som sådan.
- Rationalitet. Både ejere og ledelse er fuldt rationelle, således at de træffer de beslutninger, der bedst tjener deres interesser, givet den information de har til rådighed.
- Fuld viden. Begge parter forstår problemets karakter. Det kommer således ikke bag på ejerne, at ledelsen har egne interesser.
- Usikkerhed. Da der er mange til dels uforudsigelige faktorer, der påvirker virksomhedens indtjening, må både ejere og ledelse handle under usikkerhed, hvilket indebærer et vist element af tilfældighed i virksomhedens økonomiske resultat. Dette betyder eksempelvis, at et dårligt

økonomisk resultat ikke nødvendigvis skyldes dårlig ledelse, men måske skal henføres til forhold uden for ledelsens kontrol, så som dårligt vejr, lavkonjunkturer, uheld og andre forhold, som det ikke er muligt på forhånd at forudsige eller tage højde for.

- Asymmetrisk information. Ledelsen er bedre informeret end ejerne om, hvad der foregår i virksomheden. Ledelsens informationsfordel viser sig specielt på to måder, der i faglitteraturen benævnes skjult handling (moral hazard) og skjult viden (adverse selection).
- Skjult handling (moral hazard) indebærer, at ledelsen er bedre informeret om kvaliteten og kvantiteten af sin egen arbejdsindsats, end ejerne er. Under disse omstændigheder har ledelsen et incitament til at nyttemaksimere på egne frem for på ejernes vegne. Ledelsen kan som nævnt have præferencer for højere udgifter (Williamson, 1963) eller større risikospredning, end hensynet til varetagelse af ejernes interesser tilsiger.
- Skjult viden (adverse selection) indebærer, at ledelsen også har adgang til andre former for information, end ejerne har. Eksempelvis er ledelsen antagelig bedre informeret om sine egne kompetencer og begrænsninger, end ejerne er.

God selskabsstyring kan således i agentteoretisk forstand udmøntes i at sikre, 1) at virksomheden har den rigtige ledelse (løse selektionsproblemet), og 2) at ledelsen er tilstrækkelig motiveret til at handle i ejernes interesser (løse motivationsproblemet). Denne opgave kan løses på flere forskellige måder.

Ledelsesejerskab

Den klassiske løsning består i, at ledelsen ejer virksomheden. Når der således er sammenfald mellem ejerskab og ledelse, har ledelsen det fulde incitament til at maksimere indtjeningen eller rettere at vælge en optimal kombination af indtjening og frynsegoder (eller andre former for skjult privatforbrug). Dette indebærer dels, at ledelsen har det fulde incitament til at gøre en indsats (og løser således incitamentproblemet) og dels, at ejerlederen har det fulde incitament til at afhænde virksomheden til en anden ejer/leder, der eventuelt kunne drive virksomheden bedre. Disse positive træk ved personligt ejerskab er antagelig årsagen til, at denne løsning har så stor succes, jf. at langt hovedparten af verdens virksomheder er personligt ejede, typisk kun af en enkelt person. Alligevel er dette ikke nogen fuldkommen løsning, bl.a. fordi den indebærer, at ejerlederen må tage en stor personlig risiko, som måske indebærer, at han fravælger visse værdiskabende projekter.

Specielt i store virksomheder kan dette være et alvorligt problem. En mere uddybende behandling af selskabsstyring via ejerskab gives i afsnit 3.

Adskillelse mellem ejerskab og ledelse

Hvis der er adskillelse mellem ejerskab og ledelse, foreligger der et normalt agentproblem. Risikohensynet tilsiger, at ejerne skal sprede deres portefølje, således at de kun placerer en lille del af deres midler i en enkelt virksomhed. Men dette indebærer et relativt ringe incitament til at følge med i virksomhedens udvikling og tilsvarende ringe muligheder for at øve indflydelse på ledelsen. Resultatet kan blive, at ledelsen overtager kontrollen med virksomheden og bruger den som et middel til at tjene egne interesser på ejernes regning.

Generalforsamlingen

Generalforsamlingen kan betragtes som et bidrag til at løse dette problem, idet aktionæerne her kan vælge at udskifte den siddende ledelse, som derfor får et incitament til at yde en tilfredsstillende indsats. Men da det som følge af informationsproblemerne kan være vanskeligt for aktionæerne at løfte denne opgave, kan de vælge at uddelegere den løbende kontrol til en bestyrelse, der efter behov mødes regelmæssigt for at drøfte virksomhedens situation, og som bemyndiges til at udskifte ledelse og på aktionærernes vegne at tage stilling til strategiske spørgsmål.

Bestyrelsen

Bestyrelsen kan dog heller ikke siges at være nogen fuldkommen løsning på corporate governance problemet. Blandt andet er der spørgsmålet om, hvorvidt problemet ikke blot flyttes et niveau op: Hvorledes sammensættes en egnet bestyrelse (selektionsproblemet), og hvordan sikres det, at bestyrelsen handler i ejernes interesse (motivationsproblemet). Et velkendt skræmmebillede er eksempelvis, at den siddende ledelse i praksis bestemmer bestyrelsens sammensætning, hvorved bestyrelsen degenererer fra at være agent for ejerne i forhold til ledelsen til at være agent for ledelsen i forhold til ejerne. I afsnit 4 gives en uddybende oversigt over bestyrelsens rolle i selskabsstyringen.

Andre mekanismer

Helt andre mekanismer kan tænkes at kunne tilskynde ledelsen til at handle effektivt i ejernes interesse, som det blev nævnt i det foregående. Det gælder blandt andet:

- Risikoen for fjendtlige overtagelser (Manne, 1965; Jensen, 1986), som indebærer, at et dårligt ledet selskab i kraft af en dårlig indtjening vil have en lav aktiekurs, hvilket giver mulighed for, at strategiske investorer (raiders) kan overtage virksomheden, fyre ledelsen, forbedre indtjeningen og derigennem realisere en gevinst.
- Resultatafhængig aflønning (Murphy, 1999). Dvs. at ledelsen får højere løn, jo højere aktiekurs, indtjening eller andre resultater og dermed har interessesammenfald med ejerne.
- En høj gældsandel med deraf følgende pres til at generere likviditet (Jensen, 1986), da en god indtjening er nødvendig for at kunne afholde renter og afdrag på virksomhedens gæld (og undgå konkurs).
- Afledte virkninger på fremtidige job- og erhvervsmuligheder (Fama, 1980), idet en leder, der gør sit arbejde dårligt vil have svært ved at få et nyt job. Dette gælder ikke bare topledelsen, men også den øvrige ledelse, der derfor har et incitament til at styrke virksomhedens indtjening.
- Konkurrence på varemarkederne og dermed et reduceret spillerum for ineffektivitet (Hart, 1980), idet manglende omkostningsstyring simpelt hen vil indebære, at virksomheden går fallit.
- Kontrol udøvet af banker og andre store kreditorer (Stiglitz & Weiss, 1981; Shleifer & Vishny, 1997), eksempelvis når virksomhedsledelsen forhandler om nye lån eller har finansielle problemer.
- Offentligt tilsyn og regulering (Demsetz & Lehn, 1985), som f.eks. når finanstilsynet fører tilsyn med bankernes økonomi, eller når fondskonto- ret fører tilsyn med de erhvervsdrivende fonde.

Selv om ingen af disse mekanismer vil kunne fjerne agentproblemet helt, kan styringen således tilpasses den enkelte virksomheds vilkår. Nogle af disse alternative styringsmekanismer behandles nærmere i afsnit 5.

Teorien kan naturligvis også kritiseres for at være for ensidigt fokuseret på økonomisk egennytte og interessemodsatninger, for at lægge for meget vægt på ejerinteresser på bekostning af andre interessenter i virksomheden og for at underspille de politiske, juridiske og samfundsmæssige faktoreres indflydelse. Disse kritikpunkter, der kan ses som ansatzpunkter til alternative teoridannelser, diskuteres i afsnit 6.

Ejerskab

Selv om virksomhedernes ejerskab intuitivt forekommer at være en betydningsfuld faktor, tillægges det ingen betydning for virksomhedernes adfærd i klassisk økonomisk teori (Debreu, 1959). Årsagen er, at man her er tilbøjelig til at antage, at virksomhederne profitmaksimerer uanset ejerskabet. Ejerskabet har således alene betydning for formue- og indkomstfordelingen. Argumentet er, at forskellige ejere vil handle på samme (profitmaksimerende) måde givet bestemte vilkår.¹

Allerede relativt tidligt er der dog eksempler på, at ejerforholdene, i det mindste implicit, tillægges betydning. Marshall (1948) formulerede således en livscyklusteori om virksomheders udvikling, der antog, at virksomhedens liv var knyttet til ejerens, men Marshall måtte revidere denne i lyset af fremkomsten af store aktieselskaber med mere anonymt ejerskab. Marshall fremhævede også andelsselskabernes moralske betydning. Ikke desto mindre fremhæver teorihistorien ofte Berle og Means (1932) som ophavsmænd til corporate governance diskussionen. De konstaterede på baggrund af en empirisk undersøgelse af de største amerikanske virksomheder en ”adskillelse mellem ejerskab og kontrol” – ejerne spillede en relativt ringe rolle som beslutningstagere, mens magten i stedet angiveligt lå hos den ansatte, professionelle ledelse. Deres bidrag førte sammen med andre til fremvæksten af en ”managerialistisk” virksomhedsteori, der betonedede den professionelle ledelses betydning (for en oversigt henvises til Marris & Mueller, 1980). En standardantagelse er her, at ledelsen maksimerer sin nytte (via vækst, virksomhedsstørrelse eller lignende) under en bibetingelse om et nogenlunde tilfredsstillende gennemsnitligt afkast, som er nødvendigt for at finansiere virksomheden.

Jensen og Meckling (1976) videreudviklede dette synspunkt til en agentteori om virksomheden. Her betragtes ledelsens ejerskab som en variabel, der påvirker valget mellem værdimaksimering (profitmaksimering) og skjult privatforbrug, idet skjult privatforbrug simpelthen defineres ved det økonomiske tab som følge af ikke-værdimaksimerende handlinger. Selv i en 100 pct. ledelsesejet virksomhed vil der normalt være tale om et vist privatforbrug, men et hovedresultat er, at privatforbruget vokser, når ledelsens ejerandel falder. Alt andet lige er personligt ejerskab derfor optimalt, men den positive incitamenteffekt må fra ejerlederens synspunkt vejes mod den merrisiko, som en forøget ejerandel indebærer.

Demsetz (1983), Demsetz og Lehn (1985) og Fama og Jensen (1983b) udvikler agentteorien til en mere generel ejerskabsteori, der søger at forklare udbredelsen af forskellige ejerstrukturer. Fra at være betragtet som en gi-

ven størrelse i den klassiske teori (eks. Debreu, 1959) bliver ejerforholdene herefter betragtet som en endogen variabel, der bestemmes af økonomiske forhold, dvs. af fordele og omkostninger ved forskellige ejerstrukturer under bestemte betingelser. Ejerstrukturen betragtes altså som:

Et endogent resultat af udvælgelse i konkurrence, hvor forskellige omkostningsfordele og ulemper udlignes for at nå frem til en ligevægtsorganisation af virksomheden (Demsetz, 1983).

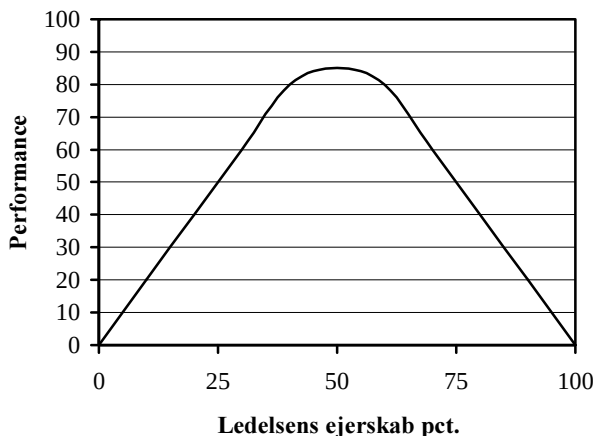
Ledelsens ejerskab betragtes i denne forskning som udtryk for en afvejning af incitamenter og risiko. Heraf følger eksempelvis, at ledelsens ejerandel vil være større, jo mindre økonomisk risikabel virksomheden er. Mens fuld gennemsigthed skulle gøre det muligt, også for spredte ejere, at føre tilsyn med virksomheden, indebærer mindre gennemsigthed (usikkerhed og kompleksitet) i aktiviteterne, at et mere koncentreret ejerskab er hensigtsmæssigt for at sikre et incitament til at afholde informationsomkostningerne ved at overvåge virksomheden og ledelsen.

Konsekvensen af ligevægtsteorien som foreslået af Demsetz (1983) er, at den eksisterende ejerskabsstruktur betragtes som en optimal tilpasning til virksomhedens givne vilkår, dvs. ejerstrukturen maksimerer partnernes samlede nytte. Hvad angår ledelsesejerskab er det almindeligt at antage en klokkeformet sammenhæng med virksomhedens performance (markeds-værdi, indtjeningsevne e.l.) som vist nedenfor – se f.eks. Mørck et al. (1988) for en diskussion.

For små udgangsniveauer antages en positiv sammenhæng, idet en stigende ejerandel får ledelsen til at gøre en større indsats. Men ud over et vist punkt antages negative ”forsknings” (entrenchment) effekter at sætte ind. En mellemløsning er således optimal, om end kurvens toppunkt vil variere mellem 0 pct. og 100 pct., afhængigt af virksomheden. Et argument for en negativ performance-effekt ud over et vist optimalt ejerskab er, at ledelsen med et stigende personligt ejerskab bliver stadig mere hæmmet af risikoaversion. Et andet argument er, at ledelsen i kraft af en stigende ejerandel gradvis erobrer kontrollen med virksomheden og på den måde kan modsætte sig afskedigelse eller andre krav fra mindre aktionærer. Dette argument vedrører således ikke blot ejerforholdenes betydning for ledelsens økonomiske incitament, men også dens handlemuligheder. Endvidere kan man naturligvis også tænke sig mere komplicerede funktionelle sammenhænge med flere lokale performance-maksima.

Empirisk er sammenhængen mellem ejerskabskoncentration og virksomheders indtjeningsevne blevet undersøgt i mange studier, hvoraf mange har fundet en positiv sammenhæng (Short, 1994), mens andre har fundet

Figur 1.1. Hypotetisk sammenhæng mellem ledelsesejerskab og performance



belæg for en klokkeformet effekt, som den vi viste i figuren (Mørck et al., 1988). I de senere år er der dog sået tvivl om disse resultater gennem statistiske studier, der betjener sig af mere avancerede simultane ligningsmodeller og tager højde for både årsager til og effekter af ejerkoncentration i samme estimation. Disse studier har ikke fundet nogen signifikant effekt af ejerskabskoncentration på virksomheders indtjening (Loderer & Martin, 1997; Cho, 1998; Himmelberg et al., 1999). Teoretisk har Demsetz (1983) netop argumenteret for, at man ikke empirisk skulle observere nogen sammenhæng, da ejerne tilpasser deres ejerskab efter, hvad der er mest rentabelt.

Ejertyper

Et problem i den almindelige agentmodel er, at teorien udelukkende fokuserer på aflønningsaspektet af ejerskab, mens kontrolaspektet underspilles. Den simple agentteori skelner således ikke mellem resultataflønning og ejerskab. Men den inkomplette kontraktteori (Grossman & Hart, 1986; Hart, 1988; 1995) inddrager denne dimension, idet ejerskab her defineres som kontrolrettigheder, forstået som den residuale kontrol, der bliver tilbage, når virksomheden ikke er forpligtet af økonomiske relationer (kontrakter) med andre agenter. Ejeren bestemmer altså over virksomheden, og det er ikke ligegyldigt, hvem der er ejer, blandt andet fordi der er forskel på de-

res viden og andre ressourcer. Nogle ejere er personer, andre er virksomheder eller foreninger mv. Gennem ejerskabet skabes større sammenhæng mellem ejeren og virksomhedens økonomi, der øger ejerens incitamentet til at investere og gøre en indsats for virksomheden, eksempelvis når en virksomhed overtager en leverandør (jf. også Williamson, 1985; 1996). Teorien underbygger således, at forskellige former for vertikal og horisontal integration mellem virksomheder kan være økonomisk effektiv, idet de "internaliserer" økonomiske transaktioner, dvs. at opgaver, der tidligere blev løst af uafhængige virksomheder, nu løses internt i virksomheden af forskellige afdelinger. Naturligvis er der også omkostninger ved at internalisere, for eksempel at ejer-incitamentet i den opkøbte virksomhed svækkes, og den økonomisk mest fordelagtige organisering opnås ved at veje fordele mod omkostninger, eller (teoretisk udtrykt) ved at minimere transaktionsomkostningerne.

Hansmann (1988; 1996) sammenfatter disse og andre bidrag til en mere generel teori om virksomhedsejerskab. Udgangspunktet er her, at virksomheden principielt kan ejes af en hvilken som helst af virksomhedens interessenter eller "stakeholdere" – såsom medarbejderne, ledelsen, eksterne investorer, kunder, leverandører m.fl., idet én gruppe typisk vil være dominerende, grundet interessekonflikter og informationsforskelle mellem stakeholdergrupperne. Et optimalt (værdimaksimerende) ejerskab defineres som det ejerskab, der minimerer de samlede transaktionsomkostninger, og som derfor er konkurrencedygtigt i forhold til alternativerne.² På denne måde forklarer teorien forskellige ejerformers udbredelse som en funktion af brancheforhold, lovgivning og regulering, samt virksomhedsspecifikke forhold (Thomsen & Pedersen, 1999; 2000).

Person/Familieejerskab

Denne ejertype kan jf. det foregående betragtes som en effektiv ejerform i virksomheder, hvor ledelsen har en væsentlig informationsfordel, dvs. i virksomheder, hvor det er særligt vanskeligt for udenforstående at gennemskue driften, og hvor ledelsens kvalitet og engagement er særlig vigtig for virksomhedens resultat. Samtidig er person/familieejerskab naturligt nok mere udbredt blandt små virksomheder og i brancher, hvor finansieringsbehovet er overskueligt, eller hvor der er gode muligheder for lånefinansiering.

Spredt investorejerskab

Spredt investorejerskab er derimod en attraktiv løsning, når finansieringsbehovet gør det hensigtsmæssigt at dele risiko mellem flere parter (Fama & Jensen, 1983a; 1983b), hvortil kommer fordele ved adskillelse og specialisering af ledelses- og finansieringsfunktionen. Teoretisk set er dette en optimal løsning for virksomheder med et stort finansieringsbehov til dækning af firmaspecifikke investeringer, som har ringe værdi i alternativ anvendelse, og som det derfor er vanskeligt at lånefinansiere (Fama & Jensen, 1983b).

Mellemformer mellem personligt og spredt ejerskab i form af store minoritetsaktieposter har til gengæld en teoretisk berettigelse i brancher/virksomheder, hvor ledelsen besidder væsentlige informationsfordele, og den virksomhedsspecifikke risiko ikke er helt overvældende.

Teoretisk set er valget mellem spredt og personligt ejerskab et valg mellem at internalisere virksomhedens relationer med ledelsen (personligt ejerskab) eller med investorerne (spredt investorejerskab). Ved ledelsesejerskab minimeres transaktionsomkostningerne mellem ledelse og virksomhed (de almindelige agentproblemer reduceres), men til gengæld er der væsentlige transaktionsomkostninger i forbindelse med virksomhedens finansiering, som må komme fra fremmedkapital eller selvfinansiering. Spredt investorejerskab internaliserer omvendt virksomhedens relation til investorerne, hvorved kapitalomkostningerne reduceres, men til gengæld fremkommer så de normale agentproblemer i relation til ledelsen.

Virksomhedsejerskab

Virksomhedsejerskab – dvs. at virksomheder helt eller delvis ejer andre virksomheder – kan tilsvarende vises at være fordelagtigt, hvor specialiserede aktiver og kompetence indebærer, at relationen mellem dem har afgørende betydning for den enes (eller begges) konkurrenceevne (Williamson, 1985; 1996; Hart, 1995). En variant er multinationalt ejerskab, hvor teorien særlig betoner datterselskabsrelationen som en optimal mekanisme til at formidle moderselskabets specifikke ressourcer og kompetencer til udenlandske markeder (Caves, 1996).

Andelsselskaber

Andelsselskaber internaliserer ligeledes normalt relationen mellem køber og sælger – eksempelvis mellem mælkeproducenter og mejeri eller mellem landmænd og grovvarehandlere. Hvor enten køber- eller sælgersiden er monopoliseret (monopol eller monopson), foreligger der et teoretisk rationale for andelsformen ved at reducere velfærdstabet herved (problemet

med dobbelt marginalisering (Tirole, 1988)). Der er dog flere andre måder at løse disse problemer på, og det kræver således en særlig begrundelse, hvorfor netop andelsformen er den bedste løsning. Hansmann (1988) argumenterer for, at omkostningerne ved kollektiv beslutningstagning er mindre i landområderne, hvor de lokale netværk er stærke og gennemsigtigheden er høj, og at dette kan medvirke til at forklare udbredelsen af andelsejerskab i landbrugsrelaterede virksomheder. Men mens andelsformen således reducerer transaktionsomkostningerne i forhold til visse af virksomhedens leverandører (eller aftagere), indebærer andelsformen højere kapitalomkostninger sammenlignet med investorejerskab. Pedersen og Thomsen (1996) finder, at der i Danmark er særlig mange andelsvirksomheder blandt de største virksomheder, hvilket skal ses i sammenhæng med landbrugets fremtrædende placering i den danske erhvervsstruktur og en høj koncentrationsgrad i de enkelte brancher.

Offentligt ejerskab

Offentligt ejerskab forklares traditionelt som en effektiv ejerform for naturlige monopoler, karakteriseret ved stordriftsfordele og eksternaliteter (Shepherd, 1989; Laffont & Tirole, 1993; Putterman, 1993). I de senere år er effektiviteten af offentligt ejerskab dog blevet betvivlet af både teoretiske og empiriske grunde, og der er kommet større fokus på omkostningerne ved politiske fejlbeslutninger (Shleifer & Vishny, 1986), eksempelvis på grund af "samfundsmæssigt skadelige målsætninger" blandt politikere og embedsmænd (Shleifer & Vishny, 1986: 47) og de store principal-agent problemer, som også vælgerne har, når de skal overvåge politikerne (Putterman, 1993). Hvor disse "politikomkostninger" ikke er prohibitivt høje, kan der siges at være et økonomisk rationale for offentligt ejerskab som en løsning på markedsfejl i virksomheder/brancher med store positive eksterne (ikke prisfastsatte) effekter – eksempelvis forsyningsvirksomheder.

Fondsejerskab

Fondsejerskab – hvor en stemmemajoritet af virksomheden ejes af en selvejende fond – er i Danmark langt mere udpræget end i andre lande, idet en række af Danmarks største og mest toneangivende virksomheder ejes på denne måde. Thomsen (1996) finder, at fondsejede virksomheder økonomisk set klarer sig lige så godt som familieejede eller spredt ejede virksomheder. Han argumenterer for, at teoretiske svagheder som utilstrækkelige profitincitamenter og finansieringsproblemer under visse omstændigheder kan opvejes af konkurrencefordele ved stabilt ejerskab, en lang tidshorisont

og gode medarbejderrelationer. Senere studier bekræfter, at fondsejede virksomheder økonomisk set har klaret sig lige så godt som andre virksomheder i perioden 1996-2000 (Thomsen, 2001a).

A&B aktier

Som i mange andre lande (Rydqvist, 1992) er det i Danmark muligt at udstede aktier med begrænset stemmeret. Dette system er af og til blevet kritiseret for at være utidssvarende og ineffektivt af teoretiske, såvel som praktiske grunde. Nørby-udvalget (2001) har eksempelvis indstillet, at danske virksomheder ikke udsteder nye aktier i flere aktieklasser (hvor en klasse har større stemmewægt end andre) og genovervejer de eksisterende aktieklasser. Der findes dog ikke entydige teoretiske argumenter mod stemmeretsforskelle (Lando, 1991). Det er givet, at systemet kan føre til, at kontrollen samles på færre hænder, men spørgsmålet er, om dette er godt eller dårligt. Afhængigt af situationen kan flere aktieklasser lige såvel bevare et kompetent og engageret familieejerskab som det modsatte. Der er heller ikke fundet empirisk belæg for, at virksomheder med to aktieklasser klarer sig dårligere end andre.

Bestyrelsen

Den økonomiske bestyrelsesteori er af langt nyere dato end ejerskabsteori. Gennem de senere år har en række bidrag imidlertid udforsket bestyrelsens rolle og funktion i et agentteoretisk perspektiv (Fama & Jensen, 1983a; Hermalin & Weisbach, 1998; 2000; Johnson et al., 1996; Jensen, 1993; Gertner & Kaplan, 1996; Wu, 2000; Rosenstein & Wyatt, 1990).

Internationalt er der betydelige forskelle i bestyrelsessystemer, der beskrives nærmere i kapitel 2. Hvor Danmark, ligesom Tyskland og Sverige, har et to-strengt bestyrelsessystem med adskillelse mellem bestyrelse og direktion, er der i den en-strengede engelsk-amerikanske model kun en formel ledelse, der så består af interne medlemmer (executive directors, dvs. medlemmer af direktionen) og eksterne medlemmer (non-executive directors). Hertil kommer forskelle, hvad angår medarbejderrepræsentation, personsammenfald mellem direktør og bestyrelsesformand mv., som tilsammen indebærer, at engelsk-amerikanske forskningsresultater ikke uden videre kan overføres til en dansk sammenhæng. Idet den eksisterende forskning overvejende stammer fra USA, redegøres dog i det følgende for forskningsbidrag, der især har relevans i dansk sammenhæng.

Et centralt spørgsmål er, om bestyrelsen overhovedet udfylder nogen væsentlig økonomisk funktion og i givet fald hvilken. Har det overhovedet

nogen betydning for virksomheden, om den har en bestyrelse, eller hvordan den er sammensat? Det er således ikke alle selskaber, der har en bestyrelse, og en væsentlig grund til, at langt de fleste store selskaber faktisk har bestyrelser, er således lovgivningens krav. Hermalin og Weisbach (2000) fremhæver dog, at bestyrelser er og har været almindelige for virksomheder i mange forskellige juridiske regimer – og ligeledes eksisterede før selskabslovgivningens krav.

I et agentteoretisk perspektiv er bestyrelsens rolle simpelthen at løse agentproblemet så godt som muligt. Fama og Jensen (1983a) argumenterer for, at adskillelse af finansierings- (risikotagning) og ledelsesfunktion naturligt fører til beslutningssystemer (organisationsstrukturer), der adskiller ledelses- og kontrolfunktionerne i virksomheden. En normal beslutningsproces siges at gennemløbe 4 faser: 1) initiering (beslutningsforslag), 2) ratificering (beslutningstagning), 3) implementering og 4) monitorering (performance-måling og aflønning). 1) og 3) beskrives som ledelse ("decision management"), mens 2) og 4) beskrives som kontrol ("decision control"). Fama og Jensens argument er, at en selvstændig kontrolfunktion er nødvendig for at forhindre professionelle ledere (der ikke er medejere eller tager risici) i at tage beslutninger, der ikke er i ejernes interesser.

Toppen i både store og små systemer til beslutningskontrol, hvor beslutningstagerne ikke selv pådrager sig en stor del af de økonomiske konsekvenser af deres beslutninger, er en eller anden form for bestyrelse. Sådanne bestyrelser har altid magten til at ansætte, afskedige og lønne de overordnede beslutningstagere og at godkende og overvåge vigtige beslutninger (Fama & Jensen, 1983a: 311).

Når ejerskabet er spredt, og der er mange aktionærer, er det omkostningskrævende for dem alle at involvere sig i kontrolfunktionen, og det er derfor hensigtsmæssigt for dem at uddelegere den til en bestyrelse (Fama & Jensen, 1983a: 309).

En følge af denne tankegang er, at bestyrelsen ikke har nogen funktion i ejerledede selskaber. Hvis lovgivningen alligevel stiller krav om en bestyrelse, kan konsekvensen blive, at bestyrelsen bliver et formelt, ceremonielt organ uden noget særligt indhold – svarende til myten om "tantebestyrelser" eller lignende, hvor formalia og sociale forbindelser spiller en afgørende rolle.

Bestyrelsens funktion

Der ligger i den agentteoretiske funktionsbeskrivelse (Fama & Jensen, 1983a), at bestyrelsen skal overvåge virksomhedens resultater, tage stilling til større, strategiske spørgsmål, samt ansætte, aflønne og afskedige ledel-

sen. Johnson et al. (1996) argumenterer dog for, at bestyrelsen ud over den agentteoretiske kontrolrolle også spiller andre roller som konsulent og kontakt. Konsulentrollen vil her sige, at bestyrelsesmedlemmer bidrager til virksomhedens beslutningsproces i kraft af faglig viden, tidligere erhvervs-erfaring, analytiske evner e.l., mens kontaktrollen består i at knytte forbindelser til vigtige forretningsmiljøer, eksempelvis til kapitalmarkederne. Som underbygning for, at konsulentrollen også har betydning, henvises til empiriske studier af Tashakori og Boulton (1983), der viser, at bestyrelsen bliver stadig mere inddraget i strategiske diskussioner, mens Palmer et al. (1993) viser, at innovationer spredtes hurtigere blandt virksomheder med bestyrelsessammenfald. Kontaktrollen underbygges af studier, der viser, at en repræsentant for den finansielle sektor i bestyrelsen giver lettere adgang til kapital (Mizruchi & Stearns, 1988), hvilket navnlig mindre innovative virksomheder synes at benytte sig af (Daily & Dalton, 1992). Bestyrelsens konsulent- og kontaktfunktioner indebærer et muligt rationale for bestyrelser også i ejerledede virksomheder.

Bestyrelsens størrelse

Der er gode informationsøkonomiske argumenter for, at effektiviteten i bestyrelsesarbejdet vil aftage med bestyrelsens størrelse (Jensen, 1993). Og disse argumenter kan forklare, hvorfor meget store bestyrelser er forholdsvis sjældne. Derimod er det mere uafklaret, hvorfor bestyrelsesfunktionen så godt som altid varetages kollektivt af en gruppe, fremfor f.eks. en enkelt person. Et argument er, at bestyrelsesmedlemmerne overvåger hinanden, hvilket forhindrer, at de allierer sig med ledelsen (Hermalin og Weisbach, 2000). Et andet argument er, at flere bestyrelsesmedlemmer kan tilføre yderligere kompetence til bestyrelsens arbejde. En optimal bestyrelsesstørrelse indebærer en afvejning af disse hensyn.

Empirisk påpeger Forbes og Milliken (1999), at amerikanske bestyrelser på gennemsnitlig 13 medlemmer typisk er større end normale arbejdsgrupper, der varierer mellem 5 og 9 medlemmer. De argumenterer fra en socialpsykologisk synsvinkel for, at større bestyrelser indebærer fordele ved at have flere meninger repræsenteret og gennem en friere meningsudvikling, mens de mister de tætte personlige bånd i små grupper, hvilket har en negativ indflydelse på arbejdsmoral og samarbejds-klima.

Empirisk peger forskellige studier på en negativ sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens indtjening (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998). Yermack finder som mulig årsag, at store bestyrelser er mindre tilbøjelige til at afskedige direktionen i tilfælde af et dårligt økono-

misk resultat, hvilket kan opfattes som et tegn på mindre beslutningsdygtighed.

Mødefrekvens

Det årlige antal bestyrelsesmøder kan siges at indebære en lignende afvejning. Bestyrelsen skal ifølge sin funktion ikke gå direktionen i bedene, men dog ofre tilstrækkelig tid til en fyldestgørende diskussion. Monks og Minnow (1995) påpeger, at amerikanske boards mødes gennemsnitligt ca. 7 gange om året, og selv inklusiv arbejde i underudvalg, er den samlede mødetid mindre end 2 uger om året.

Bestyrelsens sammensætning

Et vigtigt og meget omdiskuteret spørgsmål er ledelsens rolle i bestyrelsen. Der skelnes mellem interne/insider bestyrelsesmedlemmer, der også er medlem af direktionen, og eksterne/outside medlemmer (Johnson et al., 1996). I skelnen mellem interne og eksterne bestyrelsesmedlemmer er der dog en forholdsvis stor gråzone (Johnson et al., 1996), idet grupper som storaktionærer, familiemedlemmer, forretningsforbindelser (f.eks. selskabets advokat), tidligere ansatte eller andre personer med stærke tilknytninger til ledelsen også i visse henseender kan karakteriseres som ”insidere”.

Som ovenfor argumenteret er der gode grunde til ikke at overlade bestyrelsesfunktionen til ledelsen. Men der kan omvendt argumenteres for, at bestyrelsesmedlemmernes kompetence og information er afgørende for deres mulighed for at udføre arbejdet, og da ledelsen af naturlige årsager sidder inde med langt mere information og bedre forståelse af selskabets vilkår, foreligger der dermed et argument for at optage direktionsmedlemmer i bestyrelsen (Fama & Jensen, 1983b).

Det kan endda være hensigtsmæssigt at lade ledelsen foreslå nye bestyrelsesmedlemmer, hvis den i kraft af sin specifikke information bedre kan vurdere, hvilke kompetencer det er hensigtsmæssigt at have repræsenteret. Hermalin og Weisbach (1998) formulerer en agent-teoretisk model for bestyrelsessammensætning, der bl.a. viser, at de eksterne bestyrelsesmedlemmers forholdsmæssige andel vokser, når det økonomiske resultat er utilfredsstillende (kontrollfunktionen skærpes). Omvendt er der i modellen en tendens til, at interne bestyrelsesmedlemmers andel vokser, jo længere direktionen sidder.

Empirisk finder Hermalin og Weisbach (1998), Dennis og Sarin (1999) og andre studier, at insiderandelen er højere i ejerledede virksomheder, men falder med virksomhedens størrelse og alder.

Forbes og Milliken (1999: 499-500) fremhæver fra en socialpsykologisk synsvinkel, at en øget outsiderandel styrker arbejdsmoral og udveksling af meningsforskelle, mens samarbejdsklimaet er bedre i bestyrelser med en høj grad af insiderrepræsentation, hvor medlemmerne kender hinanden bedre.

Et meget stort antal empiriske studier har undersøgt sammenhængen mellem outsiderandel og indtjeningssevne. Den gennemgående konklusion er, at der ikke er nogen signifikant sammenhæng (Hermalin & Weisbach, 2000), hvilket kan tages som udtryk for, at outsiderandelen ikke er systematisk for høj eller for lav. Der er dog også fundet belæg for, at outsiderandelen påvirker bestyrelsens arbejdsform – f.eks. at bestyrelser med flere eksterne medlemmer er mere tilbøjelige til at afskedige direktionen, når virksomhedens økonomiske resultatet ikke er tilfredsstillende.

Bestyrelsesforbindelser

Bestyrelsesforbindelser hentyder til, at medlemmer af direktion eller bestyrelse i et selskab sidder i andre selskabers bestyrelse, hvilket kan opfattes som udtryk for et ønske om at have relevant erhvervskompetence repræsenteret i bestyrelsen. Hvor bestyrelsessammenfaldet er gensidigt, således at medlemmer af den andens bestyrelse også sidder i den førstes direktion eller bestyrelse, taler man om forbundne bestyrelser. Også her er der tale om en afvejning af fordele og omkostninger.

Bestyrelsesforbindelser kan tilsyneladende svække kontrolfunktionen (Hallock, 1997), fordi de afskærmer virksomheden fra pres fra aktionærerne, men de kan som nævnt også fungere som vigtige informationskanaler i forbindelse til omverdenen og bl.a. bidrage til at formidle innovationer og knytte forbindelser til vigtige forretningsmiljøer (Palmer et al., 1993; Mizuchi & Stearns, 1988).

Bestyrelsens aflønning

Da bestyrelsens aflønning er en udgift for selskabet, foreligger der specielt i denne henseende et incitamentproblem, hvis bestyrelsen allierer sig med ledelsen mod aktionærernes interesser. Fama og Jensen (1983a) fremhæver derfor de enkelte bestyrelsesmedlemmers omdømme som deres væsentligste incitament til at gøre et godt stykke arbejde. Hvis bestyrelsesmedlemmerne har andre hverv eller befinder sig i et karriereforløb, har det professionelle omdømme også en betydelig økonomisk værdi.

Udskiftning i bestyrelsen

Dette foregår dels efter medlemmernes eget valg (f.eks. fratrædelse på grund af alder) og efter ønske fra ejerne. Teoretisk motiveres bestyrelsen ligesom selskabets ledelse (se nedenfor) af økonomiske incitamenter, herunder resultatbaseret aflønning og risiko for afskedigelse foruden bestyrelsesarbejdets indflydelse på deres omdømme. Mange udenlandske studier viser, at tilbøjeligheden til at udskifte bestyrelsesmedlemmer er større i virksomheder med dårlig indtjening, men der er relativt få studier af forholdene i tostrengede bestyrelsessystemer, og kun et studie på danske data. Eriksson et al. (2000) finder, at kun 5 procent af bestyrelsesformændene udskiftes årligt. De finder ingen signifikant sammenhæng mellem selskabets overskudsgrad og udskiftning af bestyrelsesformanden eller den øvrige bestyrelse, hvilket kan tyde på, at bestyrelserne kun i begrænset omfang holdes ansvarlige for den øjeblikkelige indtjeningsituation. Derimod findes en negativ sammenhæng mellem bestyrelsesudskiftning og selskabets soliditet, der opfattes som et mål for selskabets konkurrenceevne målt over en længere tidshorisont.

Andre mekanismer

Ledelsesincitamenter

Ifølge agentteorien vil ledelsens adfærd afhænge af de incitamenter, den stilles overfor – altså blandt andet aflønning og risiko for afskedigelse (Holmstrom, 1979; 1982). Resultataflønning via bonussystemer, stock options, lønstigninger og karrieremuligheder mv. udgør et klart økonomisk incitament til at prioritere virksomhedens indtjening. Men selv uden resultataflønning indebærer risikoen for afskedigelse i tilfælde af et dårligt resultat et økonomisk (og socialt) incitament til at undgå denne situation.

Empirisk er der mange studier både af ledelsesincitamenter (f.eks. Murphy, 1999; og i Danmark bl.a. Eriksson, 1998; Eriksson & Lausten, 2000) og af ledelsesudskiftning (i Danmark bl.a. Lausten, 2000; Neumann & Voetman, 1999; Thomsen, 1999c; Eriksson et al., 2000).

Murphy (1999) fremhæver, at resultatafhængigheden af ledelsens aflønning fra et agentteoretisk synspunkt vil afhænge af:

- Ledelsens indflydelse på det økonomiske resultat – jo større indflydelse, desto mere resultatbaseret vil aflønningen være.
- Aflønningens betydning for ledelsens indsats – jo mere påvirkelig ledelsens adfærd er, desto mere resultataflønning.

- Målbarheden af ledelsens indsats – jo mere målbar, desto mere resultat-aflønning.
- Ledelsens risikoaversion – jo større risikoaversion, desto mindre resultataflønning.

I overensstemmelse med agentteorien finder Eriksson og Lausten (2000), at danske lederes aflønning vokser med virksomhedens økonomiske resultat. Sammenhængen er forholdsvis svag på linje med resultaterne i tidligere internationale undersøgelser. Undersøgelsen finder endvidere i overensstemmelse med agentteorien en tendens til relativ performanceaflønning, dvs. at ledelsens aflønning samvarierer med virksomhedens resultat (målt i forhold til et branchegennemsnit). Derimod synes der ikke – i modsætning til teoriens forudsigelser – at være nogen tendens til, at topledere aflønnes mere resultatbaseret.

Eriksson et al. (2000) finder, at 11 pct. af danske direktører udskiftes årligt. De fleste studier (Lausten, 2000; Neumann & Voetman, 1999; Thomsen, 1999b) finder endvidere, at udskiftningsfrekvensen vokser, når virksomheden har et dårligt økonomisk resultat – hvilket altså tyder på, at fyringstruslen kan være en troværdig governance-mekanisme. I modsætning til tidligere internationale undersøgelser finder både Eriksson et al. (2000) og Lausten (2000) en tendens til, at udskiftningen vokser med virksomhedens størrelse. Lausten finder desuden, at udskiftningen er større i familieejede virksomheder.

Kapitalstruktur

Teoretisk har bl.a. Jensen (1989) argumenteret for, at en øget gældsandel og dermed forøget likviditetspres kan styrke ledelsens incitament til at maksimere indtjeningen for at undgå konkurs. Thomsen og Pedersen (2000) finder eksempelvis, at højere soliditet (egenkapitalandel i forhold til balancen) reducerer store europæiske virksomheders markedsværdi.

Bankernes rolle

Det er i litteraturen blevet fremhævet, at virksomheders bankforbindelse kan spille en væsentlig rolle for deres styring, og at dette skulle indebære fordele med hensyn til langsigtet kreditgivning og kontrol. Visse studier har da også fundet belæg for sådanne fordele (f.eks. Cable, 1985; Hoshi et al., 1990a; 1990b; 1991), mens andre studier har sået tvivl om deres eksistens (f.eks. Edwards & Fischer, 1994). I Danmark har Thomsen (1999c) fundet

meget stabile bankforbindelser, hvis varighed synes at have en positiv indflydelse på virksomheders overlevelse.

Konkurrence

Intuitivt forekommer det nærliggende, at konkurrence på produktmarkederne kan medvirke til at motivere virksomhedsledelsen i retning af profitmaksimerende adfærd, bl.a. på grund af øget konkursrisiko i tilfælde af udygtig eller mangelfuld ledelse. Denne ide er formaliseret af Hart (1983) og Nickell (1996). Nickell et al. (1997) finder, at mere atomistiske markedsforhold på den ene side fremmer faktorproduktiviteten, men på den anden side reducerer virksomhedernes indtjening, hvilket er i overensstemmelse med hypotesen om, at konkurrence fremmer profitmaksimerende adfærd.

Kritik og alternative teoretiske perspektiver

De grundlæggende antagelser i principal-agent modellen kan naturligvis diskuteres (se f.eks. Pendergast (1999) for en omfattende oversigt og diskussion). Man kan i vidt omfang opfatte denne diskussion som udtryk for alternative komplementære og konkurrerende teoretiske perspektiver.

Psykologi og adfærdsantagelser

En standardindvending er, at agentteorien overbetoner betydningen af økonomiske incitamenter. For eksempel kan man argumentere for, at erhvervsledere er motiveret af deres arbejde (dvs. har en indre motivation) og kan lide at gøre en indsats. Men indre motivation indebærer ikke i sig selv, at man kan se bort fra økonomiske incitamenter. Eksempelvis er der næppe tvivl om, at mange sportsfolk eller kunstnere i sig selv kan lide at dyrke deres sport eller kunst, men topidrætsfolk og popstjerner får alligevel ofte en høj løn, og det er trods den indre motivation helt almindeligt, at der er store pengepræmier til vinderne i sportsturneringer. En grund hertil er, at der er konkurrence om store talenter, og at disse alt andet lige foretrækker en højere frem for en lavere aflønning. En anden grund er, at de økonomiske incitamenter ofte skal modsvare den ekstra indsats, der måske ligger ud over den indre motivation – altså de ekstra arbejdstimer ud over en normal arbejdsdag eller den ekstra energi til at løbe lidt hurtigere end de andre deltagere i turneringen.

Ikke desto mindre findes der også både teoretisk og empirisk belæg for, at alternative motivationsfaktorer kan have betydning. Studier af ledelsesaf-

lønning viser, at udbredelsen og graden af resultatbaseret aflønning er begrænset i forhold til, hvad man skulle tro ud fra den simple agentteori (f.eks. Baker et al., 1988; Lausten, 2000). Og der synes ikke at være nogen stærk tendens til udskiftning af bestyrelsesformand eller den øvrige bestyrelse, når indtjeningen svigter (Eriksson et al., 2000). Endvidere er det bemærkelsesværdigt, at fondsejede virksomheder viser sig at klare sig udmærket til trods for tilsyneladende mangelfulde økonomiske incitamenter (Thomsen, 1996). Forskningsresultater af denne type kan i agentteorien opfattes som "anomalier". Men en alternativ mulighed er, at incitamentproblemet er mere komplekst end agentteorien tilsiger, og at teorien derfor med fordel kan tage ved lære af praksis (Baker et al., 1988). Baker et al. (1997) gør et forsøg på at modellere implicitte kontrakter (sociale adfældsregler) som et alternativ til formelle incitamentkontrakter og finder bl.a. et trade off, således at stærkere formelle incitamenter (markedsløsninger) gør det vanskeligere at håndhæve implicitte kontrakter.

Et nærmest polemisk forsøg på at formulere et teoretisk alternativ til agentteorien findes i stewardshipteori (f.eks. Davis et al., 1997), hvor ledelsen antages at være socialiseret til at handle i helhedens/organisationens interesse snarere end sin egen:

Ifølge stewardship teorien er den loyale leders (stewards) adfærd kollektiv, fordi den loyale leder søger at nå organisationens mål (f.eks. indtjening eller vækst i salget) bundet af den opfattelse at nytten der opnås ved organisationsvenlig adfærd er større (Davis et al., 1997: 4).

Konsekvensen er naturligvis en ganske anden opfattelse af indholdet i god selskabsstyring:

Magtgivende (empowering) styringsstrukturer og mekanismer er passende ... en stewards autonomi bør bevidst udvides ... fordi han eller hun er til at stole på ... informations-, incitaments- og restriktionsomkostninger (bonding costs) formindskes ... kontrol kan være kontraproduktiv ... reducere hans eller hendes motivation ... autoritet og handlefrihed opnås i højere grad, hvis den administrerende direktør er formand for bestyrelsen ... (Davis et al., 1997: 5).

Stewardshipteorien er blevet taget seriøst inden for ledelsesteorien, hvor antagelsen om egennyttig lederadfærd traditionelt betragtes med skepsis, eftersom ledelsesteoriens erklærede formål netop normativt er at bidrage til god virksomhedsledelse. Det frugtbare i en polemisk modsigelse af en anden teoriretning kan dog diskuteres, og stewardshipteorien kan ikke siges at være teoretisk velfunderet. Ikke desto mindre bidrager teorien til at henlede

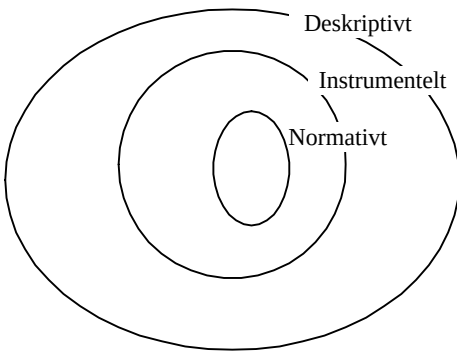
opmærksomheden på det ønskværdige i en mere nuanceret motivations-teori.

Stakeholderteori

En anden indvendig er, at agentteorien fokuserer alt for skarpt på ledelsens rolle som agent for virksomhedens ejere. Stakeholderteorien opfatter alternativt virksomheden som et samspil mellem et antal stakeholders – kunder, leverandører, kreditorer, medarbejdere, offentlige myndigheder, naboer og andre. Stakeholderteorien er først formuleret af Freeman (1984), men har senere givet anledning til en omfattende teoretisk og empirisk litteratur.

Synspunktet er, at den profitmaksimerende virksomhedsteori må erstattes af en bredere stakeholder/interessent model (Evan & Freeman, 1983: 102-103). Som påpeget af Donaldson og Preston (1995), bruges stakeholderbegrebet i flere forskellige betydninger. Der kan findes mindst 3 niveauer i stakeholderteorien med forskelligt udgangspunkt for stakeholder-tanken – normativt, instrumentelt og deskriptivt, jf. figuren.

Figur 1.2. Tre niveauer i stakeholderteorien



Kilde: Donaldson og Preston, 1995.

Det deskriptive (beskrivende) niveau opfatter stakeholderteorien som en god beskrivelse af den faktiske adfærd i erhvervsvirksomheder, idet f.eks. ledelsens arbejde i høj grad består i kontakt og koordination med forskellige interessenter. Det instrumentelle synspunkt foreskriver en stakeholder approach som et egnet middel til god selskabsstyring, hvilket eksempelvis kan bygge på, at en holdbar strategi må tage alle interessenter i ed. Og endelig er det normative, moralsk forankrede synspunkt, at virksomheden anstændigvis bør tage hensyn til sine interessenter, uanset om det er rentabelt:

Stakeholders (som har en legitim interesse i virksomheden) har alle en værdi i sig selv. Hver gruppe fortjener opmærksomhed for sin egen skyld, ikke kun for dens evne til at fremme nogle gruppers interesser, såsom aktionærernes (Donaldson & Preston, 1995: 2)

Donaldson og Preston konkluderer, at mens der findes et stærkt empirisk belæg for det deskriptive synspunkt, er det empiriske belæg for det instrumentelle perspektiv mere diskutabelt, og at det er problematisk, om et moralsk synspunkt som dette overhovedet kan begrundes empirisk

Stakeholdersynspunktet har konsekvenser både for vurderingen af ejerskab, bestyrelsesforhold og andre mekanismer i selskabsstyring. Hvad angår ejerforhold, kan Hansmanns model (1996) ses som en påpejning af, at selskabet ikke nødvendigvis ejes af en stakeholdergruppe, men at andre stakeholdere kan overtage ejerskabet, og at der faktisk findes mange praktiske eksempler på alternative ejerformer – eksempelvis medarbejdere (partnere på revisions- og advokatkontorer), leverandører (andelsvirksomheder), kunder (FDB), ledelse (ejerledede virksomheder), det offentlige, andre virksomheder, erhvervsdrivende fonde mv.

Hvad angår bestyrelsen, er en nærliggende konsekvens af stakeholderargumentet, at forskellige stakeholderinteresser repræsenteres i bestyrelsen. De danske regler om medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer afspejler elementer af denne tankegang (Andersen, 2000: 308).

Den agentteoretiske kritik af stakeholdersynspunktet (f.eks. Jensen, 2000; Hart, 1995; Tirole, 1988) har bl.a. været, at stakeholdermålsætningen i kraft af de mange særinteresser gør det umuligt at måle ledelsens effektivitet, hvilket giver frit spil for agentproblemet. Jensen (2000) hævder direkte, at stakeholdersynspunktets popularitet blandt virksomhedsledere skyldes professionsinteresser.

Stakeholdersynspunktet savner i det hele taget en teoretisk fundering. Hill og Jones (1992) forsøger dog med en stakeholder-agent teori at modellere virksomhedsledelsen som agent for et bredere sæt af principaler end ejergruppen. I deres model handler ledelsen som agent for stakeholderne, der altså alle opfattes som principaler, hvis ressourcer hver især er nødvendige for virksomhedens overlevelse. Afgørende for virksomhedens konkurrenceevne og overlevelse er således, om ledelsen på langt sigt kan tilfredsstille krav fra alle stakeholdergrupper. Hermed fremstår ledelsen som en mægler, der søger at imødekomme krav fra forskellige stakeholdere og koordinere deres interesser. Maksimering af profit og ejerinteresser fremstår derfor ikke som den eneste målsætning, men som en blandt flere – eksempelvis kunde- og medarbejdertilfredshed. Stakeholder-grupper, som virk-

somheden er særligt afhængige af (som besidder økonomisk magt), vil også kunne forhandle sig til en forholdsmæssig del af residualindkomsten. Virksomhedens målsætninger bliver således at maksimere den samlede værdiskabelse for alle stakeholderne, forstået som samlet aflønning og nytte ud over nytten ved bedste alternative anvendelse af ressourcerne (f.eks. alternativ beskæftigelse).

Historisk afhængighed

En tredje indvending retter sig mod agentteoriens hypotese om, at den eksisterende selskabsstyring altid er optimal (omkostningseffektiv). Teoriens argument er, at principal og agent handler økonomisk rationelt, og hvis der kan findes en form, som stiller dem begge bedre, vil de naturligvis vælge den. Men der kan eksempelvis være historiske og lovgivningsmæssige årsager til status quo, som ikke behøver at afspejle økonomisk effektivitet eller for den sags skyld nuværende politiske målsætninger. Som for andre institutioner, kan der være tale om en betydelig grad af inert i tilpasningen af selskabsstyringsformer til ændrede økonomiske vilkår (Hansmann, 1996). Inden for økonomisk historie har bl.a. North (1990) fremhævet såkaldt stiafhængighed, således at institutioner tenderer mod at blive selvforstærkende, bl.a. fordi der opbygges komplementære institutioner til at understøtte dem, og fordi forskellige interessegrupper får interesse i at bevare deres privilegier under status quo. Hansmann (1996) fremhæver non-profit virksomheders udbredelse i USA som et eksempel på en organisationsform, der har overlevet sin egen berettigelse, men som videreføres i kraft af inert. Konsekvensen af dette synspunkt er blandt andet, at reformer i lovgivning og regulering kan være hensigtsmæssige med henblik på at sikre en effektiv selskabsstyring.

Politisk teori

Politisk teori definerer sig i modsætning til økonomiske teorier om selskabsstyring. Den tager udgangspunkt i en fjerde indvending mod agentteorien, nemlig at den abstraherer fra selskabsstyringens politiske og institutionelle forudsætninger. Med udgangspunkt i amerikansk økonomisk og politisk historie, samt internationale sammenligninger har Roe (1991; 1994a, 1994b) argumenteret for, at politiske indgreb – navnlig regulering af finanssektoren – udøver en afgørende indflydelse på selskabsstyringen. Den aktiemarkedsbaserede amerikanske selskabsstyring er således en direkte konsekvens af bankregulering, placeringsregler for banker og andre finansielle investorer mv., konkurrencepolitik mv., der har forhindret udbredel-

sen af en selskabsstyringsmodel baseret på storbanker (som i Tyskland) eller på krydsejerskab (som i Japan). Til støtte for denne tese anføres de store internationale forskelle i selskabsstyring, der ikke kan forklares ud fra agentteorien:

Den økonomiske model tilsiger, at mange selskabsstrukturer opstår på grund af stordriftsfordele, bred kapitaltilførsel og heraf resulterende divergens mellem ledelsens og aktionærenes målsætninger ... Men hvis den økonomiske model var almen gyldig, skulle økonomier, der ligner hinanden, have strukturer, der ligner hinanden. Der er en bedste måde at producere stål på og tilsvarende er der en bedste måde at organisere store stålfirmaer på (Roe, 1994a: 28).

I kapitel 2 redegøres nærmere for internationale forskelle i selskabsstyringen.

Det retlige perspektiv

Parallelt med den politiske kritik fremhæver det juridiske perspektiv retssystemets betydning for selskabsstyringen. Specielt fremhæver La Porta et al. (1998; 1999a; 1999b) den juridiske beskyttelse af mindretalsaktionærer som en afgørende determinant for deres incitament til at investere, og dermed for kapitalmarkedernes størrelse, funktion og effektivitet. Argumentet er, at et udviklet kapitalmarked kræver en tilfredsstillende beskyttelse af mindretalsaktionærer mod ekspropriation fra ledelsen og storaktionærer. I modsat fald ophører de med at investere, hvorfor udviklingen af kapitalmarkederne sættes i stå til skade for virksomhedernes og samfundets økonomiske udvikling. Det retlige perspektiv hviler således solidt på agentteorien og kun i mindre grad (som navnet ellers antyder) på juridisk forskning.

Perspektivets stærke fokus på nødvendigheden af en stærk investorbekskyttelse baseret på lovgivningen indebærer ganske stærke teoretiske og normative implikationer. En ejerskabsstruktur baseret på ejerledelse ses således som en mindre effektiv alternativ løsning på agentproblemet i forhold til en stærk juridisk investorbekskyttelse. Lovgivningen bør derfor fokusere på investorbekskyttelse gennem gennemsigtighed og information, ligestilling af aktionærgrupper, afvikling af stemmeretsforskelle, bekæmpelse af insiderhandel, bestyrelsesrepræsentation mv. Det retlige perspektiv indebærer således i denne udformning en stærk anbefaling i retning af tilpasning til engelsk-amerikanske standarder i selskabs- og finanslovgivning.

Sociologi

Et mere sociologisk perspektiv med modsatrettede politikkonklusioner findes hos Whitley (1992; 1994), Whitley og Kristensen (1996) og Pedersen og Thomsen (1999), der opfatter selskabsstyring som en integreret del af det nationale forretningssystem. Forretningssystemer (business systems) "... er bestemte måder at organisere, kontrollere og styre virksomheder på" (Whitley, 1992: 7), og deres udformning afhænger af sociale institutioner såsom staten, det finansielle system og uddannelsessystemet (Whitley, 1992: 13), arbejdsmarkedets organisering (Whitley, 1992: 16) og kultur, herunder "... mere generelle og diffuse holdninger og synspunkter om arbejde, materielle værdier og autoritetsforhold" (Whitley, 1992: 16). En central antagelse i Whitleys arbejde er således, at selskabsstyringen i høj grad er formet af sociale institutioner i det omgivende samfund og i mindre grad af økonomiske hensyn. Det centrale politikbudskab er derfor, at der findes mange bæredygtige forretningssystemer, og at det derfor ikke er nødvendigt eller fordelagtigt at tilpasse velfungerende nationale systemer til en engelsk-amerikansk standard.

Diskussion

Sammenfattende findes der nu en omfangsrig og hurtigt voksende forskning i selskabsstyring. Den teoretiske kerne er den økonomiske agentteori, der fokuserer på ledelsens incitamenter som agent for virksomhedsejerne, men også alternative teoretiske synsvinkler er efterhånden blevet inddraget, eksempelvis stakeholderteori, samt politologiske og sociologiske teoridannelser. Og diskussionen har bredt sig fra studier af ejerforholdenes betydning til også at omfatte bestyrelsesstruktur, ledelsesaflønning og andre styringsformer.

Teoretisk kan man betragte corporate governance forskningen som en anvendelse af den økonomiske virksomhedsteori, specielt agentteorien. Hvor ledelsesteorien interesserer sig for, hvordan bestyrelse og direktion leder virksomheden bedst muligt, er formålet med selskabsstyring at fastlægge de bedst mulige rammebetingelser for virksomhedsledelse. Det drejer sig altså om at fastlægge spilleregler (institutioner), som sikrer at virksomhedsledelsen forvalter sin magt bedst muligt, og som sådan er diskussionen af selskabsstyring en udløber af institutionel økonomisk teori.

Både den teoretiske og empiriske forskning viser klart, at der ikke er nogen universel løsning på corporate governance problemet. Dette betyder ikke, at incitamenter ikke har nogen effekt, men derimod at selskabsstyringen må tilpasses den enkelte virksomheds vilkår. Ejerledede virksomheder

kan sameksistere med spredtejede aktieselskaber, to-strengede bestyrelser kan sameksistere med en-strengede og så fremdeles. Det afgørende synes at være, at der er en passende overensstemmelse mellem virksomhedens vilkår og selskabsstyringen.

Som udgangspunkt er den ejerledede virksomhed måske alt andet lige en optimal løsning, men på grund af problemer med kapitalfremskaffelse, generationsskifte, investeringslyst, økonomiske relationer til andre virksomheder eller eksterne effekter kan andre løsninger være mere fordelagtige – afhængigt af problemernes omfang og karakter.

Mens bestyrelsens rolle i den ejerledede virksomhed kan være forholdsvis marginal, opstår der i ejerformer med adskillelse af ledelse og ejerskab et væsentligt agentproblem, som det er bestyrelsens opgave at løse. Og jo svagere ejerskabet er, desto vigtigere bliver denne opgave, og jo større behov er der for en klar adskillelse mellem ledelse og bestyrelse.

Hvor hverken ejerskab eller bestyrelse løser agentproblemet tilfredsstillende, får andre løsninger øget betydning, f.eks. pres fra banken, konkurrencen med andre virksomheder, udsigten til formuegevinster gennem optionsprogrammer mv.

I bredere forstand kan man også tale om et stakeholder-agent problem i tilgift til det klassiske ejer-leder agentproblem. Dispositioner, som virksomhedens ledelse og ejere træffer, påvirker på mange måder de øvrige stakeholderes velfærd, og ledelsen (samt i videre forstand også virksomhedens ejere) kan således siges at handle på vegne af de øvrige stakeholdere. Blandt de mekanismer, som styrer agenterne i denne henseende, er hensynet til langsigtet økonomisk succes, samt deres eget og virksomhedens om-dømme.

Til virksomhedens vilkår hører endelig lovgivning og kultur, der begge medvirker til at forme selskabsstyringen – både direkte i form af selskabsret, kotumer mv., og indirekte ved at afgrænse virksomhedens naturlige arbejdsområder og relationer til det omgivende samfund. Der er således store forskelle på selskabsstyringen i forskellige lande og antageligt af samme grund også store forskelle på, hvad man kan betegne som ”god selskabsstyring” – eksempelvis, hvad angår relationer til virksomhedens stakeholdere.

Noter

1. Argumentet er ikke fuldkommen teoretisk. Strandskov et al. (1994) viser, at en del danske erhvervsledere deler synspunktet om, at ejerskabet ikke har nogen

særlig betydning. Argumentet virker ikke mindst plausibelt, hvor ejerskabet er relativt spredt og varetages af relativt ensartede professionelle investorer. I denne situation kan man måske argumentere for, at det er relativt underordnet, om den ene eller den anden institutionelle investor er den største ejer.

2. Transaktionsomkostningerne består af ejerskabsomkostninger plus omkostningerne ved markedstransaktioner med andre stakeholdere end ejerne. Ejerskabsomkostninger består i omkostninger ved at overvåge selskabet, ved kollektiv beslutningstagning og ved risikoaversion. Markedstransaktionsomkostningerne består bl.a. af velfærdstab som følge af en monopolistisk markedsstruktur samt omkostninger i forbindelse med investeringer i specifikke aktiver, som fører til en økonomisk afhængighed, der kan udnyttes opportunistisk af den ene part. Den optimale (mest konkurrencedygtige) ejerform er så den, der minimerer transaktionsomkostningerne bestående af ejerskabsomkostninger og markedstransaktionsomkostninger.

Kapitel 2

Internationale forskelle i selskabsstyring

Indledning

Størstedelen af forskningen i selskabsstyring er som nævnt i det forrige kapitel udarbejdet i USA og Storbritannien på baggrund af angloamerikanske data og med angloamerikanske problemstillinger for øje. Og her fremstår agentteorien som den dominerende teoridannelse, der modificeret på forskellig måde er blevet anvendt til at analysere forskellige spørgsmål inden for emnet. Men som det også blev nævnt i kapitel 1 er det tvivlsomt, om agentteorien har universel gyldighed. Flere teoridannelser – f.eks. politisk teori, retlig teori og sociologisk teori – understreger således selskabsstyringens stærke forankring i nationale institutioner. I det mindste må man acceptere, at agentproblemet kan have forskellig udformning afhængigt af den institutionelle kontekst. Men det forekommer også muligt, at agentteorien hviler på specifikke kulturelle, økonomiske og historiske forudsætninger, der ikke er gyldige i Europa eller den øvrige verden i samme grad som i USA og Storbritannien.

For at belyse nogle af disse spørgsmål redegøres i dette kapitel for internationale forskelle i selskabsstyring. Emnet er vigtigt, fordi selskabsstyring har betydning for den måde, erhvervsvirksomheder disponerer på. Hvem træffer beslutningerne? I hvis interesse træffes de? Og hvor gode er virksomhederne med hensyn til værdiskabelse og omstillingsevne? Det er måske muligt at tage ved lære af andre landes erfaringer og at nå til en dybere forståelse af, hvordan politiske beslutninger (lovgivning, institutioner) påvirker selskabsstyringen.

Indledningsvis diskuteres hovedlinjer i litteraturen om komparativ selskabsstyring (international corporate governance), dvs. hvordan selskabsstyringen er udformet i forskellige lande. Diskussionen munder ud i en skematisk sammenligning af internationale forskelle i selskabsstyring. Hovedsigtet hermed er at identificere særlige kendetegn ved ”den danske model”, idet internationale sammenligninger naturligt nok har en tendens til at fokusere på de store lande og at overse små lande som Danmark. Dernæst redegøres for en sammenlignende undersøgelse af internationale forskelle i ejerforhold og bestyrelsesstruktur. Hvor forskelle i ejerforhold også er dokumenteret i tidligere undersøgelser, er det foreliggende datamateriale dog ret omfattende og undersøgelsen er en af de første af sin art, for så vidt an-

går internationale forskelle i bestyrelsesstruktur. Endelig diskuteres det, hvorvidt dansk selskabsstyring fremover må forventes at tilpasse sig internationale forhold.

Selv om dette kapitel fokuserer på internationale forskelle i selskabsstyringen, er der indledningsvis grund til at understrege, at der også findes mange lighedspunkter. Eksempelvis er langt hovedparten af verdens virksomheder små, og det overvældende flertal af dem er personligt ejede. De meget forskellige internationale corporate governance modeller kan således opfattes som alternative løsninger på det styringsproblem, der opstår ved adskillelsen mellem ejerskab og ledelse i store virksomheder.

Et andet fællestræk er, at der selv blandt de store virksomheder i de enkelte lande er en betydelig variation i selskabsstyringen. Der er forskellige selskabsformer, ejerforholdene varierer og bestyrelsessammensætningen varierer osv. Nationale ”modeller” er således overvejende idealtyper, der kendetegner forskelle i hyppighed og udbredelse af forskellige slags selskabsstyring.

Et tredje fællesstræk består i brancheeffekter, der går på tværs af nationale forskelle (Thomsen & Pedersen, 1998). Der er således en tendens til, at forskellige ejerformer som andelsejerskab, offentligt ejerskab mv. optræder i de samme brancher på tværs af landegrænser. Selv om lovgivning, regulering og kultur i høj grad påvirker selskabsstyringen, er der altså også tegn på, at erhvervsstruktur har væsentlig betydning.

Corporate Governance systemer

Der er store internationale forskelle i selskabsstyring, og disse forskelle er belyst i en omfattende litteratur (Gugler, 2001; Vives, 2000; Franks & Mayer, 1990; 1995; Roe, 1991; 1994a; Prowse, 1995; Moerland, 1995; Shleifer & Vishny, 1997; Pedersen & Thomsen, 1997; La Porta et al., 1998; Baums et al., 1994; Charkham, 1994; Porter, 1992; Prentice & Holland, 1993). Forskningen har givet anledning til en lang række kategorier – f.eks. distinktion mellem markedsbaserede og bankbaserede systemer, sædvane-ret og civilret (La Porta et al., 1998), shareholder- og stakeholderorienterede systemer og andre kategorier (f.eks. Whitley, 1994). Ofte slås disse kategoriseringer dog sammen, således at der i praksis skelnes mellem det ”engelsk-amerikanske” system og ”andre systemer”, hvilket måske kan henføres til, at hovedparten af forskningen er udført af engelsk-amerikanske forskere. Det er, som det tydeligt fremgår af det følgende, fuldstændig korrekt, at USA og Storbritannien på flere måder adskiller sig fra Kontinentaleuro-

pa, men det er betydeligt mindre indlysende, at kontinentaleuropæiske lande kan indordnes under en "europæisk model".

I kraft af emnets kompleksitet kan man derfor i høj grad diskutere det frugtbare i den kategoribaserede forskning. Dette viser sig ved, at store forskelle mellem nationale systemer gøre det vanskeligt entydigt at placere de enkelte lande, f.eks. Danmark, i nogen bestemt kategori. Et andet problem ved "kassetænkningen" er, at selskabstyringsmodellerne forandrer sig over tid. Den konventionelle distinktion mellem bankbaserede og markedsbaserede systemer mister således mening, eftersom aktiemarkedene i mange "bankbaserede" systemer er vokset betydeligt gennem 1990'erne og i nogle få tilfælde ligefrem er blevet relativt større (i forhold til nationalproduktet) end i de traditionelle aktiemarkedsbaserede lande. Tilsvarende indebærer deregulering af den finansielle sektor, at f.eks. det amerikanske bankvæsen på flere måder nærmer sig en europæisk model.

Et alternativ er at tage udgangspunkt i forskelle mellem lande. Tabel 2.1 præsenterer i skemaform en typisk sammenligning af selskabsstyringen i forskellige lande. Skemaet er baseret på Charkham (1994) med tilføjelser baseret på forskellige kilder, herunder forfatterens skøn over "den danske model".

Skemaet angiver graden af ejerskabskoncentration i Danmark som høj i sammenligning med lav koncentration i USA og Storbritannien og mellemværdier i Japan, Frankrig og Tyskland. Pedersen og Thomsen (1997) finder således, at kun 10 af de 100 største danske selskaber i 1990 kunne beskrives som åbne aktieselskaber uden nogen dominerende ejer, og mindre end 20 var aktieselskaber uden majoritetsejer. De tilsvarende tal for Storbritannien var (ud af de 100 største) henholdsvis 61 åbne aktieselskaber og 72 uden majoritetsejer, og i USA lå antallet af åbne aktieselskaber endnu højere.

Dialogen mellem ejere og ledelse må derfor i sagens natur foregå vidt forskelligt i de to systemer – i Danmark varetages opgaven typisk af en ejerleder eller i det mindste ved jævn og langvarig kontakt mellem ejere og ledere, der kender hinanden. I USA er en sådan dialog umulig, og dialogen foregår i stedet upersonligt via kursdannelsen, hvor f.eks. utilfredse aktionærer sælger ud af deres beholdninger (de "stemmer med fødderne").

En medvirkende forklaring til den relativt høje danske ejerkoncentration er givetvis den danske erhvervsstruktur, der traditionelt præges af små og mellemstore virksomheder med et væsentligt element af fødevarerproduktion. Dette viser sig blandt andet i, at der selv blandt de største danske koncerner er mange person- og familieejede virksomheder, fondsejede virk-

somheder og andelsselskaber – flere end i andre europæiske lande (Pedersen og Thomsen, 1997). Dette til forskel fra styringsmodeller baseret på spredt ejerskab som i USA og Storbritannien eller krydsejerskab (ejerbånd mellem virksomheder) som i Frankrig, bankejerskab som i Tyskland eller mange offentlige virksomheder (som eksempelvis i Frankrig og Italien).

Tabel 2.1. Internationale forskelle i selskabsstyring

	Japan	USA	UK	Frankrig	Tyskland	Danmark
Ejerkoncentration	Mellem	Spredt	Spredt	Mellem	Mellem	Høj
Typiske ejere	Krydseje Keiretsu	Institution. Investorer, private	Institution. Investorer	Staten. Krydseje	Familier. Banker	Familier, fonde, andels- selskaber
Bestyrelses- system	En- strenget	En- strenget	En- strenget	En- strenget	To- strenget	To- strenget
Ledelsesrepr.	++	+	(+)	++	–	(+)
Medarbejderrepr.	–	–	–	–	+	+
Bankindflydelse	+	–	–	+	++	–
Børsnoterede vks.	1892	8110	2292	968	1043	242
Aktiemarkeds- værdi pct. af BNP 1999	102	181	198	105	68	107
Offentlig styring	Admini- strativ styring	Regler (investor- beskyttelse)	Uformel	Direkte inter- vention	Regler	Regler

Kilder: Charkham (1994); Van der Elst (2000); Københavns Fondsbørs; Danmarks Statistiks Databank, egne skøn.

Hvad angår bestyrelsesstruktur fordeler landene sig som en- eller tostrengede, jf. figur 2.1.

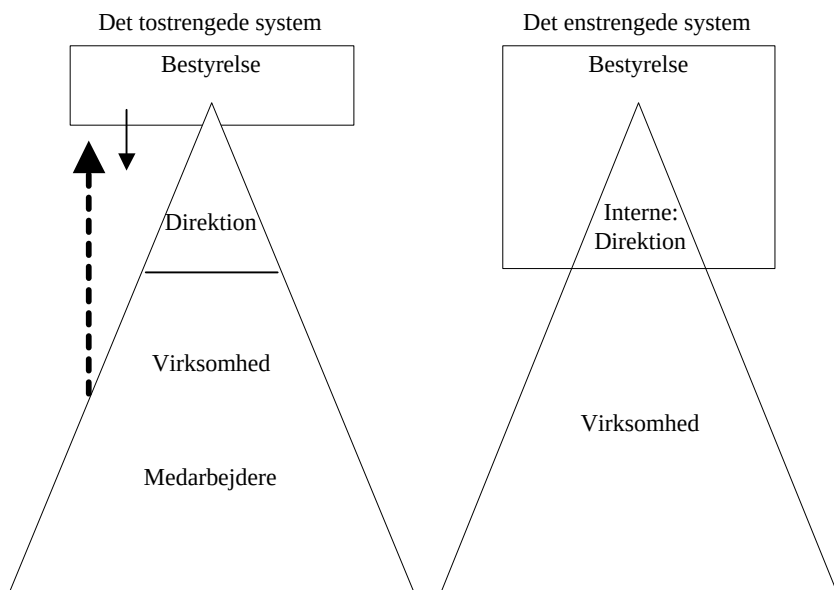
I det enstrengede system består bestyrelsen af interne medlemmer (den daglige ledelse) og eksterne medlemmer (der ikke er ansat i virksomheden). Der kan være sammenfald mellem bestyrelsesformand og administrerende direktør, og der er ikke krav om medarbejderrepræsentation.

I det tostrengede system er der adskillelse mellem direktion og bestyrelse, således at bestyrelsen ansætter en direktion, der varetager den daglige ledelse. Der kan også være medarbejderrepræsentation i bestyrelsen.

I lighed med Sverige, Norge og Tyskland har Danmark et tostrengt system, der afviger fra det enstrengede system i USA, UK og Japan (i Frankrig kan selskaberne vælge mellem en- og tostrengede systemer, men ho-

vedparten af de franske virksomheder har valgt det enstrengede). Ligesom i Tyskland er der også obligatorisk medarbejderrepræsentation i større danske virksomheder. Danmark adskiller sig dog fra Tyskland ved, at der ikke kræves så mange medarbejderrepræsentanter og ved, at direktionen kan sidde med i bestyrelsen, samt at direktøren endog kan være formand i ikke-børsnoterede selskaber. Til forskel fra Tyskland er det endvidere ikke tilladt for bankmedarbejdere at være repræsenteret i ikke-finansielle virksomheders bestyrelse.

Figur 2.1. Bestyrelsesstrukturer



Ifølge dansk lovgivning må banker heller ikke besidde væsentlige aktieposter, hvilket svarer til den engelsk-amerikanske regulering. Selv om danske banker i kraft af fusioner og opkøb har vokset sig meget store i forhold til landets størrelse, spiller de derfor ikke længere nogen fremtrædende rolle i dansk selskabsstyring.

Man kan dog heller ikke sige, at den danske model er (aktie)markedsbaseret. Ganske vist har det danske aktiemarked gennem de senere år vokset sig relativt stort i forhold til landets størrelse (jf. tabel 2.1), men børsen er relativt lille i absolutte tal og har stadig ikke nær samme nationaløkon-

miske betydning som i USA og Storbritannien. Mange af de børsnoterede selskaber er i øvrigt forholdsvis små og relativt sjældent handlede, og gennem de senere år er der ligesom i andre nordiske lande foregået en netto afvandring fra fondsbørsen (jf. fondsbørsens hjemmeside).

Hvad angår offentlig styring er der i Danmark tradition for en relativt liberal linje i selskabsstyringen. Trods den store danske velfærdsstat er der således forholdsvis få offentligt ejede erhvervsvirksomheder i Danmark sammenlignet med, hvad man finder i mere interventionistiske lande som Frankrig, Italien, Østrig eller Sverige (Pedersen & Thomsen, 1997). Der er heller ikke som i Japan tradition for en aktiv industripolitik. Ligesom i USA har den danske regulering således været baseret på regler og tilsyn, dog på mange måder, f.eks. angående oplysningspligt og insiderhandel, ikke så restriktiv som den amerikanske og i mindre grad fokuseret på beskyttelse af mindretalsaktionærer.

Mens den engelsk-amerikanske model ofte karakteriseres som markedsbaseret, den tyske som bankbaseret på grund af bankernes store indflydelse, og den japanske model siges at være et keiretsu (krydsejerskabs-) system, er der ikke nogen alment accepteret betegnelse for den danske model. Sammenfattende kan man forsøgsvis karakterisere den danske selskabsstyringsmodel som "markedsøkonomi uden kapitalisme" eller "personlig stakeholderkapitalisme", idet kapitalmarkederne spiller en forholdsvis ringe rolle, mens medarbejderrepræsentation og de mange andelsselskaber indebærer en relativt høj prioritering af stakeholderinteresser.

En empirisk undersøgelse

Et karakteristisk træk ved mange tidligere undersøgelser af internationale forskelle i selskabsstyring er, at de i høj grad er baseret på kvalitative metoder. For at teste og opdatere denne forskning, er der gennemført et studie af ejer- og bestyrelsesforhold i en række europæiske lande, samt USA. Undersøgelsen hviler på et udtræk fra Worldscope databasen og omfatter 2549 virksomheder. Worldscope databasen er som andre kommercielle databaser fokuseret på børsnoterede virksomheder, hvorfor stikprøven i denne undersøgelse afviger fra tidligere studier (f.eks. Pedersen & Thomsen, 1997; Strandskov et al., 1994).

Databasen er opdelt i to dele: 1) en sammenligning af virksomheder fra mindre europæiske lande, der omfatter alle tilgængelige virksomheder fra Danmark og en række mindre europæiske lande, 2) en særlig sammenligning af store virksomheder fra store europæiske lande og USA. Store virk-

somheder er her virksomheder med aktiver og omsætning på mere end 2 mia US \$ i 1997.

Ejerforhold

Ejerskabskoncentration

*Tabel 2.2. Ejerskabskoncentration i 1997 (ledelsens og store ejeres**** andel af aktionerne pct.)*

	Gennemsnit	Median pct.	Antal virksomheder
Små lande**			
Luxembourg	68	71	17
Grækenland	67	65	131
Østrig	65	64	86
Belgien	59	57	139
Portugal	59	56	76
Italien	58	55	212
Spanien	58	54	166
Finland	50	45	103
Danmark	54	52	180
Holland	46	45	194
Norge	44	44	124
Sverige	43	40	192
Irland	33	31	61
I alt	54	52	1681
Store lande – store firmaer***			
Tyskland	67	74	135
Frankrig	55	54	100
Storbritannien	21	16	123
USA	17	11	510
I alt	40	39	868

* Sorteret efter gns. ejerskabskoncentration.

** Alle virksomheder i databasen med tilgængelige oplysninger.

*** Virksomheder med mere end 2 mia US\$ i omsætning og aktiver.

**** Store ejere er ejere, som besidder mere end 5 pct. af en virksomheds aktier.

Tabel 2.2 sammenligner ejerskabskoncentrationen, der måles ved store ejeres aktieandel (Worldscope-Disclosure, 1994) forstået som andel af aktierne, der ejes af aktionærer med større ejerandel end 5 pct., direktion, besty-

relsesmedlemmer og deres familie, andre virksomheder samt virksomhedspensionsordninger, aktier i depot o.l. Disse "strategiske" ejere, hvis aktier relativt sjældent udbydes til salg, kan modstilles med mere anonyme porteføljeinvestorer, som ejer den øvrige del af aktierne, og som relativt hyppigt og hurtigt lægger om i deres beholdninger.

Tabellen er opdelt i en sammenligning af henholdsvis mindre og store lande, dog er også relativt store lande som Italien og Spanien i denne sammenhæng kategoriseret som små lande.

Det fremgår, at ca. 54 pct. af aktierne i de danske virksomheder er ejet af storaktionærer, hvilket ligger lige på gennemsnittet for de små lande, men dog betydeligt over niveauet i USA og Storbritannien. I fortolkningen af disse tal er det dog vigtigt at bemærke, at der sammenlignes mellem børsnoterede virksomheder, således at en lang række ikke-børsnoterede familie- og fondsejede virksomheder er udeladt af analysen. Ikke desto mindre viser tabellen noget overraskende, at ejerskabskoncentrationen blandt danske børsnoterede virksomheder er på niveau med gennemsnittet i andre kontinentaleuropæiske lande.

De høje tal for Tyskland skal foruden et betydeligt krydsejerskab (som ikke fremgår af tabel 2.2, men vises senere) henføres til udbredelsen af depotordninger, hvor mindre investorer giver banker fuldmagt til at repræsentere sig på generalforsamlingen. Det høje tal for Frankrig (jf. tabel 2.5) tilskrives ikke mindst krydsejerskab, hvor store franske virksomheder holder aktier i hinanden og dermed udgør en hård kerne (noya dur), der forhindrer udenlandske overtagelser.

Ejerkategorier

Tabel 2.3 viser en opdeling af de samme virksomheder kategoriseret efter den største ejers identitet (i det følgende benævnt som sådan f.eks. "familieejere", hvor den største ejer er en familie, selv om denne har en mindretalsaktiepost). I mange tilfælde (24 pct.) har det ikke været muligt at nøjagtigt fastslå den største ejers identitet ud fra databasen, hvilket hovedsagelig skal henføres til et meget spredt ejerskab, som det lave ejerskabskoncentrationsmål viser. Den største ejer i langt hovedparten af disse selskaber er antagelig finansielle investorer med en ejerandel på mindre end 5 pct..

Tabel 2.3. Ejerskabskoncentration i 1997 (store ejeres andel af aktierne i pct.). Fordelt efter den største ejers identitet

Største ejer	Antal virksomheder	Fordeling i pct.	Gns. ejerskabskoncentration i pct.
Offentlig	75	3	61
Virksomhed	1051	41	53
Person/familie	186	7	47
Bank	125	5	41
Finansiell institution	494	19	31
Porteføljeejer	618	24	8
I alt	2549	100	41

Blandt de øvrige ejere viser det sig, at den mest almindelig type er ”Virksomhed”. Da der langt overvejende er tale om børsnoterede virksomheder, er ejerforholdet her kun i sjældne tilfælde en moder-datterselskabsrelation, men omfatter i reglen et sameje med andre aktionærer (jf. tabel 2.4, hvor de virksomhedsejede selskaber er fordelt efter ejerskabskoncentration).

Tabel 2.4. Ejerskabskoncentration i 1997. Hvor den største ejer er en anden virksomhed

Koncentration	Virksomheder	Pct.
0-25	162	17
25-50	274	28
50-75	310	32
75-100	219	23
Total	965	100

Banker og navnlig andre finansielle institutioner (pensionskasser, forsikringsselskaber) er også vigtige ejerkategorier, der typisk ejer relativt lave ejerandele, hvorfor ejerskabskoncentrationsmålene for disse er forholdsvis lave. Derimod er der forholdsvis få offentligt ejede og familieejede virksomheder i optællingen, hvilket blandt andet skal henføres til stikprøvens fokus på børsnoterede virksomheder.

I tabel 2.5 præsenteres en procentvis fordeling på ejerkategorier i de enkelte lande. Det fremgår heraf, at Danmark har mindre bank- og virksomhedsejerskab, men mere familieejerskab end andre kontinentaleuropæiske lande. Den lavere andel af spredt porteføljeejerskab med uoplyst største ejer afspejler, at undersøgelsen i Danmark har kunnet trække på særlige kilder

med mere detaljeret ejerskabsinformation – først og fremmest Dansk Aktionærforenings aktiehåndbog og Greens. Betragtes bankejerskab som en form for finansielt ejerskab, er den væsentligste forskel på Danmark og det europæiske gennemsnit, at der i Danmark er mere familieejerskab og mindre virksomhedsejerskab. Der må dog i denne sammenhæng tages det forbehold, at personligt ejerskab i de øvrige lande i højere grad kan være skjult af holdningkonstruktioner, investeringsselskaber mv.

Tabel 2.5. Største ejers identitet i pct.

	Bank	Virk- somhed	Person/ familie	Offentlig	Finansiell institution	Porte- føljeejer/ NA	Total
Små lande							
Østrig	9	56	6	5	1	23	100
Belgien	2	73	3	1	9	12	100
Danmark	1	27	35	2	28	8	100
Finland	4	53	6	11	17	9	100
Grækenland	3	4	11	0	0	82	100
Irland	30	34	8	0	23	5	100
Italien	7	59	8	2	6	18	100
Holland	2	61	6	4	13	15	100
Norge	10	60	6	6	12	6	100
Portugal	3	62	3	5	4	24	100
Spanien	11	61	2	1	3	22	100
Sverige	3	50	13	5	23	7	100
I alt	6	52	7	3	12	20	100
Store lande – store virksomheder							
Frankrig	2	46	4	10	23	15	100
Tyskland	8	48	6	4	16	18	100
UK	3	10	3	0	37	47	100
USA	3	11	9	0	40	37	100

Kilder: Worldscope databasen; Dansk Aktionærforenings Aktiehåndbog (2001); Greens (1998; 2000).

Det er markant, at også Frankrig og Tyskland ligger omkring det kontinentaleuropæiske gennemsnit med hensyn til virksomhedsejerskab, mens det tilsvarende tal er langt lavere i USA og UK, hvor omvendt finansielt investorejerskab og porteføljeejerskab ligger langt højere i tråd med tidligere undersøgelser.

Bestyrelsesstruktur

Tabel 2.6 viser bestyrelsens størrelse i forskellige europæiske lande, idet resultater fra en undersøgelse af de 300 største danske selskaber (kapitel 3) sammenlignes med en undersøgelse af de største europæiske selskaber.

Tabel 2.6. Bestyrelsens gennemsnitlige størrelse (antal personer)

	Gennemsnit	Store firmaer
Enstrengede systemer		
USA	12	
Storbritannien	9	14
Frankrig	8	14
Belgien	10	16
Italien	10	13
Spanien	11	14
Tostrengede systemer		
Tyskland	9 (+3)	18
Frankrig	8 (+3)	
Holland	5 (+3)	7
Sverige		9
Danmark	7 (+2)	

Kilder: Van der Elst (2000); *The Economist* (2001); Heidrick & Struggles (1999); egne undersøgelser.

Note: Tallene i parentes angiver et skøn over det gennemsnitlige antal direktionsmedlemmer i enstrengede systemer til hjælp for sammenligning med tostrengede systemer.

Tabellen er opdelt på en- og tostrengede systemer. Det fremgår, at der i gennemsnit er flere bestyrelsesmedlemmer i de enstrengede systemer, hvilket dog ikke mindst skal henføres til, at direktionen i disse systemer sidder med i bestyrelsen. Når antallet af medlemmer af direktion og bestyrelse i de tostrengede systemer lægges sammen (antallet af direktionsmedlemmer er anført i parentes), er forskellene mellem de to systemer betydeligt mindre.

I international sammenligning forekommer danske bestyrelser at være relativt små og på linje med de hollandske. Det skal dog fremhæves, at bestyrelsens størrelse afhænger af selskabernes størrelse – jf. at de store firmaer typisk har større bestyrelser, som det fremgår af tabellen. Da selv de store danske virksomheder er relativt små i international sammenligning, kan en del af forklaringen på de relativt små danske bestyrelser antagelig henføres til en størrelseseffekt.

Bestyrelsessammensætning

Tabel 2.7 sammenligner to udvalgte nøgletal for bestyrelsessammensætning i USA og en række europæiske lande. Tabel 2.8 belyser sammenhængen mellem ejerforhold og bestyrelsessammensætning.

Tabel 2.7. Sammenfald mellem bestyrelse og direktion og bestyrelsesforbindelser mellem virksomheder***

	Antal virksom- heder	Antal sammenfald	Antal bestyrelses- forb.	Sammenfald per virksomhed	Bestyrelses- forb. per virksomhed
Små lande					
Østrig	86	5	52	0,06	0,60
Belgien	139	63	65	0,45	0,47
Danmark	180	24	94	0,13	0,52
Finland	103	52	44	0,50	0,43
Grækenland	131	30	51	0,23	0,39
Irland	61	9	9	0,15	0,15
Italien	212	50	131	0,24	0,62
Holland	194	24	91	0,12	0,47
Norge	124	40	50	0,32	0,40
Portugal	76	1	27	0,01	0,36
Spanien	166	30	70	0,18	0,42
Sverige	192	110	129	0,57	0,67
I alt	1681	442	818	0,26	0,48
Store lande – store virksomheder					
Frankrig	100	71	51	0,71	0,51
Tyskland	135	1	61	0,01	0,45
Storbritannien	123	6	15	0,05	0,12
USA	510	498	63	0,98	0,12

* Sammenfald mellem bestyrelse og direktion vil sige, at et fremtrædende medlem af direktionen også har en fremtrædende post i bestyrelsen, f.eks. Chairman and Chief Executive Officer.

** Bestyrelsesforbindelser vil sige, at et fremtrædende medlem af bestyrelsen og direktionen i en virksomhed også indtager en fremtrædende position i en anden virksomheds bestyrelse eller direktion.

Tabellen viser hyppigheden af sammenfald mellem fremtrædende bestyrelses- og direktionsmedlemmer, samt hyppigheden af bestyrelsesforbindelser, dvs. at et fremtrædende medlem af en virksomheds bestyrelse eller direktion sidder i en anden virksomheds bestyrelse eller direktion. Udgangspunk-

tet for undersøgelsen er World Scope databasens opgørelse over 5 ledende officers/directors (inklusive titler) for hver virksomhed.

Sammenfald mellem bestyrelse og direktion

Tabellen viser ret stor variation mellem lande – fra næsten ingen tilfælde i Tyskland og Portugal til omtrent et tilfælde per virksomhed i USA. Mærkværdigvis ligger Storbritannien på dette punkt lavt, mens sammenfald mellem administrerende direktør og bestyrelsesformand tidligere var almindelige (Charkham, 1994).

Som det fremgår af tabellen, er sammenfaldet mellem fremtrædende medlemmer af bestyrelse og direktion forholdsvis lille i Danmark sammenlignet med et europæisk gennemsnit for de små lande – kun ca. halvt så stort, hvilket direkte henføres til dansk selskabsret for børsnoterede selskaber (jf. aktieselskabslovens § 51.3; Andersen, 2000: 265). Det er dog ualmindeligt også uden for de børsnoterede virksomheder, at en enkelt person påtager sig dobbeltrollen som direktør og bestyrelsesformand.

Tabel 2.8. Sammenfald mellem bestyrelse og direktion og bestyrelsesforbindelser mellem virksomheder**. Fordelt efter største ejers identitet*

Største ejer	Antal virksomheder	Antal sammenfald	Antal bestyrelsesforb.	Sammenfald per virksomhed	Bestyrelsesforb. per virksomhed
Bank	125	40	83	0,32	0,66
Virksomhed	1052	332	806	0,32	0,77
Person/familie	186	82	79	0,44	0,42
Offentlig	75	35	80	0,47	0,07
Finansiell institution	494	213	242	0,43	0,49
Andet/ubekendt	618	242	251	0,39	0,41
Total	2550	944	1541	0,37	0,60

* Sammenfald mellem bestyrelse og direktion vil sige, at et fremtrædende medlem af direktionen også har en fremtrædende post i bestyrelsen, f.eks. Chairman and Chief Executive Officer.

** Bestyrelsesforbindelser vil sige, at et fremtrædende medlem af bestyrelsen og direktionen i en virksomhed også indtager en fremtrædende position i en anden virksomheds bestyrelse eller direktion.

Bestyrelsesforbindelser

Også hvad angår bestyrelsesforbindelser er der betydelig variation mellem forskellige lande – f.eks. en bestyrelsesforbindelse for hver to virksomheder i kontinentaleuropa mod kun en for hver 8 virksomheder i USA/UK. Dan-

mark ligger på dette punkt lige lidt over det europæiske gennemsnit – på linje med Østrig, Italien, Frankrig og Sverige.

Det fremgår af tabel 2.8, at sammenfald mellem fremtrædende medlemmer af bestyrelse og direktion er relativt almindeligt i tilfælde af familieejerskab (hvor ejerlederen ofte spiller begge roller). Det er også ret almindeligt for finansielt investorejerskab, hvor aktiemarkedet i teorien kan fungere som korrektionsmekanisme, hvis bestyrelsen ikke varetager kontrolfunktionen tilstrækkeligt godt. Tilsvarende kan det høje sammenfald i offentligt ejede virksomheder måske forklares ved, at kontrolfunktionen tænkes varetaget af den relevante offentlige organisation, og at der ikke menes at være behov for en ekstra kontrolinstans.

Bestyrelsesforbindelser viser sig at være klart mere almindelige i virksomheder, der også har ejerforbindelser til andre virksomheder, eksempelvis således at en ejerinteresse følges op med en bestyrelsespost. Det samme gør sig i mindre omfang gældende for bankejerskab. Derimod varetages finansielt investor- og porteføljeejerskab typisk uden samme grad af bestyrelsesrepræsentation. Mest ualmindelige er bestyrelsesforbindelser for offentlige virksomheder.

Diskussion

De væsentligste konklusioner i dette kapitel kan opsummeres således:

- Der er store internationale forskelle i ejerforhold, bestyrelsesstruktur og andre elementer i selskabsstyringen. Forskellene er så store, at det forekommer ufrugtbart at inddеле landene i kategorier som f.eks. bank- eller aktiemarkedsbaserede systemer.
- Specielt er dansk selskabsstyring hverken bank- eller aktiemarkedsbaseret. Der er mange lighedspunkter mellem dansk og tysk selskabsstyring, men hvad angår bankernes rolle er den danske model mere engelsk-amerikansk inspireret.
- Ejerskabskoncentrationen er højere i Danmark end i andre industrialiserede lande, men sammenlignes børsnoterede virksomheder, er der ingen væsentlig forskel til andre kontinentaleuropæiske lande, som dog har klart højere ejerskabskoncentration end USA/UK.
- I forhold til andre europæiske lande er der mere person/familieejerskab (inkl. fondsejerskab) og mindre virksomhedsejerskab i dansk erhvervsliv.

- Danske bestyrelser er gennemsnitligt noget mindre end i andre europæiske lande, hvilket blandt andet kan henføres til danske selskabers begrænsede størrelse.
- Der er i Danmark mindre tilbøjelighed til personsammenfald mellem fremtrædende medlemmer af bestyrelse og direktion end i andre europæiske lande, hvilket ikke mindst skal tilskrives selskabslovgivningen.
- Hvad angår personsammenfald mellem virksomhedsbestyrelser ligger Danmark tilsyneladende på linje med andre europæiske lande.

Danmark adskiller sig fra andre industrialiserede lande ved at have relativt små virksomheder og en relativt stor fødevarersektor, og det er antagelig blandt andet denne erhvervsstruktur, der giver sig udslag i relativt mange person/familiejede virksomheder (inkl. erhvervsdrivende fonde) og andelselskaber.

For at illustrere de store forskelle i virksomhedernes størrelse viser tabel 2.9 den gennemsnitlige bogførte værdi af de regnskabsmæssige aktiver blandt de virksomheder, vi har sammenlignet i det foregående.

Det fremgår, at der er betydelige forskelle. De danske virksomheder har gennemsnitligt aktiver i størrelsesordenen 1.5 mio US \$ eller ca. 12 millioner danske kroner, hvilket skal sammenlignes med 10-20 gange så store virksomheder i de store lande og 2-6 gange så store virksomheder i mellemstore europæiske lande. På dette punkt ligger Danmark på niveau med Portugal, Irland, Norge og Grækenland. Kun de græske virksomheder er gennemsnitligt mindre. Det er ikke nogen ny iagttagelse, men ligger i forlængelse af tidligere undersøgelser (Thomsen, 1992 og referencer heri).

Det har i international sammenhæng været diskuteret, om de store internationale forskelle med tiden vil blive udjævnet af en tendens til konvergens (Gilson, 2000; Coffee, 2001; Thomsen, 2001a). Trods en vis harmonisering af regnskabsstandards og værdipapirlovgivning mv. er der dog ikke tegn på nogen væsentlig formel konvergens i selskabslovgivningen (Coffee, 2001). Derimod fremhæver Gilson (2000), at der er tegn på en funktional konvergens, således at europæisk selskabsstyring tilpasser sig et amerikansk mønster – i form af større fokus på "shareholder value", mere aktive investorer og bestyrelser, optimering af kapitalstrukturen gennem tilbagekøb af egne aktier og en høj udbytteprocent, incitamentsafslønning af direktionen mv. Hele debatten om corporate governance er således amerikansk-engelsk inspireret.

Det skal dog fremhæves, at engelsk-amerikansk selskabsstyring de facto også har tilpasset sig europæiske standarder. Det gælder eksempelvis en

Tabel 2.9. Gennemsnitlig firmastørrelse. Aktiver (millioner US \$)

Østrig	3,7
Belgien	5,0
Danmark	1,5
Finland	1,9
Grækenland	1,5
Irland	1,7
Italien	9,2
Luxembourg	5,1
Holland	6,3
Norge	1,6
Portugal	1,7
Spanien	6,0
Sverige	3,2
Frankrig	36,3
Tyskland	28,7
Storbritannien	23,0
USA	18,1

tendens til mere koncentreret ejerskab, en styrkelse af de eksterne bestyrelsesmedlemmers kontrolfunktion gennem uafhængige underudvalg, samt en deregulering af banklovgivningen, der udvisker det traditionelle skel mellem "commercial banking" og "investment banking" og dermed peger frem mod "universal banking" som i Tyskland.

Hvorvidt dansk selskabsstyring efterhånden vil konvergere til engelsk-amerikanske standarder er således et åbent spørgsmål. På visse punkter synes en betydelig funktionel konvergens allerede at være i gang, men en fuldkommen konvergens – eksempelvis afvikling af andelsejerskab, erhvervsdrivende fonde, medarbejderrepræsentation eller andre kendetegn ved "den danske model" forekommer på den anden side usandsynlig, i det mindste på kort sigt. Det mest sandsynlige scenarie forekommer at være en gradvis afprøvning af forskellige selskabsstyringsmodeller – en afprøvning, hvor enkelte virksomheder søger at finde løsninger, der passer til deres vilkår, og hvor økonomisk effektivitet bliver afgørende for løsningernes levedygtighed. På denne baggrund rettes interessen mod virksomhedsspecifikke modeller for god selskabsstyring.

Kapitel 3

Bestyrelsesstruktur i de største danske virksomheder

Indledning

I dette kapitel diskuteres bestyrelsesforholdene i de største danske virksomheder. Der fokuseres på den formelle bestyrelsesstruktur, mens det efterfølgende kapitel analyserer det praktiske bestyrelsesarbejde og de holdninger, der kendetegner danske virksomhedsbestyrelser.

Den økonomiske bestyrelsesteori er gennemgået i kapitel 1 og af især agentteorien kan man udlede, at bestyrelsens vigtigste funktion er at kontrollere den daglige ledelse. *Kontrolrollen* udspringer af agentproblemet mellem ejerne og ledelsen, hvor bestyrelsens overvågning og kontrol af ledelsen ses som en af de væsentligste måder at minimere agentproblemet på. Men andre økonomiske teorier peger på at bestyrelsen også har en *konsulentrolle* (typisk eksperter der bidrager med ekspertise i virksomhedens beslutningsproces) og en *kontaktrolle* (knytter kontakter med andre vigtige samarbejdspartnere).

Indledningsvis diskuteres rammerne for bestyrelsesarbejdet, således som det kommer til udtryk i den danske selskabslovgivning, og herunder også hvordan argumenterne fra den økonomiske bestyrelsesteori har været med til at præge selskabslovgivningen.

Derefter redegøres der for en undersøgelse af bestyrelsesforholdene for de største danske virksomheder, som er baseret på sekundære data (offentligt tilgængelige oplysninger) for knap 400 af de største danske virksomheder. De aspekter ved bestyrelsesforholdene, som særligt belyses, er det typiske antal bestyrelsesmedlemmer, omfanget af overlappende bestyrelser og i hvilken grad den administrerende direktør sidder i bestyrelserne. Derudover analyseres, hvordan disse bestyrelsesforhold varierer for forskellige ejer kategorier blandt virksomhederne.

Dansk selskabslovgivning

Det dominerende princip i dansk selskabslovgivning er det tostrengede system, således som det kommer til udtryk i Aktieselskabsloven (primært kap. 9).¹ Det tostrengede system, som har hentet inspiration fra især Tyskland (for yderligere diskussion se kapitel 2), omfatter de to ledelsesorganer, bestyrelsen (kontrolorganet) og direktionen (administrationsorganet).

Bestyrelsen udgør bindeleddet mellem ejerne og direktionen, og har som overordnet opgave at føre kontrol og tilsyn med direktionen på ejernes vegne. Beslutninger af usædvanlig stor betydning for virksomheden kan direktionen kun træffe efter bemyndigelse fra bestyrelsen. Virksomhedens bestyrelse skal tage stilling til, om kapitalberedskabet til enhver tid er forsvarligt i forhold til virksomhedens drift. Bestyrelsen skal påse, at bogføringen og formueforvaltningen kontrolleres på tilfredsstillende måde. Derudover er bestyrelsens vigtigste opgave at ansætte direktionen, der skal varetage den daglige ledelse ud fra de overordnede retningslinier, som bestyrelsen har givet.

Bestyrelsen trækker de brede linier op, mens direktionen tager sig af de daglige forretninger. Loven fastlægger dog ikke konkret, hvor grænsen går mellem overordnet og daglig ledelse. Den konkrete arbejdsdeling mellem direktion og bestyrelse er derfor overladt til tradition og nærmere regulering i det enkelte selskab. Ifølge aktieselskabsloven er det primært bestyrelsen, der afgrænser og definerer sin egen og direktionens rolle. Selv om direktionen således formelt er underordnet bestyrelsen, hævdes det ofte, at det forholder sig omvendt i mange selskaber (jf. agentproblemerne diskuteret i kapitel 1). Er det reelt direktionen, der dominerer bestyrelsen, har dette væsentlig betydning for effektiviteten af bestyrelsens kontrolfunktion over for direktionen.

Et aktieselskab skal have en bestyrelse på mindst tre medlemmer, men der er ingen øvre grænse for antallet af bestyrelsesmedlemmer, hvilket kan fastsættes af hver enkelt selskab efter behov. Antallet af bestyrelsesmedlemmer fastsættes normalt således, at bestyrelsen har et ulige antal medlemmer for at undgå stemmelighed. Flertallet af bestyrelsens medlemmer skal vælges af generalforsamlingen (mens f.eks. medarbejderrepræsentanterne og statens repræsentant i bankernes bestyrelse vælges på anden vis), således at selskabets ejerkreds er sikret et flertal i bestyrelsen. Bestyrelsesmedlemmerne vælges ved almindeligt flertal på generalforsamlingen, hvorfor en minoritetsejer ikke er sikret bestyrelsesrepræsentation.

Selskabets direktører kan vælges til bestyrelsen, men flertallet af bestyrelsens medlemmer må ikke udgøres af direktører. Bestyrelsens formand vælges af bestyrelsen selv. Selskabets direktør kan ikke vælges som bestyrelsesformand i børsnoterede selskaber. Dette krav skal sikre, at ansvarsfordelingen mellem den daglige ledelse og den overordnede ledelse af selskabet ikke udviskes på grund af personsammenfald.

Direktøren kan og vil ofte være medlem af selskabets bestyrelse, og dette personsammenfald indebærer både fordele og ulemper. Fordelen er, at

bestyrelsen kan drage nytte af direktørens detaljerede kendskab til selskabets forhold. Til ulemperne hører at tilsynsopgaven gøres illusorisk ved et personsammenfald. I loven bliver dette afbalanceret ved at tillade, at alle direktører har ret til at være tilstede på bestyrelsesmøderne og udtale sig (dog er det kun dem, der tillige er valgt til bestyrelsen, som også har stemmeret), mens flertallet af bestyrelsens medlemmer ikke må være beskæftiget med den daglige ledelse og derfor forudsættes at være mere uafhængige i vurderingen af selskabets forhold.

Bestyrelsesformanden spiller i mange selskaber en vigtig rolle og deltager i selskabets aktiviteter i videre omfang end den øvrige bestyrelse. Formanden er normalt bestyrelsens bindeled til selskabet. Den nærmere rollefordeling beror i øvrigt på praksis i selskabet og den øvrige bestyrelses accept.

Medarbejderne i aktieselskaber med mindst 35 ansatte har ret til at vælge et antal bestyrelsesmedlemmer, svarende til halvdelen af de øvrige bestyrelsesmedlemmer, dog mindst 2 medlemmer. Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer har samme rettigheder og pligter som de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Men noget overraskende viser flere undersøgelser, at det kun er godt 20 pct. af de selskaber, der opfylder betingelserne for at have medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer, hvor de ansatte rent faktisk benytter sig af denne mulighed (*Debatoplæg om aktivt ejerskab* (Erhvervsministeriet, 1999)). Det er især de mange små virksomheder, hvor de ansatte fravælger muligheden for at lade sig repræsentere i bestyrelsen.

En dansk empirisk undersøgelse

Det er meget begrænset, hvad der findes af danske undersøgelser om centrale aspekter ved bestyrelsesarbejdet (se *Debatoplæg om aktivt ejerskab* (Erhvervsministeriet, 1999) for en oversigt). Vi har derfor gennemført en kvantitativ undersøgelse, der søger at afdække centrale spørgsmål som antal bestyrelsesmedlemmer, hvorvidt den administrerende direktør sidder i bestyrelsen, og graden af overlap mellem virksomhedernes bestyrelser.

Undersøgelsen er baseret på sekundære data, herunder især Greens (2001), men også andre kilder, der beskriver bestyrelsesforholdene i danske virksomheder, såsom årsberetninger og CD-Direct-databasen, er inddraget. Undersøgelsen tager udgangspunkt i en population på de 300 største fremstillingsvirksomheder i 1991, som blev identificeret i publikationen *Ejerskab og Konkurrenceevne* (Strandskov et al., 1994). Dog er 81 af disse virksomheder bortfaldet i perioden fra 1991-2000 på grund af konkurs, fusioner, manglende data m.m., således at der indgår 219 virksomheder fra

den oprindelige population. Dertil er så tilføjet 120 virksomheder der er blandt de 300 største i 2000 (men ikke er en del af 1991-populationen). Derudover er tilføjet en del finansieringsvirksomheder (53), da det skønnes, at ikke mindst bankerne er centrale i studiet af fænomenet overlappende bestyrelser. Population for denne undersøgelse udgøres derfor af følgende antal virksomheder:

- Af de oprindelige 300 største virksomheder i 1991	=	219
- Virksomheder blandt de 300 største i 2000	=	120
- Finansielle virksomheder	=	53
- Antal virksomheder i alt	=	392

Det giver således en samlet population på knap 400 af de største virksomheder i Danmark, dækkende alle brancher, inkl. finansielle virksomheder.

I det følgende diskuteres de finansielle virksomheder separat, da den særlige regulering for denne type virksomheder betyder, at de ofte adskiller sig fra andre aktieselskaber (f.eks. må den administrerende direktør ikke sidde i bestyrelsen i bankerne).

I tabel 3.1 er vist nogle bestyrelsesforhold for de to populationer af fremstillingsvirksomheder² og finansielle selskaber.

På trods af at det danske system betegnes som et tostrengt system med to adskilte ledelsesorganer, så fremgår det, at den administrerende direktør er bestyrelsesmedlem i over en tredjedel (36,5 pct.) af fremstillingsvirksomhederne (ikke aktuelt for de finansielle selskaber). Dette må vurderes at være en relativ høj andel, da netop adskillelsen mellem ledelse og bestyrelse er et bærende princip i dansk selskabslovgivning. Dette er også overraskende højt på baggrund af den udbredte praksis, at virksomhedens direktører normalt deltager i alle bestyrelsesmøderne for at bidrage med viden og indsigt om selskabets forhold.

Tabel 3.1 viser også at det gennemsnitlige antal bestyrelsesmedlemmer for fremstillingsvirksomheder er 6,9 bestyrelsesmedlemmer, mens den for finansielle selskaber er lidt højere med 9,2 medlemmer. Fremstillingsvirksomheder har i gennemsnit 1,6 medarbejderrepræsentant, mens de finansielle selskaber har mere end dobbelt så mange (3,3) medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Når de ikke-generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer fratrækkes (medarbejderrepræsentanter og det offentliges repræsentant i bankernes bestyrelse) betyder det, at typisk kun godt 5 bestyrelsesmedlemmer i såvel fremstillingsvirksomhederne, som de finansielle virksomheder vælges på generalforsamlingen.

Tabel 3.1. Centrale bestyrelsesforhold for de største danske virksomheder

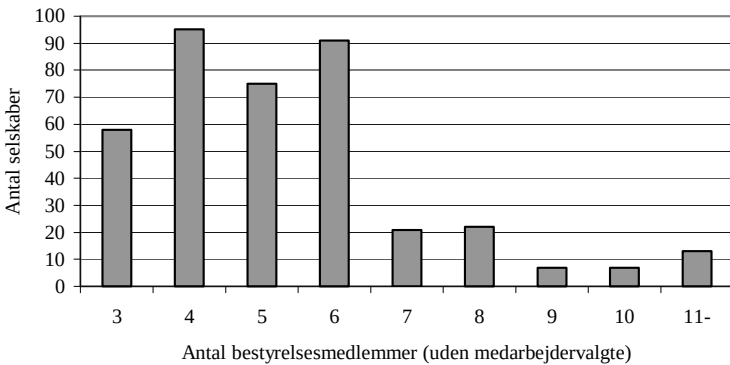
	Fremstillingsvirksomheder (N=336)		Finansielle selskaber (N=53)	
	<i>Antal selskaber</i>	<i>Pct.</i>	<i>Antal selskaber</i>	<i>Pct.</i>
Administrerende direktør sidder i bestyrelsen	122	36,3	0	0
	<i>Gennemsnit</i>	<i>Standard-afvigelse</i>	<i>Gennemsnit</i>	<i>Standard-afvigelse</i>
Samlet antal bestyrelsesmedlemmer	6,9	2,8	9,2	3,7
heraf medarbejderrepræsentanter	1,6	1,5	3,3	1,6
	<i>Antal overlappende bestyrelsesmedlemmer</i> (N=1459)	<i>Pct.</i>	<i>Antal overlappende bestyrelsesmedlemmer</i> (N=297)	<i>Pct.</i>
Overlappende bestyrelser	197	13,5	27	9,1

Disse tal dækker naturligvis over en betydelig variation, hvor bestyrelsens størrelse varierer fra 3 medlemmer (lovens minimumskrav for selskaber uden medarbejderrepræsentation) til 23 medlemmer i en bank. I figur 3.1 er gengivet fordelingen på antal bestyrelsesmedlemmer i alle virksomhederne, når de medarbejdervalgte er fratrukket. Figuren viser, at langt de fleste selskaber kun har 3-6 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer. Knap 40 pct. af selskaberne vælger kun 3-4 bestyrelsesmedlemmer på generalforsamlingen.

Den gennemsnitlige størrelse af bestyrelserne i Danmark er noget mindre end de typiske bestyrelser i andre lande, f.eks. har en tilsvarende undersøgelse på amerikanske data vist et gennemsnit på 13 bestyrelsesmedlemmer (se kapitel 2 for en international sammenligning og kapitel 1 for yderligere diskussion af de teoretiske argumenter for bestyrelsens størrelse). Det siger sig selv, at en bestyrelse på kun 3-4 generalforsamlingsvalgte medlemmer (der ofte inkluderer den administrerende direktør) typisk ikke vil dække særlig bredt. En sådan bestyrelse vil ofte være sammensat af personer, der står virksomheden meget tæt, herunder især ejerne og direktionen.

Det sidste tal i tabel 3.1 angiver antallet af overlappende bestyrelser blandt alle virksomhederne. Virksomhederne i populationen har i alt 2040

Figur 3.1. Virksomhederne fordelt efter antal generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer



generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, men blandt disse er der flere personer, som sidder i mere end en bestyrelse. I de tilfælde, hvor et bestyrelsesmedlem sidder i mere end en bestyrelse taler vi om overlappende bestyrelser. De 2040 bestyrelsesposter er fordelt på 1756 personer, således at 1532 personer har en enkelt bestyrelsespost, mens 224 personer (13 pct.) har mere end en bestyrelsespost blandt virksomhederne i populationen (der er ikke registreret bestyrelsesposter i virksomheder uden for denne population). Blandt disse 224 personer med mere end en bestyrelsespost er der en enkelt person med 10 bestyrelsesposter, mens 158 personer har to bestyrelsesposter. I tabel 3.1 er angivet antallet af overlappende bestyrelsesmedlemmer på 13,5 og 9,1 for henholdsvis fremstillingsvirksomheder og finansielle selskaber. Disse tal må siges at være overraskende lave på baggrund af den udbredte myte om, at bestyrelserne i de danske virksomheder skulle være særligt indspiste. Det er således mindre end en syvendedel af bestyrelsesmedlemmerne, der optræder i mere end en bestyrelse i populationen, og for de finansielle selskaber, der ofte nævnes som særligt sammenkædede med de øvrige selskaber, er tallet ovenikøbet endnu lavere (kun 9,1 pct.).

Ejerkategorier

I det følgende vil vi opdele virksomhederne på ejerkategorier, således at det kan belyses, hvordan bestyrelsesforholdene varierer med de forskellige ejerkategorier. Opdelingen i ejerkategorier og definitionen af de enkelte ejerkategorier er diskuteret nærmere i kapitel 1.

Tabel 3.2. Fordelingen af virksomhederne på de forskellige ejerkategorier

Ejerkategori	Industriselskaber	Finansielle selskaber
Andelseje*	21	0
Dominerende ejer	118	14
Familie/person	21	1
Fondseje	35	9
Statsejet	19	0
Spredt ejerskab	23	24
Udenlandsk ejet	106	5
Total	343	53

* Andelsejerskab omfatter såvel selskaber organiseret som egentlige andelsselskaber (AMBA) og aktieselskaber (A/S) ejet af andelsselskaber.

Det fremgår, at de to klart største ejerkategorier er dominerende ejer (dvs. ejerandelen for den største ejer ligger mellem 20 og 50 pct.) og udenlandsk ejerskab, der omfatter henholdsvis 124 og 109 selskaber. De mindste ejerkategorier er statsejerskab, familieejerskab og andelseje med 19, 20 og 21 selskaber. Spredt ejerskab og fondsejerskab er mellemstore kategorier med henholdsvis 47 og 52 selskaber.

Tabel 3.3. Andelen af selskaber, hvor den administrerende direktør sidder i bestyrelsen fordelt på ejerkategorier

Ejerkategori	Fremstillingsvirksomheder Andel af selskaberne (pct.)
Andelseje	5,0 (C)
Dominerende ejer	28,7 (B)
Familie/person	57,9 (A)
Fondseje	21,4 (B, C)
Statsejet	0 (D)
Spredt ejerskab	21,7 (B, C)
Udenlandsk ejet	63,1 (A)
F-værdi	12,87***

Note: Bogstaverne angiver en såkaldt "Duncan-gruppering", som fortolkes således, at tal med samme bogstav ikke er signifikant forskellige, mens tal med forskellige bogstaver er signifikant forskellige.

I tabel 3.3 er der angivet for hver af ejerkategorierne i hvilken udstrækning, den administrerende direktør sidder i bestyrelsen (kun angivet for fremstillingsvirksomheder). Tabellen viser, at der er stor forskel på, i hvor høj grad

den administrerende direktør sidder med ved bestyrelsesbordet for ejerkategoriene. Andelen er markant højere for udenlandsk (63,1 pct.) og familie- (57,9 pct.) ejede selskaber, som også er to ejerkategorier med meget synlige og dominerende ejere. De vurderer således, at det er væsentligt for bestyrelsens arbejde, at den daglige ledelse er repræsenteret i bestyrelsen, hvilket formodentlig dækker over, at ejerne primært ønsker at bruge bestyrelsen til at skabe direkte kontakt med direktionen. Omvendt er det meget få administrerende direktører i statsejede og andelsselskaber (0 og 5 pct.), der også sidder i bestyrelsen, hvilket antagelig dækker over, at bestyrelsen spiller en anden rolle i disse selskaber.

Tabel 3.4. Gennemsnitligt antal generalforsamlingsvalgte og medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer for hver ejerkategori

Ejerkategori	Fremstillingsvirksomheder		Finansielle selskaber	
	<i>Antal generalforsamlings- valgte bestyrelses- medlemmer</i>	<i>Antal medarbej- dervalgte</i>	<i>Antal generalforsamlings- valgte bestyrelses- medlemmer</i>	<i>Antal medarbej- dervalgte</i>
Andelseje	9,0 (A)	1,2 (B, C)		
Dominerende ejer	5,0 (C, D)	1,6 (B)	6,8 (A)	3,6 (A)
Familie/ person	4,7 (D)	0,9 (C)	4,0 (A)	3,0 (A)
Fondseje	5,7 (C)	2,6 (A)	6,7 (A)	3,8 (A)
Statsejet	7,3 (B)	2,4 (A)		
Spredt ejerskab	5,7 (C)	1,0 (B, C)	5,1 (A)	3,0 (A)
Udenlandsk ejet	4,3 (D)	1,3 (B, C)	6,0 (A)	3,0 (A)
F-værdi	28,28***	6,68***	1,42	0,51

Det gennemsnitlige antal generalforsamlingsvalgte og medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer er vist i tabel 3.4 for ejerkategoriene. Det fremgår, at mens der ikke er den store variation blandt ejerkategoriene for de finansielle selskaber, så er det lige omvendt for fremstillingsvirksomhederne, hvor der er betydelig variation. Andels- og statsejede selskaber har i gennemsnit de største bestyrelser (henholdsvis 9,0 og 7,3 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer), mens de mindste bestyrelser findes blandt de udenlandsk og familieejede selskaber (4,3 og 4,7 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer). Dette forstærker indtrykket af, at bestyrel-

serne typisk spiller en mere indadvendt rolle med færre medlemmer i selskaber med stærk ejerdominans, mens man i andels- og statsejede selskaber i højere grad inddrager folk udefra, der ikke er så tæt knyttet til den daglige ledelse (for andelsselskaberne vil det ofte være andelshavere).

Konklusion

Resultaterne kan sammenfattes således: De danske selskabers bestyrelser (jf. også kapitel 2) er overraskende små med en gennemsnitlig størrelse på kun godt 5 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer. Særligt ejerkategorier med stærk ejerdominans, såsom udenlandske og familieejede selskaber, har typisk mindre bestyrelser, som ofte inkluderer den administrerende direktør. Det kan skyldes, at bestyrelsen har mindre betydning i ejerdominerede selskaber. Andels- og statsejede selskaber har større bestyrelser med flere medlemmer, der ikke er så tæt knyttet til den daglige ledelse.

Den administrerende direktør sidder i mere end en tredjedel af bestyrelserne. Der er således ikke nogen fuldstændig adskillelse mellem bestyrelse og direktion som i den tyske model.

Overlappende bestyrelser er derimod et mindre udbredt fænomen end forventet på baggrund af mytedannelser om indspiste bestyrelser.

Disse iagttagelser understøtter den indledende diskussion om bestyrelsens forskellige roller, hvor bestyrelsen tydeligvis spiller en anden rolle i de ejerdominerede selskaber end i mere stakeholder-orienterede selskaber (andels- og statsejede selskaber). De ejerdominerede selskaber har typisk små bestyrelser, der omfatter ejerne på den ene side (principalen) og den daglige ledelse på den anden side (agenten). Det kan enten skyldes, at dette er en god ramme for ejernes kontrol og tilsyn med direktionen (kontrolrollen) eller bekvemmelighed, fordi det at inddrage de personer som i forvejen står virksomheden nærmest er en nem måde at opfylde lovens krav om dannelsen af bestyrelser. Omvendt inddrager de stakeholder-orienterede selskaber i den modsatte ende af spektret en bredere ekspertise (uden for den daglige ledelse), hvorfor konsulent- og kontaktrollen synes at have større betydning i disse selskaber.

I det efterfølgende kapitel vil disse spørgsmål om bestyrelsesarbejdet og bestyrelsens forskellige roller for de forskellige typer af virksomheder blive belyst mere indgående på basis af primært datamateriale.

Noter

1. Her vil vi kun diskutere reglerne for aktieselskaber. Der findes tilsvarende regler for bestyrelsesarbejdet i anpartsselskaber m.m., men ofte er de mindre detaljerede end reglerne for aktieselskaber, ligesom der findes særlige regler for finansielle virksomheder. For en uddybende gennemgang af disse se Andersen (2000).
2. Der anvendes her en meget bred definition af fremstillingsvirksomheder, der omfatter alle ikke-finansielle selskaber.

Kapitel 4

Bestyrelsespraksis. Resultater fra en spørgeskemaundersøgelse

Baggrund og formål

I efteråret 2000 blev der gennemført en spørgeskemaundersøgelse rettet imod de 1.000 største danske virksomheder omhandlende 'Bestyrelsen og Corporate Governance'. I dette kapitel vil nogle foreløbige resultater og konklusioner fra denne undersøgelse blive præsenteret.

Undersøgelsen er blevet gennemført ud fra ønsket om at tilvejebringe en større og mere dækkende forståelse for, hvilke roller og funktioner bestyrelsen indtager i de største danske virksomheder. En kortlægning og systematisering af de største danske selskabers bestyrelsesopgaver, beslutningsgrundlag og funktionsmåde er ikke tidligere gjort til genstand for en nærmere forskningsmæssig analyse herhjemme. De undersøgelser, der er gennemført af bestyrelsens rolle i Danmark, har primært været begrænsede undersøgelser gennemført af interesseorganisationer (f.eks. Dansk Aktionærforening) eller konsulentfirmaer (J-B Documentation, diverse år; *Mandag Morgen, Strategisk Forum*, 2001). Dette står i kontrast til flere af vores nabolande, hvor bestyrelsens rolle i virksomhederne har været genstand for omfattende forskningsmæssig analyse (f.eks. i Sverige, Jonnergård og Svensson, 1995).

I nærværende undersøgelse er det først og fremmest formålet at få belyst følgende forhold:

- Bestyrelsens opgaver og målsætninger i forbindelse med selskabets interessevaretagelse.
- Bestyrelsens beslutningsgrundlag og strategiske orientering.
- Bestyrelsens sammensætning, herunder kriterier og indflydelsesforhold for udvælgelse af bestyrelsesmedlemmer.
- Bestyrelsesarbejdets praktiske udformning.

Undersøgelsen bygger på et omfattende spørgeskema, der er opdelt i otte emneområder i tilknytning til ovenstående hovedemner, suppleret med en række basisspørgsmål vedr. selskabets ejerforhold, samt bestyrelsesformandens tilknytning. Spørgeskemaet var forinden udsendelsen testet på 10 professionelle bestyrelsesmedlemmer med henblik på at identificere en

række potentielle fejlkilder, for eksempel ordvalg og tvetydigheder i forbindelse med spørgsmålsformuleringen, ledende eller uforståeligt stillede spørgsmål, fortrolige eller sensitive oplysninger etc.

Den praktiske gennemførelse af spørgeskemaundersøgelsen har PLS Rambøll Management A/S stået for. Dataindsamlingen er sket ved postalt udsendte spørgeskemaer til bestyrelsesformændene for de 1.000 største danske selskaber, identificeret via Købmandsstandens database over Danmarks industri- og næringsliv. Virksomhedernes størrelse er identificeret ved deres omsætning og de 1.000 største virksomheder var alle danske virksomheder, der i 2000 havde en omsætning på mere end 240 mill. kr., jf. Købmandsstandens database.

Bestyrelsesformændene blev anmodet om at besvare det udsendte spørgeskema for den virksomhed (koncern), den pågældende er formand for. Valget af bestyrelsesformændene som undersøgelsens respondenter bygger på den overvejelse, at disse må antages at repræsentere en viden, et overblik, samt en beslutningskompetence, der sikrer, at de afgivne informationer, holdninger og vurderinger rummer en betydelig kvalitet og legitimitet. Det må endvidere antages, at bestyrelsesformanden, som hovedregel i tæt samarbejde med direktionen, står for selskabets ledelse og interessevaretagelse, herunder repræsenterer den eller de mest indflydelsesrige ejere. Bestyrelsesformanden er således et vigtigt bindeled mellem direktionen og bestyrelsen/aktionærerne og er derfor placeret i centrum af principal-agent problemet ved virksomhedsledelse, således som det er beskrevet i kapitel 1. I forbindelse med fortolkningen af undersøgelsens svarmønstre, må der dog gøres opmærksom på, at bestyrelsesformændene som ansvarlige for bestyrelsesarbejdet naturligt vil tillægge dette arbejde en særlig betydning.

Med spørgeskemaet fulgte et introduktionsbrev, der redegjorde for undersøgelsens formål og baggrund, ligesom respondenterne blev sikret fuld anonymitet. Udover det skriftlige spørgeskema fik bestyrelsesformændene endvidere tilbud om at besvare en web-baseret udgave af spørgeskemaet. Kontaktproceduren er herefter foregået ved fremsendelse af 2 rykkere med henblik på at forøge undersøgelsens svarprocent.

Ud af populationen på de 1.000 største danske selskaber viste det sig imidlertid efterfølgende, at Købmandsstandens register ikke var præcist med hensyn til angivelse af virksomhedernes eksistens, koncernrelation eller bestyrelsesformændenes faktiske position. Det betyder et frafald på 63 selskaber, hvorved den reelle population blev reduceret til 937. Heraf har i alt 245 bestyrelsesformænd/selskaber vist interesse i undersøgelsen (brugbare besvarelser), hvilket giver en brugbar svarprocent på godt 26 pct. Det-

te må siges at være en både lav og noget skuffende svarprocent i forhold til emnets betydning og aktualitet i den danske debat om 'Corporate Governance'. Dog er svarprocenten fuldt på højde med tilsvarende internationale undersøgelser. Der kan desværre ikke foretages en præcis opgørelse over årsagerne til respondentfrafaldet, om end der på flere af de tilbagevendte (og udfyldte) skemaer blev angivet manglende interesse/svarvilje, manglende tid, samt uvillighed til at besvare de mere fortrolige spørgsmål.

Den tilgængelige database, indeholdende svar fra 245 af de største danske selskaber, viser en rimelig repræsentation for så vidt angår størrelsesfordeling i forhold til basispopulationens 1.000 største danske virksomheder, jf. tabel 4.1.

Tabel 4.1. Totalpopulationen og "Bestyrelsesundersøgelsens" virksomheder fordelt på virksomhedsstørrelse

	Undersøgelsespopulationen		1.000 største danske selskaber	
	Antal	Pct.	Antal	Pct.
Omsætning (kr.)				
240–500 mill.	130	53	521	52
500 mill. – 1 mia.	56	23	256	26
1–5 mia.	48	20	198	20
> 5 mia.	11	4	25	2
Antal ansatte				
< 250	130	53	545	55
– 1.000	86	35	353	35
> 1.000	29	12	102	10

Der er rimelig stor overensstemmelse mellem størrelsesfordelingen i totalpopulationen og undersøgelsesvirksomhederne, både for omsætning og for antal ansatte. Dog indikerer tallene en lille bias blandt undersøgelsesvirksomhederne i retning af de store virksomheder, som er en anelse overrepræsenteret. Dette er meget almindeligt i spørgeskemaundersøgelser som sådan, da de store virksomheder typisk har flere ressourcer til den slags opgaver.

I tabel 4.2 er endvidere vist en række karakteristika for undersøgelsens responderende virksomheder. Heraf fremgår det at virksomhederne er spredt ud over brancherne med en vis vægt på handel (26 pct.) og kemi- og maskinindustri (22 pct.), hvilket svarer til branchefordelingen i totalpopulationen.

Tabel 4.2. Udvalgte karakteristika for undersøgelsens respondenter

	Antal	Pct.
Branchetilhørsforhold*		
Nærings- og nydelsesmiddel + tekstilindustri	28	12
Kemisk + maskinindustri	54	22
Elektronik, transportmiddel og møbelindustri	11	4
El-forsyning, bygge- og anlægsvirksomhed	13	5
Handel, hotel og restauration	87	26
Transport og finansieringsvirksomhed	38	16
Forretningsservice, renovation mm.	12	5
Ejerskab**		
Ejet af majoritetsaktionær	150	64
En betydende mindretsaktionær	16	7
En spredt ejerkreds	69	29
Den største ejers identitet		
Familie/person	53	27
Fond	24	10
Finansiell investor (inkl. institutionelle investorer)	31	13
Industriell investor (dvs. ikke-finansielle virksomheder)	40	17
Andelshaver	32	14
Andet***	54	23

* Der er to virksomheder, hvor der ikke findes brancheoplysninger.

** Der er henholdsvis 10 og 11 virksomheder, der ikke har besvaret dette spørgsmål.

*** Denne gruppe dækker over mange forskellige identiteter fra offentligt ejede selskaber til udenlandsk ejede selskaber mm.

Det fremgår også af tabellen, at størstedelen af virksomhederne er ejet af en majoritetsaktionær. Det gælder for næsten to tredjedele af alle virksomhederne, at en aktionær eller en aktionærgruppe (f.eks. en familie) kontrollerer over halvdelen af stemmerne i selskabet. I kun 16 af selskaberne er der en dominerende mindretsaktionær, mens vi i den anden ende af skalaen finder knap 30 pct. af virksomhederne, som har et spredt ejerskab med mere anonyme ejere. I den følgende analyse opdeles virksomhederne i henholdsvis majoritetsejede og minoritetsejede virksomheder (hvor der er en spredt ejerkreds eller en betydende mindretsaktionær), da man må forvente, at bestyrelsen spiller en forskellig rolle i disse to typer virksomheder, jf. den teoretiske diskussion i kapitel 1.

Spørgsmålet om ejernes identitet blev i kapitel 1 ligeledes fremhævet som en vigtig determinant for samspillet mellem aktionærerne, bestyrelsen

og ledelsen. Her fremgår det af tabel 4.2, at en stor del af virksomhederne er ejet af en person eller familie (27 pct.), mens fordelingen på de øvrige identiteter er nogenlunde jævn med 10-17 pct. af virksomhederne, hvor identiteten af den største ejer er en fond, finansiel investor, andelshaver eller industriel investor. Forventningen er, at bestyrelsens rolle vil være væsentlig anderledes i for eksempel et andelsselskab end i en virksomhed ejet af en finansiel investor, hvorfor dette ligeledes vil blive undersøgt i den efterfølgende analyse.

I forbindelse med præsentationen af undersøgelsens resultater behandles bestyrelsens interessevaretagelse, hvor især ejerforholdenes indflydelse på henholdsvis bestyrelsens opgaver og målsætning belyses. Centralt i behandlingen er spørgsmålet om shareholder versus stakeholder-interesser, jf. diskussionen i kapitel 1. Der redegøres ligeledes for, hvad det er for særlige beslutningsområder og –kriterier, som bestyrelsen lægger til grund for interessevaretagelsen. Især behandles, hvorvidt forskellige ejerkategorier øver indflydelse på målsætningskomplekset og beslutningskriterierne. Herudover belyses bestyrelsens prioritering af selskabets forskellige strategiske indsatsområder.

Endvidere analyseres der, hvorvidt der findes en sammenhæng imellem ejerforholdene og den måde, hvorpå bestyrelserne supplerer sig selv og sammensættes, herunder ud fra hvilke kriterier nye bestyrelsesmedlemmer udvælges. Også betydningen af det personlige netværk og indflydelsesrelationer behandles. Endelig redegøres der for det praktiske bestyrelsesarbejde samt de ledelsesincitamenter, der må antages at påvirke selskabernes performance. Kapitlet afrundes med konklusioner og perspektiver.

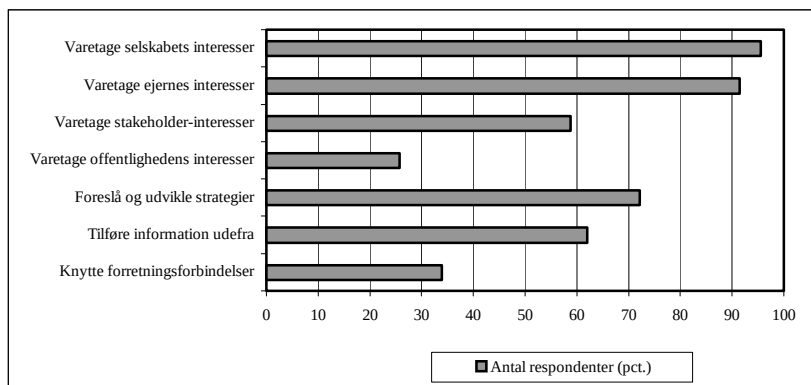
Med henblik på at støtte ovennævnte er der i bilag 1 og 2 gennemført en række variansanalyser (ANOVA), hvor bestyrelsens målsætninger, samt opgave- og interessevaretagelse (adfærdsvariable) er krydset med en række relevante baggrundsvariable (virksomhedsstørrelse, branchetilhørsforhold mv.) og ledelsesincitamenter. Der vil løbende i teksten blive refereret til resultaterne i bilagene.

Bestyrelsens interessevaretagelse: Shareholder versus stakeholderinteresser?

I spørgeskemaet blev bestyrelsesformændene indledningsvis bedt om at redegøre for, hvad der er bestyrelsens opgaver. Respondenterne blev bedt om at tage stilling til, i hvor høj grad en række bestyrelsesopgaver, der er identificeret i litteraturen, er relevante for deres virksomhed (i alt 7 forskellige bestyrelsesopgaver, jf. figur 4.1). Bestyrelsesformændene skulle på en 7-

punkts skala markere i hvor høj grad, bestyrelsen varetager den pågældende opgave, hvor 1 = ”slet ikke” og 7 = ”i meget høj grad”. Samme metodik med 7-punkts-skalaer er benyttet for størstedelen af spørgsmålene i spørgeskemaet. I figur 4.1 er vist, hvor stor en andel af virksomhederne, der angiver, at bestyrelsesopgaven har stor betydning. Stor betydning er her defineret ved en værdi over 4, hvor 4 er 7-punkt skalaens midtpunkt.

Figur 4.1. Bestyrelsens opgaver

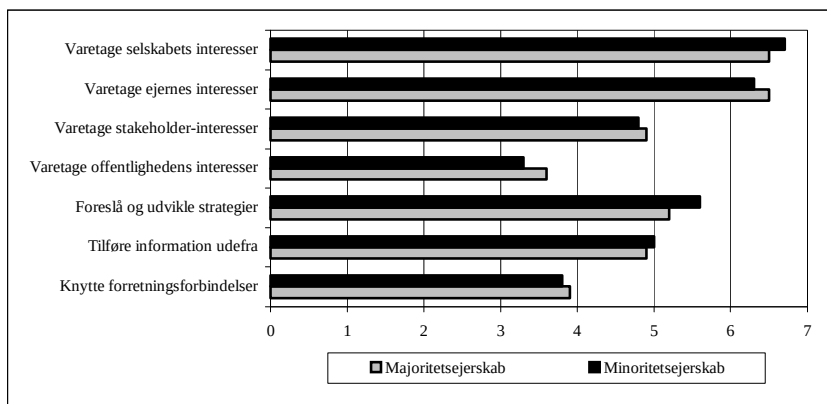


De bestyrelsesopgaver, der er listet i figur 4.1, kan opdeles i tre hovedgrupper. Den første gruppe er de klassiske bestyrelsesopgaver, der ligger i den agentteoretiske funktionsbeskrivelse, og som er afspejlet i de to første spørgsmål om at varetage selskabets og ejernes interesser. For begge disse spørgsmål gælder det, at over 90 pct. af virksomhederne lægger stor vægt på disse opgaver. Den næste gruppe er afspejlet i de to næste spørgsmål, der går på, om bestyrelsen ser det som sin opgave at varetage interesserne for en bredere gruppe af interessenter (stakeholders og offentlighedens interesser). Her mener over halvdelen (59 pct.), at det at varetage stakeholder-interesser er væsentligt, mens offentlighedens interesser indgår med mindre vægt i bestyrelsesarbejdet (kun 26 pct. angiver denne opgave). Mens de to første grupper går på interessevaretagelsen, så omhandler den sidste gruppe af spørgsmål den professionelle side af bestyrelsesarbejdet (afspejlet i de tre sidste spørgsmål i figuren).

I litteraturen (f.eks. Tricker, 1990) er det fremhævet, at bestyrelsen typisk har to overordnede funktioner. Dels at kontrollere og overvåge den daglige ledelse og dels at deltage i politikformulering og strategisk udvikling af selskabet. Mens kontrol- og overvågningsfunktionen er en relativt

passiv rolle, indebærer involvering i politikformulering og strategiidvikling, at bestyrelsen får en mere aktiv rolle i virksomheden. Det fremgår af figur 4.1, at i over 70 pct. af virksomhederne spiller bestyrelsen en rolle i strategiidviklingen, hvilket indikerer en relativ aktiv rolle. Det gælder også for tilførsel af information udefra, som er en væsentlig opgave for bestyrelsen, mens det at knytte forretningsforbindelser har væsentlig mindre vægt for bestyrelsen, da det formentlig primært er ledelsens opgave.

Figur 4.2. Bestyrelsens opgaver: Majoritets- versus minoritetsejerskab



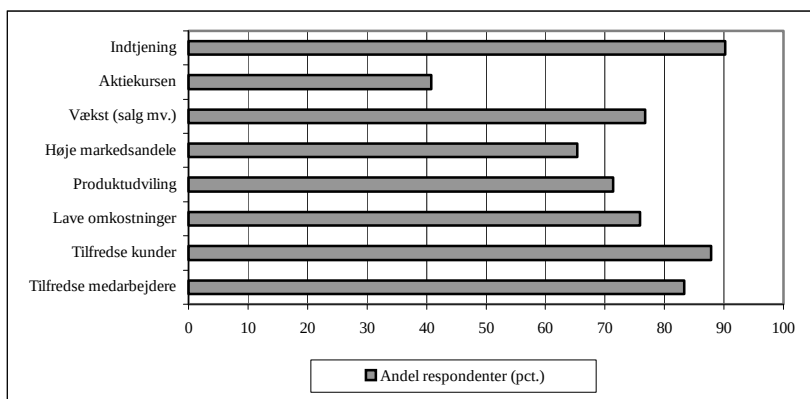
Figur 4.2 viser, hvorvidt der er forskel i prioriteringen af bestyrelsesopgaverne for henholdsvis majoritets- og minoritetsejede virksomheder. Vægten er angivet som den gennemsnitlige besvarelse på 7-punkts skalaen for de to grupper af virksomheder. På baggrund af bestyrelsesforskningen (kapitel 1) ville man forvente betydelige forskelle i prioriteringen af bestyrelsesopgaverne mellem majoritets- og minoritetsejede virksomheder, bl.a. fordi agentproblemet er vidt forskelligt i de to typer af virksomheder (i de majoritetsejede vil ejeren have et stærkt incitament til at kontrollere ledelsen, mens ejerne er mere anonyme i de minoritetsejede virksomheder).

Imidlertid fremgår det af figuren, at der ikke er så store forskelle i prioriteringen af bestyrelsesopgaverne mellem de to typer af virksomheder. De eneste signifikante forskelle er, at minoritetsejede virksomheder prioriterer det at foreslå og udvikle strategi, samt varetagelse af selskabets interesser højere end majoritetsejede virksomheder. Som forventet bliver varetagelse af ejernes interesser prioriteret lidt højere af de majoritetsejede virksomheder (men ikke signifikant højere).

Hvis man opdeler virksomhederne på identiteten af ejerne, er det dominerende billede, at der er overraskende stor ensartethed i prioriteringen af bestyrelsesopgaverne (se bilag). Det mest bemærkelsesværdige er, at fondsbestyrelserne typisk prioriterer mange af bestyrelsesopgaverne lavere, for eksempel varetagelse af ejernes interesser, foreslå og udvikle strategi, samt at knytte forretningsforbindelser. Dette indikerer, at bestyrelserne i fonds-ejede selskaber ikke spiller helt samme rolle som i en traditionel virksomhedsbestyrelse. Ligeledes kan det nævnes, at bestyrelserne i andelsselskaberne prioriterer varetagelse af stakeholder og offentlighedens interesser noget lavere end de øvrige bestyrelser.

Bestyrelsesformændene blev ligeledes spurgt om, hvilke målsætninger man har for virksomhedens aktiviteter (igen ved angivelse af vægten af de enkelte målsætninger på en 7 punkt skala). Resultatet er vist i figur 4.3.

Figur 4.3. Bestyrelsens aktuelle målsætninger for selskabets aktiviteter

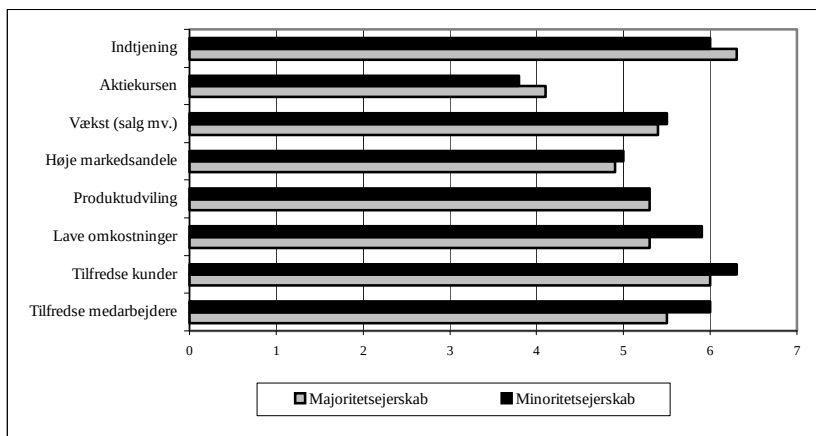


Langt størstedelen af virksomhederne (90 pct.) lægger vægt på indtjeningen som en målsætning for virksomheden. Aktiekursen spiller naturligt nok ikke den store rolle, fordi det er relativt få af virksomhederne, som er noteret på Fondsbørsen. Målsætninger som vækst og produktudvikling spiller også en væsentlig rolle på linje med målsætningen om lave omkostninger (70-75 pct.). De to stakeholder-orienterede målsætninger om tilfredse kunder og medarbejdere spiller en overraskende stor rolle for virksomhederne. Besvarerne giver alt i alt indtryk af at typiske ejermålsætninger som indtjening, ledermålsætninger som vækst og stakeholder-målsætninger som tilfredse kunder/medarbejdere ikke ses som modsætninger til hinanden. Bestyrelser-

ne prioriterer nærmest alle tre på en gang, hvorfor der også er høj korrelation mellem besvarelsene på de tre spørgsmål.

Figur 4.4 gengiver besvarelsene for henholdsvis majoritets- og minoritetsejede virksomheder. Figuren viser, at majoritetsejede virksomheder prioriterer indtjeningen og aktiekursen højere, og for indtjeningen er det en signifikant højere prioritering. Mens minoritetsejede virksomheder prioriterer alle de øvrige målsætninger højere end de majoritetsejede virksomheder. Det er særlig markant for tilfredse kunder og tilfredse medarbejdere, samt lave omkostninger, som har signifikant højere værdier for minoritetsejede virksomheder.

Figur 4.4. Virksomhedernes målsætninger: Majoritetsejede versus minoritetsejede

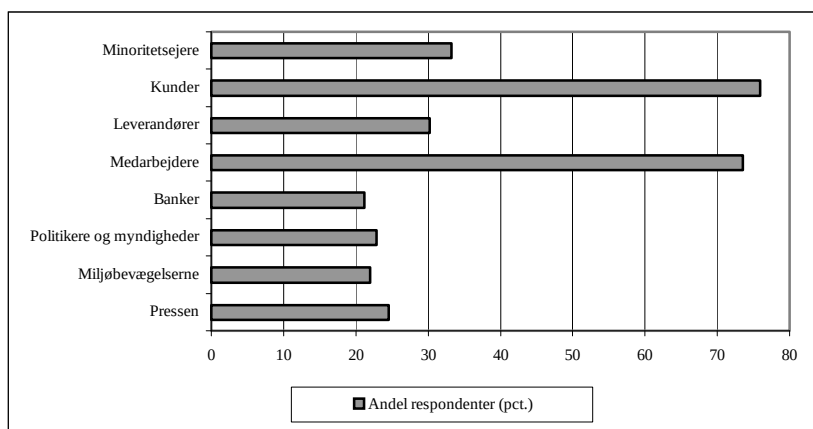


For ejeridentiteterne er det mest bemærkelsesværdige, at indtjening og vækst bliver prioriteret højest af de finansielle investorer, mens andelsselskaberne er dem, der prioriterer lave omkostninger og tilfredse kunder højest (jf. bilag 2). For yderligere at afdække den betydning forskellige stakeholders har i bestyrelsesarbejdet, er bestyrelsesformændene blevet spurgt, hvorvidt ”det er hensigtsmæssigt, at vigtige stakeholders er repræsenteret i bestyrelsen (herunder medarbejdere)”. Her angiver 35 pct., at det er vigtigt, hvilket må siges at være et relativt lavt tal, da medarbejderne netop sidder i de fleste bestyrelser på grund af krav fra aktieselskabslovgivningen. Opdelt på majoritets- og minoritetsejede virksomheder lægger minoritetsejede virksomheder signifikant større vægt på, at de vigtige stakeholders er re-

præsenteret i bestyrelsen. Og blandt ejeridentiteterne er det især andelsselskaberne der prioriterer tilstedeværelsen af stakeholders i bestyrelsen højt.

På tilsvarende vis blev der spurgt om, hvorvidt det er ”en af bestyrelsens arbejdsopgaver at øve indflydelse på den politiske proces (Folketinget, kommunalbestyrelse mv.)”. 37 pct. af respondenterne angiver, at det er en del af bestyrelsens arbejdsopgaver. Her er det især majoritetsejede virksomheder, der prioriterer denne opgave højt, mens det er andelsselskaberne der prioriterer den lavest blandt ejeridentiteterne.

Figur 4.5. I hvilken udstrækning tages der hensyn til disse grupper i bestyrelsens diskussioner?



Et er en decideret repræsentation af stakeholders i bestyrelsen, noget andet er i hvilken udstrækning, der tages hensyn til de forskellige stakeholders i bestyrelsens arbejde. Dette er søgt belyst ved direkte at spørge om ”i hvilken udstrækning der tages hensyn til følgende grupper i bestyrelsens diskussioner?”. Figur 4.5 angiver, hvor stor en andel af virksomhederne, der tager væsentligt hensyn til de 9 forskellige stakeholder-grupper.

Det fremgår af figur 4.5, at ud over majoritetsejerne er det kunderne og medarbejderne, som størstedelen af bestyrelsens diskussioner retter sig imod. For disse tre grupper tages der et væsentligt hensyn i 70-75 pct. af virksomhederne, mens dette kun gælder for 20-35 pct. for alle de øvrige stakeholder-grupper.

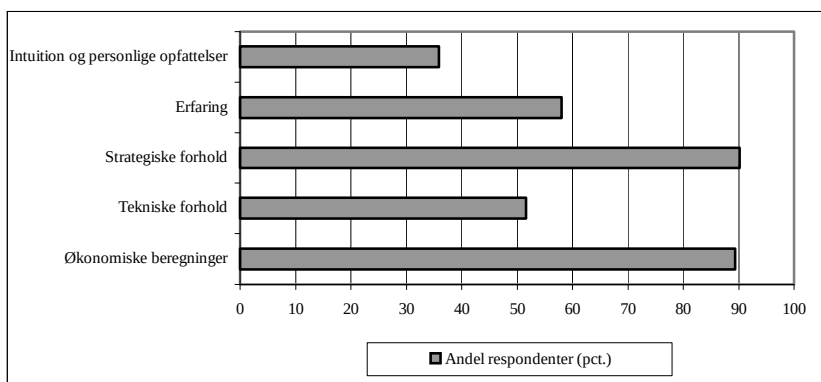
Ser man på, hvordan de majoritets- og minoritetsejede virksomheder fordeler sig, så prioriterer de minoritetsejede virksomheder kunderne, pressen og minoritetsejerne signifikant højere, mens de majoritetsejede kun prio-

riterer majoritetsejerne højere i bestyrelsens diskussioner. For ejeridentiteterne har bankerne og leverandørerne større vægt hos de finansielle investorer, mens kunder, politikere og pressen har større vægt hos andelsselskaberne.

Bestyrelsens beslutningsgrundlag og interessevaretagelsen

I undersøgelsen blev bestyrelsesformændene tillige anmodet om at tage stilling til, hvilke forhold og kriterier, de lægger til grund for større beslutninger om investeringer, opkøb, strategi og lignende. Af figur 4.6 fremgår, at ca. 90 pct. af respondenterne anfører, at økonomiske beregninger og strategiske forhold tillægges stor betydning i forbindelse med større virksomhedsbeslutninger, mens tekniske forhold og tidligere erfaringer har mindre betydning.

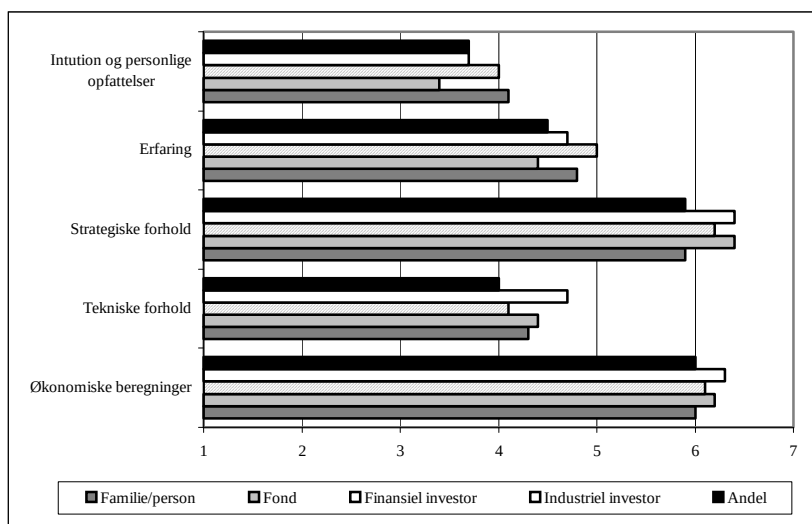
Figur 4.6. Bestyrelsens beslutningsgrundlag: Væsentlige forhold og kriterier i forbindelse med større beslutninger om investeringer, opkøb, strategi o.l.



Kun en tredjedel af bestyrelsesformændene tillægger intuition og personlige opfattelser væsentlig betydning. Ikke overraskende træffer bestyrelserne i større virksomheder (> 200 ansatte) beslutninger mere på baggrund af økonomiske beregninger og strategiske analyser, end hvad er tilfældet i mindre virksomheder (< 200 ansatte). Omvendt tillægger bestyrelsesformændene i mindre virksomheder intuition og personlige opfattelser en større betydning for beslutningsprocessen end respondenterne i de større koncerner. Bestyrelsesformænd med høj anciennitet (> 3 år) tillægger praktiske erfaringer en større betydning end formænd med lavere anciennitet i selskabet (jf. bilag 2).

Hvorvidt ejerforholdene øver indflydelse på den måde, hvorpå bestyrelserne træffer beslutninger, er ikke belyst i den teoretiske selskabsstyringslitteratur. Af figur 4.7 fremgår, at de selskaber, der ejes af en familie/enkelt-person eller er i andelsejerskab, lægger mindre vægt på strategiske forhold og analyser, end tilfældet er for andre ejerkategorier (fonde, finansiel og industriel investor). For så vidt angår de øvrige beslutningsforhold, kan der ikke påvises forskelle på tværs af ejeridentiteter. For selskaber, der henholdsvis er i majoritets- og minoritetsejerskab, kan der ikke påvises signifikante forskelle, jf bilag 2.

Figur 4.7. Bestyrelsen og selskabets beslutninger. Forskelle på tværs af ejerkategorier?

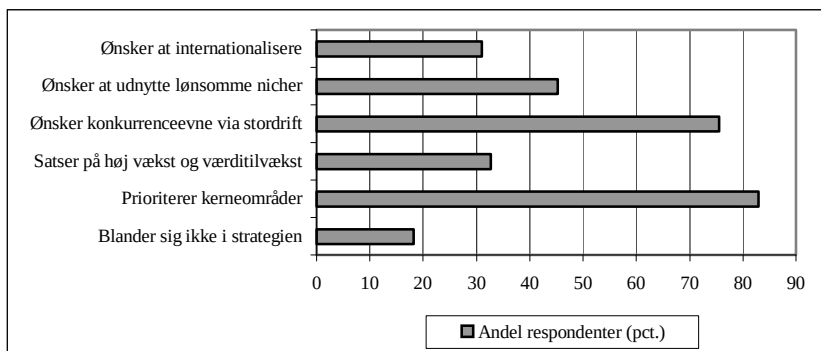


I undersøgelsen er ligeledes belyst, hvad det er for forhold, bestyrelserne lægger til grund for selskabets strategidannelse, jf. figur 4.8. Et væsentligt spørgsmål i den forbindelse er, hvorvidt bestyrelsen overhovedet blander sig i formuleringen af virksomhedens strategi. Det fremgår, at kun 18 pct. af bestyrelsesformændene svarer, at de ikke blander sig i strategien. Det kan derfor konkluderes, at langt den største andel af bestyrelserne i de største danske koncerner aktivt medvirker i strategiudformningen, og dermed ikke overlader denne opgave til direktionen alene.

Hvad er det så for en strategisk orientering, bestyrelserne anlægger i forbindelse med selskabernes interessevaretagelse? Af svarmønstret frem-

går det, at bestyrelserne især lægger vægt på, at selskaberne koncentrerer sig om deres kerneforretningsområder – en ”skomager bliv ved din læst” filosofi. Desuden foretrækker bestyrelserne, at virksomhederne søger at opnå konkurrencefordele via stordriftsfordele, mens aktivitetsspredning på forretningsområder med høj vækst og værditilvækst, samt internationalisering som et selvstændigt mål tillægges mindre betydning i strategiformuleringen.

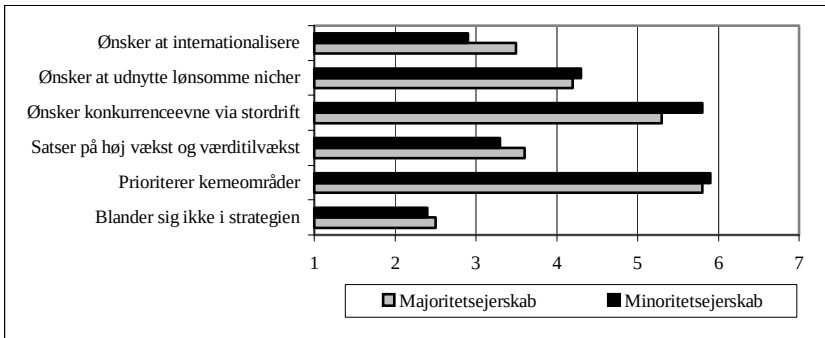
Figur 4.8. Bestyrelsen og selskabets strategi



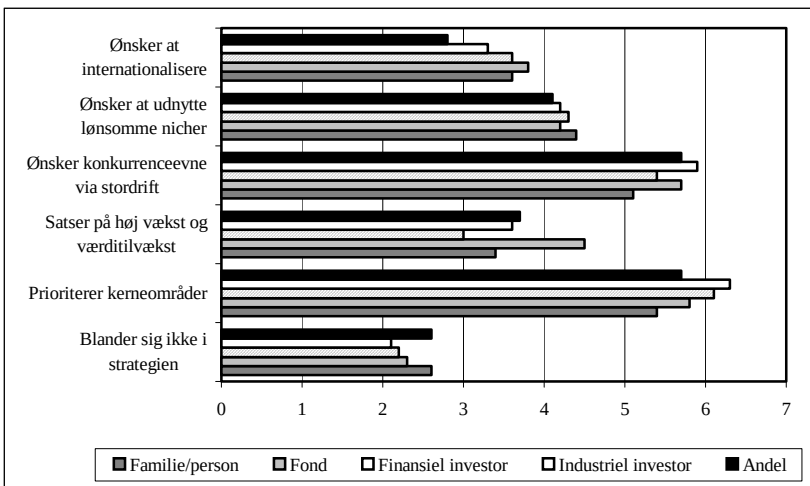
Af materialet fremgår endvidere, at bestyrelserne i de største danske selskaber (> 200 ansatte) ikke overraskende lægger større vægt på at udnytte stordriftsfordele, samt satser på internationalisering som et selvstændigt mål. I det omfang selskabernes direktion er resultataflønnet satser disse virksomheder mere på internationalisering, ligesom der er en svagere tendens til at prioritere diversifikation og mulighederne for at udnytte stordriftsfordele (jf. bilag 1).

Ejerforholdene synes at have en noget større betydning for bestyrelsens og selskabets strategiformulering end for de ovenfor behandlede beslutningsforhold. Af figur 4.9 fremgår, at selskaber med majoritets ejerskab lægger mere vægt på internationalisering, samt i mindre omfang ønsker at basere udbygningen af virksomhedens konkurrenceevne gennem stordrift end selskaber i minoritets ejerskab. Det er ligeledes interessant at konstatere, at bestyrelserne i majoritets ejerskab i ligeså høj grad som i selskaber med minoritets ejerskab blander sig i strategiformuleringen. Der kan endvidere spores signifikant forskellige svarmønstre på tværs af ejeridentiteter for følgende strategiske indsatsområder: Satsen på kerneforretningsområder, diversifikation til forretningsområder med høj værditilvækst, samt udnyttelsen af stordriftsfordelene (jf. figur 4.10).

Figur 4.9. Bestyrelsen og selskabets strategi: Majoritetsejerskab versus minoritetsejerskab



Figur 4.10. Bestyrelsen og selskabets strategi. Forskelle på tværs af ejer-kategorier?

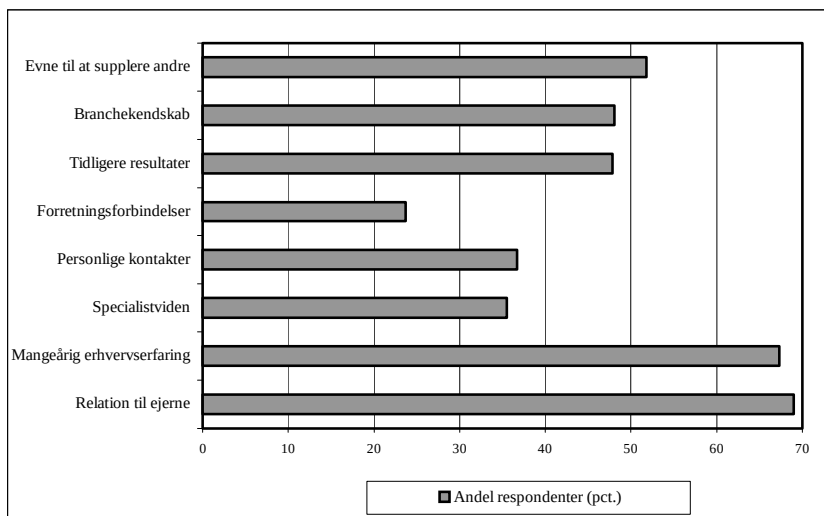


Det fremgår, at finansielle og industrielle investorer mere satser på at koncentrere sig om eksisterende kerneområder end de øvrige ejerkategorier, samt at bestyrelserne i de erhvervsdrivende fonde lægger større vægt på at sprede virksomhedernes aktiviteter til forretningsområder med høj vækst og værditilvækst. Endelig har ønsket om stordriftsfordelenes udnyttelse mindre betydning for bestyrelserne i familie/personligt ejede selskaber end de øvrige kategorier. Sidstnævnte forhold hænger givetvis sammen med, at disse selskaber også er noget mindre.

Bestyrelsens sammensætning og rekruttering

I undersøgelsen er bestyrelsesformændene blevet spurgt, ud fra hvilke kriterier bestyrelsesmedlemmene udvælges. I den forbindelse er det hyppigt blevet fremhævet, at bestyrelsesrekrutteringen i danske selskaber sker via personlige netværk, samt andre forhold, der ikke nødvendigvis bygger på det potentielle bestyrelsesmedlems kompetence og indsigt (*Mandag Morgen, Strategisk Forum*, 2001). I figur 4.11 er præsenteret otte væsentlige kriterier, som litteraturen ofte har behandlet. Kriterierne kan rubriceres under henholdsvis viden og erfaring (mangeårige erhvervserfaringer, specialistviden og branchekendskab), kontakter (personlige kontakter og forretningsforbindelser), samt øvrige forhold (relation til ejerne, tidligere resultater, samt evne til at supplere andre medlemmer).

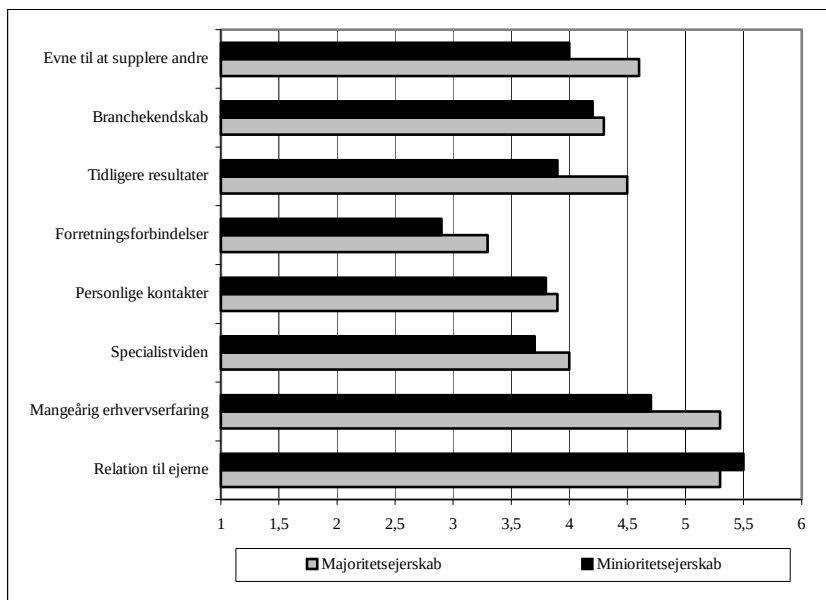
Figur 4.11. Bestyrelsens sammensætning: Udvælgelseskriterier



Der fremgår, at omkring 70 pct. af respondenterne i dansk erhvervslivs største virksomheder især tillægger relationer til ejerne, samt mangeårige erhvervserfaringer den største betydning for bestyrelsens sammensætning, hvilket er i overensstemmelse med tidligere undersøgelser (bl.a. *Mandag Morgen, Strategisk Forum*, 2001).

Forhold som bestyrelsesmednets tidligere resultater, branchekendskab og evne til at supplere andre bestyrelsesmedlemmer tillægges ligeledes en vis betydning. Derimod tillægges personlige kontakter tilsyneladende en min-

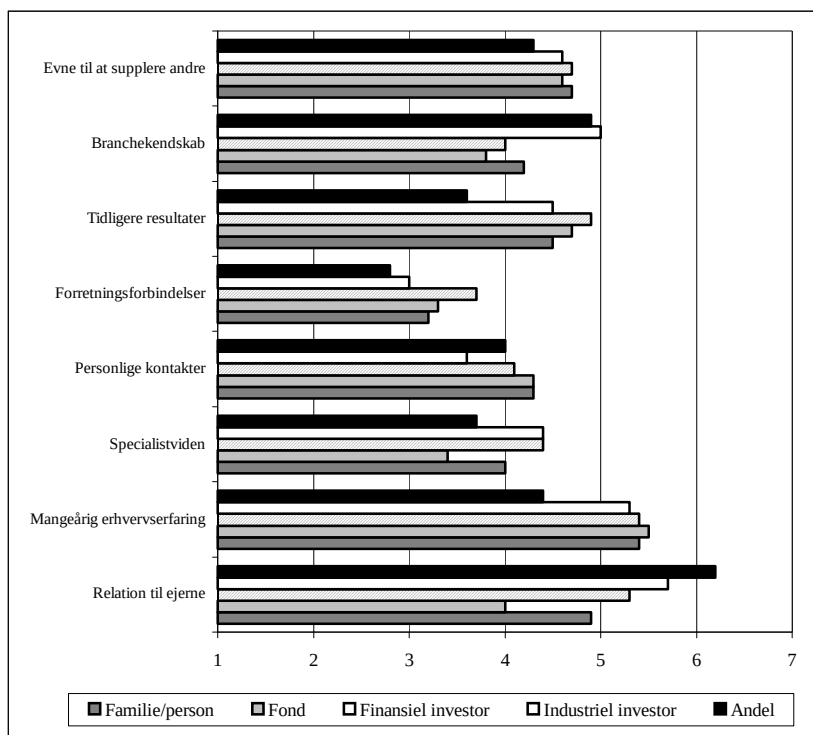
Figur 4.12. Bestyrelsens sammensætning: Majoritetsejerskab versus minoritetsejerskab



dre vægt, mens forretningsforbindelser kun for omkring 1/5 af respondenterne vejer tungt i bestyrelsesudvælgelsen. Af bilaget fremgår det, at bestyrelsesformændene i mindre selskaber ikke overraskende tillægger personlige kontakter en større rolle for udvælgelsen, mens bestyrelserne i større koncerner betoner betydningen af tidligere resultater som et væsentligt kriterium. Det er endvidere interessant at notere, at for de selskaber, hvor direktionen er resultataflønnet, tillægges næsten samtlige udvælgelseskriterier (dog ikke relationen til ejerne) en større betydning. Det kunne tyde på, at der findes en større bevidsthed om betydningen af bestyrelsens sammensætning i forhold til de selskaber, hvor ledelsesincitamenter ikke benyttes. Hvorvidt bestyrelsesformanden har høj eller lav anciennitet over tilsyneladende ingen indflydelse på udvælgelseskriteriernes betydning.

Undersøgelsen belyser desuden betydningen af ejerforholdene for bestyrelsens sammensætning og udvælgelse. Selskaber, der er i majoritetsejerskab, tillægger forhold som mangeårig erhvervs erfaring, forretningsforbindelser, tidligere opnåede resultater, samt evne til at supplere andre en større vægt end selskaber i minoritetsejerskab, jf. figur 4.13. Overraskende nok tillægges forhold som personlige kontakter og relationer til ejerne ikke

Figur 4.13. Bestyrelsens sammensætning: Forskelle på tværs af ejerkategorier



(signifikant) større betydning for de majoritetsjede i forhold til de minoritetsjede selskaber.

På tværs af ejeridentiteter kan der ligeledes spores forskelle i kriterierne for bestyrelsens udvælgelse (jf. figur 4.13). Andelsejerskabet lægger ikke overraskende vægt på relationen til ejerne (formelle valgregler vedr. andelshaverne) og branchekendskabet (typisk landbrugets primærproducenter), mens betydningen af bestyrelsesmedlemmets erhvervs erfaringer ikke tillægges den store betydning. Omvendt betoner de finansielle investorer betydningen af tidligere resultater, mens de industrielle investorer lægger vægt på branchekendskabet. Det er overraskende, at familie/personligt ejerskab, samt de erhvervsdrivende fonde tillægger relationen til ejerne en markant lavere vægt end de øvrige ejeridentiteter.

I undersøgelsen belyses tillige, hvem der øver indflydelse på valget af nye bestyrelsesmedlemmer, jf. figur 4.14. Det fremgår, at det som hovedre-

gel er ejeren (dvs. hovedaktionæren og/eller bestyrelsesformanden), mens bankforbindelsen og andre stakeholders næsten ingen indflydelse har.

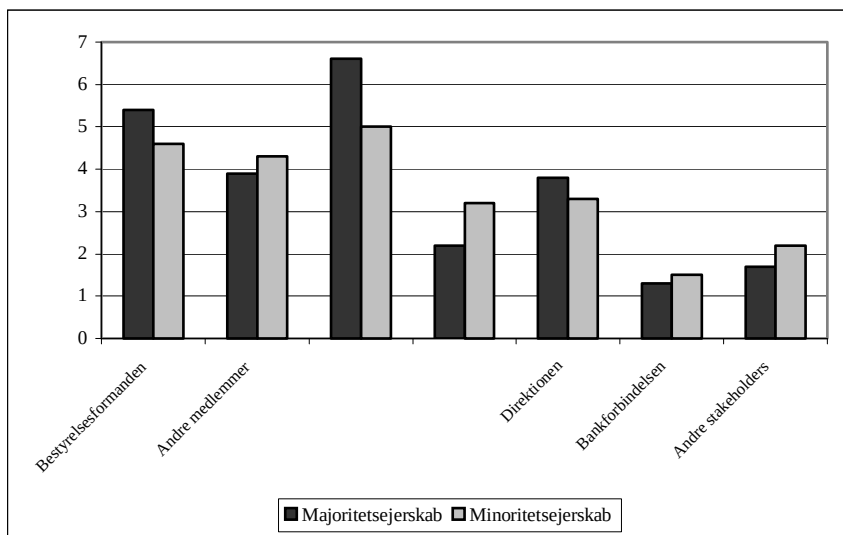
Herudover spiller også andre bestyrelsesmedlemmer og direktionen en vis rolle ved udvælgelsen. I majoritetsejede selskaber er det ikke overraskende hovedaktionæren og bestyrelsesformanden, der primært bestemmer bestyrelsessammensætningen, mens andre bestyrelsesmedlemmer, direktionen, samt øvrige stakeholders øver en større indflydelse på udvælgelsen i minoritetsejede selskaber.

I andelsejerskabet er det en spredt andelshaverkreds (minoritetsejere), der ved demokratiske valg bestemmer sammensætningen, og hverken bestyrelsesformand eller direktionen øver nogen særlig indflydelse herpå. I familie/personligt ejede selskaber fremgår det af figur 4.14b, at direktionen har en større indflydelse på udvælgelsen end de øvrige ejerkategorier, hvilket sandsynligvis hænger sammen med et personligt overlap mellem bestyrelsesformand og administrerende direktør.

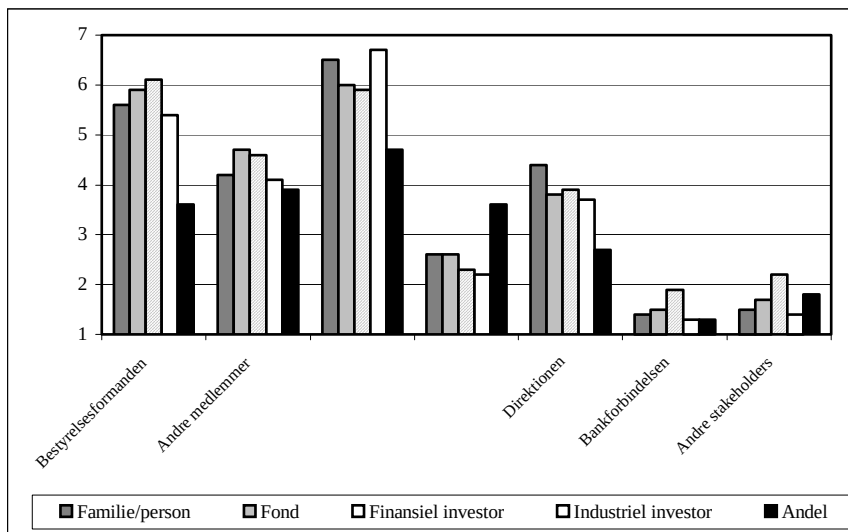
Endelig belyser spørgeskemaundersøgelsen den betydning, som forskellige typer af personlige relationer kan tænkes at udøve på bestyrelsesarbejdet. Respondenterne blev anmodet om at tage stilling til, hvorvidt henholdsvis politiske foreninger, erfaringsgrupper (VL, Rotary etc.), studiekammerater og venner har nogen betydning for bestyrelsesarbejdet. Af svarmønstret fremgår, at personlige netværk ifølge bestyrelsesformændene kun udgør en meget begrænset indflydelse på bestyrelsernes arbejde, om end forbindelser og personlige relationer i tilknytning til erfaringsgrupper har en vis betydning, idet 22 pct. af respondenterne tillægger dette forhold en vis vægt. Der kan ikke spores signifikante forskelle i betydningen af personlige netværk på tværs af ejeridentiteter (jf. bilag).

Figur 4.14. Bestyrelsessammensætning: Hvem har indflydelsen?

(a) Majoritets- vs. minoritets ejerskab



(b) Forskelle på tværs af ejerkategorier?



Arbejdets omfang

For de største danske selskaber er bestyrelsesindsatsen af et betydeligt omfang, jf. bilag 1. Af spørgeskemaundersøgelsen fremgår det, at der i gennemsnit afholdes 7-8 møder årligt, hvor hvert møde i gennemsnit er af ca. 4 timers varighed. Bestyrelsesformændene angiver, at de i gennemsnit bruger ca. 13-14 timer til forberedelse af et møde. Der er endvidere en stor spredning i den praksis og adfærd, bestyrelserne i de 1.000 største danske virksomheder har. I gennemsnit afholdes betydeligt flere møder i selskaber med minoritetsejerskab end i selskaber med majoritetsejerskab, ligesom andels-ejede selskaber næsten afholder dobbelt så mange bestyrelsesmøder som de øvrige ejeridentiteter. Mødevarigheden samt tidsanvendelse til mødeforberedelse varierer ikke på tværs af ejerkategorier.

Konklusioner

Resultaterne kan opsummeres således:

Bestyrelsesformændene i de adspurgte virksomheder ser deres primære opgave i at varetage shareholder- og selskabsinteresser. Dog har varetagelsen af stakeholder interesser også en væsentlig betydning for godt halvdelen af respondenterne. Bestyrelserne ser ligeledes deres rolle som værende en aktiv sparringspartner i forbindelse med formuleringen af virksomhedens strategiske udvikling, dvs. at disse ikke kun ønsker at opfylde den traditionelle kontrol- og overvågningsfunktion.

Bestyrelserne lægger afgørende vægt på indtjeningen som målsætning for virksomheden (ejerinteressen). Målsætninger i forhold til selskabets øvrige stakeholders (tilfredse kunder og medarbejdere) tillægges tillige en bemærkelsesværdig høj betydning.

Bestyrelserne træffer overordnede og vidtrækkende beslutninger på grundlag af økonomiske og strategiske analyser af virksomhedens forhold, mens erfaringer, personlig intuition og tekniske forhold spiller en langt mindre rolle. Deres væsentlige strategiske indsatsområder er koncentration af virksomhedens kerneforretningsområder, samt udvikling af konkurrenceevnen via udnyttelse af stordrift.

Bestyrelserne sammensættes med udgangspunkt i tilknytningen til ejerne, samt på grundlag af erhvervs erfaringer. Andre forhold spiller tillige en rolle, om end det er bemærkelsesværdigt, at forretningsforbindelser og personlige relationer tilsyneladende ikke har den store betydning, hverken for bestyrelsessammensætningen eller bestyrelsesarbejdet i almindelighed. Det er primært ejerne, der udvælger bestyrelserne, mens øvrige stakeholders synes at have en begrænset indflydelse.

For så vidt angår ejerforholdenes indflydelse på bestyrelsens opgaver og målsætninger, beslutningsgrundlag og strategiske orientering, samt bestyrelsessammensætningen og rekrutteringen kan det konkluderes, at der er et stort sammenfald i betydningen og prioriteringen af bestyrelsesopgaverne på tværs af ejerkategorier. Som en væsentlig undtagelse for dette mønster er, at de minoritetsjede selskaber er mere aktive med hensyn til at foreslå og udvikle virksomhedens strategi.

Der er forskelle på de målsætninger, som forskellige ejere opstiller for bestyrelsens arbejde. Majoritetsjede selskaber prioriterer ikke overraskende indtjeningen og aktiekursens udvikling højere, mens minoritetsjede virksomheder lægger større vægt på tilfredse kunder og medarbejdere, samt lavere omkostninger. Men der er et næsten fuldstændigt sammenfald i de kriterier og den måde, hvorpå bestyrelserne træffer vidtrækkende beslutninger i henholdsvis de majoritets- og minoritetsjede selskaber. Dette gælder ligeledes for de enkelte ejerkategorier, dog med den undtagelse, at andelsselskaber og familie/personligt ejede selskaber i mindre grad prioriterer undersøgelsen af strategiske virksomhedsforhold.

For de forskellige ejerkategorier er der betydelige forskelle i den strategiske orientering, bestyrelserne lægger til grund for arbejdet. Internationalisering prioriteres højere i majoritetsjede virksomheder end selskaber, der er minoritetsjede. Andelsselskaber og familie/personligt ejede virksomheder prioriterer overraskende nok kerneforretningsområderne lavere end fonde, finansielle og industrielle investorer, mens de erhvervsdrivende fonde især er optaget af at opnå høj vækst og værditilvækst.

Der er ikke overraskende væsentlige forskelle i den måde, de forskellige ejerkategorier vælger og sammensætter bestyrelserne på. Andelsejerskabet afviger mest under hensynstagen til disses formelle valgeregler, men der kan også spores forskelle på tværs af de øvrige kategorier. Det er overraskende, at de majoritetsjede selskaber tillægger relationen til ejeren en mindre vægt end de minoritetsjede. Finansielle og industrielle ejere udvælger bestyrelserne mere ud fra professionelle kriterier i modsætning til forhold som personlige relationer mv.

Kapitel 5

Ejerskab, bestyrelsesstruktur og værdiskabelse

Indledning

I dette kapitel vil bestyrelsesarbejdets og ejerskabets betydning for virksomhedens værdiskabelse (performance) blive belyst. Baggrunden er et ønske om at afdække, hvorvidt visse typer selskabsstyring fungerer bedre end andre, idet resultatet af virksomhedens aktiviteter – den værdi, som skabes – måles ved forskellige ”performance-mål”.

Analysen vil dels basere sig på subjektive performance-mål, som er baseret på den spørgeskemaundersøgelse, der blev præsenteret i kapitel 4. Dels anvendes mere regnskabsmæssige performance-mål, som er indhentet fra regnskabsdatabasen CD-Direct, for de selskaber, der indgår i spørgeskemapopulationen og fra det internationale datasæt (baseret på Worldscope databasen), der blev anvendt i kapitel 2.

Måling af virksomheders værdiskabelse (performance) er et kontroversielt emne. Skal den opgøres som virksomhedens indtjening, eller skal den værdi, der tilføres medarbejderne og andre stakeholders også medtages? Og hvilken målestok skal man bruge? Skal indtjening måles regnskabsmæssigt, som et afkast på den investerede kapital eller som et aktieafkast (ud fra bevægelser i aktiekursen)? Skal der tages højde for, at virksomheden beslaglægger ressourcer, der også kunne være anvendt til alternative formål? Og hvordan fastlægger man så disse ”alternativomkostninger”? Grundlæggende handler diskussionen om, hvorvidt og hvordan traditionelle finansielle indikatorer (som overskud og egenkapitalens forrentning) skal suppleres med andre relevante indikatorer (som vækst og tilfredshed blandt kunder, medarbejdere, social ansvarlighed, miljøpåvirkning m.m.). I det følgende vil vi søge at inddrage såvel de traditionelle finansielle indikatorer som de mere stakeholder-orienterede performance-mål.

Det er ikke bare målestokken for måling af performance, der er kontroversiel, men også målemetoden. Her er spørgsmålet, om man skal måle performance gennem regnskabsdata eller mere subjektive bedømmelser fra nøglepersoner i organisationen. De regnskabsmæssige performance-mål hævdes at være tilbageskuende i den forstand, at de afspejler tidligere resultater og ikke det aktuelle præstationsniveau, ligesom de er snævre, da de kun afspejler de faktorer, som kvantificeres i regnskabet. Styrken ved de regnskabsmæssige performance-mål er, at de er underkastet uafhængig,

ekstern kontrol (revision), baseret på veletablerede professionelle standarder. De undgår derfor noget af den usikkerhed og risiko for efterrationalisering, som mere subjektive performance-mål potentielt indeholder. Med subjektive performance-mål er det på den anden side muligt at indfange brede og mere fremadrettede målsætninger end ved regnskabsmæssige performance-målinger, altså aktiviteter, som endnu ikke afspejles i overskud eller andre former for værdiskabelse. Her vil vi anvende såvel regnskabsmæssige som subjektive performance-mål, da disse i vid udstrækning komplementerer hinanden.

Et sidste væsentligt spørgsmål ved performance-måling er, hvordan man isolerer effekten af enkelte variable som bestyrelsesstruktur og ejerforhold, da virksomhedernes performance også er påvirket af mange andre variable, herunder eksterne forhold, som er uden for virksomhedens kontrol. Man vil f.eks. forvente, at virksomhedens performance varierer med eksterne forhold som branche og konkurrenceniveau. Et acceptabelt performance-niveau for en lille virksomhed i en hård international konkurrence er måske uacceptabelt for en stor virksomhed i et mere oligopolistisk marked. Derfor vil der i de følgende analyser blive kontrolleret for både virksomhedsstørrelse (antal ansatte) og branche for at korrigere for de eksterne forholds indflydelse på virksomhedens performance.

Bestyrelsens betydning

Et indledende centralt spørgsmål i denne sammenhæng er, hvorvidt bestyrelsesarbejdet overhovedet har nogen betydning for virksomhedens performance. Gør bestyrelsesarbejdet en forskel for selskabets udvikling? Eller er det snarere i direktionen eller ejerkredsen, at de centrale strategiske beslutninger træffes? Bestyrelsesarbejdets performance er således et udtryk for, hvor stor indflydelse bestyrelsen har på de centrale beslutninger, der træffes i virksomheden omkring selskabets udvikling.

Bestyrelsesformanden fungerer ofte som bindeled mellem ejerne, direktionen og den øvrige bestyrelse, hvorfor bestyrelsesformanden er i den bedste position til at bedømme bestyrelsens specifikke indflydelse på de beslutninger, der træffes i virksomheden. I spørgeskemaundersøgelsen (der er redegjort nærmere for population og indsamlingsmetode i kapitel 4) er bestyrelsesformændene blevet bedt om at vurdere bestyrelsesarbejdets indflydelse på selskabets udvikling på en skala fra 1 (= ingen betydning) til 7 (= stor betydning). Det er således et subjektivt mål, baseret på bestyrelsesformandens generelle vurdering af bestyrelsens gennemslagskraft i organisationen. På skalaen fra 1-7 var den gennemsnitlige værdi 5,3 for hele popula-

tionen af 240 virksomheder, hvilket er klart over skalaens median på værdien 4. Dette dækker dog over en vis spredning, hvor bestyrelsesarbejdet har ringe betydning i 22 virksomheder (9 pct.) og moderat betydning i 33 virksomheder (14 pct.).

I tabel 5.1 er angivet bestyrelsesarbejdets performance (=indflydelse) for henholdsvis majoritets- og minoritetsejede virksomheder. Det fremgår af tabellen, at bestyrelsesarbejdet vurderes at have signifikant større betydning for selskabets udvikling i de minoritetsejede virksomheder (5,6) end i de majoritetsejede virksomheder (5,0). Dette indikerer, at minoritetsejere efterlader større råderum til bestyrelsen end majoritetsejere, hvorfor bestyrelsesarbejdet i en vis udstrækning fungerer som substitut for majoritetsejernes mere direkte indflydelse på selskabets udvikling.

Tabel 5.1. Variansanalyse (ANOVA) af bestyrelsens indflydelse for virksomheder med majoritets- og minoritetsejerskab (kontrolleret for virksomhedsstørrelse og branche).

	Majoritets- ejerskab	Minoritets- ejerskab	F-værdi
Hvordan vil De samlet set vurdere bestyrelsesarbejdets indflydelse på selskabets udvikling?*	5,0	5,6	10,54***

* 1 = ingen og 7 = stor betydning.

*** Signifikansniveau: 1 pct..

Ses der på bestyrelsesarbejdets performance for de forskellige ejerkategorier, så er bestyrelsens indflydelse signifikant højere for andelsejede (5,7) og finansielt ejede selskaber (5,5) end for familie/personligt ejede selskaber (4,8). Dette tyder således på, at bestyrelsen får noget mindre spillerum i virksomheder, hvor den største ejer er en familie eller person. Dette ligger i forlængelse af agentteoriens hypotese om, at bestyrelsens rationale er at varetage ejernes interesser, når de ikke selv leder virksomheden (kontrollfunktionen). Hvor der er sammenfald mellem ejerskab og ledelse, bortfalder denne funktion, og bestyrelsesarbejdet får derfor mindre betydning. Når bestyrelsesarbejdet alligevel tillægges en relativt stor betydning selv i majoritetsejede selskaber, kan det skyldes, at også andre funktioner end kontrollrollen – såsom bestyrelsens konsulent- og kontaktfunktioner – har væsentlig betydning. Konkluderende må man sige, at bestyrelsens indflydelse ligger i et samspil med direktion og ejerkreds, og ikke mindst det faktum, at det er ejerkredsen, der delegerer kompetence til bestyrelsen, betyder, at visse former for ejerskab efterlader større råderum til bestyrelsesarbejdet.

Spredte ejerinteresser giver bestyrelsen et større ansvar for selskabets udvikling.

Bestyrelsesstruktur og værdiskabelse

Vi har også gennemført en indledende undersøgelse af sammenhængen mellem bestyrelsesstruktur og værdiskabelse, idet vi som mål for bestyrelsesstrukturen har anvendt de to mål, der blev brugt i den internationale sammenligning i kapitel 2:

- *Overlap*: Hvorvidt vi kan registrere, at medlemmer af selskabets bestyrelse sidder i bestyrelse eller direktion i andre af databasens selskaber (Ja, overlap = 1. Nej, overlap = 0).
- *Sammenfald*: Hvorvidt vi kan registrere personsammenfald mellem bestyrelse og direktion i selskabet og bestyrelse/direktion i andre selskaber (Ja, sammenfald = 1. Nej, sammenfald = 0).

Vi har sammenholdt disse bestyrelsesvariable med to performance-mål: aktivernes afkastningsgrad (et regnskabsmæssigt indtjeningsmål) og væksten i virksomhedens omsætning, idet indtjeningen er direkte relateret til ejerinteresser, mens vækst i omsætningen også er relateret til andre stakeholderinteresser, eksempelvis tryghed i beskæftigelsen, kreditorsikkerhed, efterspørgsel efter virksomhedens produkter (kundetilfredshed) mv. Analysen korregerer for branche- og størrelseseffekter.

Tabel 5.2. Variansanalyse (ANOVA) af bestyrelsesstrukturens indflydelse på kapitalafkast og salgsvækst i danske virksomheder (korrigeret for branche- og størrelseseffekter) 1997

	Aktivernes afkastningsgrad pct.	Vækst i omsætning pct.
Gennemsnit for alle virksomheder	5,9	20,0
Effekt af overlappende bestyrelsesmedlemmer (dummyvariabel, 1=overlap, 0= ikke overlap)	0,43	-0,89
Effekt af personsammenfald i bestyrelse/direktion (1 = personsammenfald, 0 = ikke personsammenfald)	0,35	-0,66

Note: De estimerede effekter er ikke statistisk signifikante (på 5 pct. eller 10 pct. signifikansniveau).

Det fremgår, at ingen af de estimerede effekter er signifikante. Overlap med andre virksomheders bestyrelse eller direktion har en svagt positiv indfly-

delse på virksomhedernes afkast og en tilsvarende svagt negativ indflydelse på deres vækst. Tilsvarende synes personsammenfald mellem virksomhedens bestyrelse og direktion at have en svagt positiv indflydelse på afkastet og negativ indflydelse på væksten. Men sammenhængene er klart insignifikante. Der synes altså ikke at være tegn på en uhensigtsmæssig bestyrelses-sammensætning i danske virksomheder.

Ejerskab og værdiskabelse

Ejerskabet kan også have betydning for virksomhedens værdiskabelse, dels gennem bestyrelsen, dels gennem andre mekanismer (ejerledelse, aktivt ejerskab, kapitaltilførsel mv.).

Tabel 5.3. Variansanalyse af subjektive og regnskabsmæssige performance-mål for majoritets- og minoritetsejede selskaber (kontrolleret for virksomhedsstørrelse og branche)

	Majoritets- ejerskab	Minoritets- ejerskab	F-værdi
Hvordan er Deres aktuelle vurdering af virksomhedens økonomi?*			
- Generelt	4,9	5,7	5,97**
- I forhold til budget/forventning	5,2	5,8	3,89**
- I forhold til markedssituationen	5,6	5,8	0,87
Økonomiske nøgletal			
- Overskudsgrad	7,7	6,17	1,04
- Egenkapitalens forrentning	17,8	12,1	0,41
- Vækst i omsætning	10,0	6,2	0,01

* 1 = utilfredsstillende; 7 = tilfredsstillende.

** Signifikansniveau: 5 pct..

Denne analyse baserer sig både på subjektive og regnskabsmæssige performance-mål for virksomheden. De subjektive performance-mål er indhentet ved i spørgeskemaundersøgelsen at spørge til en vurdering af virksomhedens aktuelle økonomi på tre dimensioner: den generelle økonomi, økonomi i forhold til budget/forventning og økonomi i forhold til markedssituationen. De regnskabsmæssige performance-mål er indsamlet fra regnskabsdatabasen CD-Direct, hvor der for alle de virksomheder, der indgår i spørgeskemaundersøgelsen, er hentet økonomiske nøgletal for året 2000 (senest tilgængelige regnskabsår). I analyserne bruges de tre nøgletal: overskudsgrad (= overskud/omsætning*100), egenkapitalens forrentning (= over-

skud/egenkapital*100) og vækst (pct.-stigning i omsætning fra 1999 til 2000).

Virksomhedernes subjektive og regnskabsmæssige performance-mål er angivet i tabel 5.3 for henholdsvis majoritets- og minoritetsejede selskaber. Her fremgår det, at mens der ingen signifikant forskel er i de regnskabsmæssige performance-mål for de to former for ejerskab, så vurderes to af de subjektive performance-mål noget højere for minoritetsejede virksomheder. Det er i vurderingen af virksomhedens generelle økonomi og set i forhold til budget/forventning, at minoritetsejede virksomheder ligger signifikant højere end majoritetsejede.

Tabel 5.4. Variansanalyse af subjektive og regnskabsmæssige performance-mål for forskellige ejerkategorier (kontrolleret for virksomhedsstørrelse og branche)

	Ejerkategori					F-værdi
	Familie/ person	Fond	Finan- siel investor	Indu- striel investor	Andel	
Hvordan er Deres aktuelle vurdering af virksomhedens økonomi?*						
- Generelt	5,1 (A,B)	5,0 (A,B)	4,7 (B)	5,2 (A,B)	5,7 (A)	0,89
- I forhold til budget/ forventning	5,3 (A,B)	4,9 (B)	5,1 (A,B)	5,1 (A,B)	5,9 (A)	0,82
- I forhold til markeds- situationen	5,8 (A)	5,7 (A)	5,4 (A)	5,5 (A)	5,8 (A)	1,09
Økonomiske nøgletal						
- Overskudsgrad	4,6 (C)	7,0 (A,B)	5,3 (B, C)	7,5 (A)	3,9 (C)	1,23
- Egenkapitalens forrentning	8,8 (A)	11,9 (A)	11,0 (A)	17,5 (A)	18,4 (A)	0,85
- Vækst i omsætning	102 (A)	4,9 (A)	3,9 (A)	8,0 (A)	11,3 (A)	0,34

* 1 = utilfredsstillende; 7 = tilfredsstillende.

Der tegner sig således et billede, hvor bestyrelsen subjektivt vurderer, at økonomien er bedre i minoritetsejede selskaber, hvor de også vurderer, at deres indflydelse var størst, mens dette ikke afspejler sig i de regnskabsmæssige performance-mål. Ifølge de regnskabsmæssige performance-mål

har ejerskabet meget begrænset betydning for virksomhedens overordnede performance. Dette bekræftes ligeledes, når vi går dybere ned og ser på de enkelte ejerkategorier (tabel 5.4). Det fremgår af tabel 5.4, at der ikke er signifikante forskelle i hverken de subjektive eller regnskabsmæssige performance-mål mellem ejerkategoriene.

Den overordnede konklusion er således, at ejerskabet i sig selv har forholdsvis begrænset indflydelse på virksomhedernes performance, al den stund, at der blev konstateret meget lidt variation i virksomhedernes performance for selskaber med forskellige former for ejerskab. De eneste forskelle, der kunne konstateres, var signifikant bedre vurderinger af den subjektive performance for minoritetsjede selskaber, men da bestyrelsesformændene også vurderede, at deres indflydelse var særlig stor i netop disse virksomheder, må dette resultat nok vurderes med en vis varsomhed. Den bedre performance blandt minoritetsjede selskaber kan ikke bekræftes af de regnskabsmæssige performance-mål, hvor de majoritetsjede selskaber tværtimod ligger med højere værdier end de minoritetsjede (dog ikke signifikant højere). Det, som står tilbage, er derfor, at der ikke kunne konstateres nogen nævneværdig effekt af ejerskabet på virksomhedens overordnede performance.

Konklusion

De centrale strategiske beslutninger i virksomheden træffes i et samspil mellem de tre instanser: ejerkreds, bestyrelse og direktion. Ejerkredsen delegerer ansvar og kompetence til bestyrelsen, som igen delegerer ansvar og kompetence til direktionen. Dette betyder, at bestyrelsens indflydelse og råderum i virksomheden afhænger af ejerskabet. Visse typer ejerskab giver mere råderum til bestyrelsen end andre. Bestyrelsens indflydelse og spille- rum er noget større i virksomheder med spredt ejerskab end i virksomheder med en majoritetsaktionær (især hvis denne er en familie eller person), der synes at sætte sine interesse mere direkte igennem overfor direktionen. Dette betyder at en majoritetsaktionær typisk selv vil overvåge de centrale beslutninger i virksomheden, mens det tomrum, som en spredt ejerkreds måtte efterlade, typisk vil blive udfyldt af en aktiv bestyrelse.

Der er i den udenlandske litteratur ikke fundet nogen systematisk effekt af bestyrelsesstruktur på virksomhedernes performance, måske med undtagelse af en negativ effekt af bestyrelsesstørrelsen. Men i en indledende undersøgelse af bestyrelsessammensætningen i Danmark og en række andre lande har vi fundet tegn på, at bestyrelsesforbindelser mellem virksomheder hæmmer danske virksomheders værdiskabelse, mens personsammenfald

mellem bestyrelse og direktion synes at styrke danske virksomheders performance. Det er dog tvivlsomt, om de observerede sammenhænge kan opfattes som et kausalitetsforhold, der kan bruges som grundlag for ændringer i erhvervslivets praksis eller for politiske indgreb, navnlig da bestyrelses-sammensætningen i sig selv afhænger af ejerforholdene og kan påvirkes af virksomhedernes performance.

Ejerskabet viste sig at have meget lidt betydning for virksomhedens overordnede performance. Det gælder både sondringen mellem majoritets- og minoritets ejerskab og sondringen mellem de forskellige ejerkategorier. Den begrænsede variation gælder også, uanset om man ser på subjektive performance-mål (indsamlet ved spørgeskemaundersøgelsen) eller regnskabsmæssige performance-mål (indsamlet fra regnskabsdata). De eneste forskelle i performance, der kunne konstateres, var signifikant bedre vurderinger af den subjektive performance for minoritetsjede selskaber, men da man ikke kan genfinde dette resultat for de regnskabsmæssige performance-mål, må resultatet nok vurderes med varsomhed. Det, som står tilbage, er derfor, at der ikke kunne konstateres nogen nævneværdig effekt af ejerskabet på virksomhedens overordnede performance, hvilket også er i overensstemmelse med store dele af teorien inden for corporate governance (se kapitel 1).

Kapitel 6

Konklusioner og perspektiver

Indledning

I det foregående har vi analyseret selskabsstyringen i dansk erhvervsliv med fokus på ejerskab og bestyrelse.

Selskabsstyring drejer sig om at fastlægge de bedst mulige institutionelle rammer for ledelsen af erhvervslivets virksomheder. Selskabsstyring skal dermed medvirke til at udforme de spilleregler (bl.a. ansvar og kompetence) og incitamenter, der sikrer, at virksomhedsledelsen forvalter sin magt og indflydelse bedst muligt. Dels drives virksomhederne formelt og i høj grad også reelt af ejerinteresser i blandt andet indtjening og selvbestemmelse. Dels har den professionelle ledelse egne interesser i kontinuitet og vækst. Også virksomhedens umiddelbare stakeholdere som medarbejdere, kunder og leverandører har økonomiske interesser i f.eks. beskæftigelse og prisniveau. Endelig findes der samfundsøkonomiske interesser, der prioriterer hensynet til konkurrence, dynamisk strukturudvikling, valutaindtjeningen, miljøet og arbejdstagerne højt. Ud fra en samfundsmæssig synsvinkel er det vigtigt at finde den rette balance i interesserne, således at virksomhedernes værdiskabelse maksimeres på længere sigt.

Teori

Både den teoretiske og empiriske forskning viser klart, at der ikke er nogen universel løsning på corporate governance problemet. Dette betyder, at selskabsstyringen må tilpasses den enkelte virksomheds vilkår, og at lovgivningens rolle på dette område er at sikre kontraktfriheden. Ejerledede virksomheder kan sameksistere med spredt ejede aktieselskaber, tostrengede bestyrelser kan sameksistere med enstrengede og så fremdeles. Det afgørende synes at være, at der er en passende overensstemmelse mellem en virksomheds vilkår og selskabsstyringen. Derimod er der grund til skepsis over for universalløsninger, der i detaljer søger at bestemme de enkelte virksomheders styring. Ligesom virksomhedernes organisering også på andre områder overlades til erhvervslivet selv.

Som udgangspunkt betragtes det private initiativ i ejerledede virksomheder som en naturlig løsning på governance problemet i alle markedsøkonomier, men denne løsning lader sig ikke altid realisere. På grund af problemer med kapitalfremskaffelse, generationsskifte, investeringslyst, øko-

nomiske relationer til andre virksomheder eller eksterne effekter kan andre løsninger være mere fordelagtige – afhængigt af problemernes omfang og karakter.

Mens bestyrelsens rolle i den ejerledede virksomhed kan være forholdsvis marginal, opstår der i ejerformer med adskillelse af ledelse og ejerskab et væsentligt agentproblem, som det er bestyrelsens opgave at løse. Ledelsen handler ikke på egne vegne, men som varetager af ejernes interesser. Jo svagere ejerskabet er, desto vigtigere bliver denne opgave, og jo større behov er der for en klar adskillelse mellem ledelse og bestyrelse. Hvor hverken ejerskab eller bestyrelse løser agentproblemet tilfredsstillende, får andre løsninger øget betydning – pres fra banken, konkurrencen med andre virksomheder, udsigten til formuegevinster gennem optionsprogrammer mv.

Til virksomhedens vilkår hører også lovgivning og kultur, der begge medvirker til at forme selskabsstyringen – både direkte i form af selskabsret, kotumer mv. og indirekte ved at afgrænse virksomhedens naturlige arbejdsområder og relationer til det omgivende samfund. Der er således store forskelle på selskabsstyringen i forskellige lande og derfor også store forskelle på, hvad man kan betegne som ”god selskabsstyring” – eksempelvis hvad angår relationer til virksomhedens stakeholdere.

Det internationale perspektiv

Internationalt set er der store forskelle i den måde, hvorpå selskabsstyringen indrettes. Den efterhånden meget omfattende litteratur om Corporate Governance har givet anledning til en lang række kategoriseringer, der for eksempel dækker over markeds- og bankbaserede systemer, shareholder- og stakeholderorienterede systemer, forskellige retstraditioner mv. Imidlertid er forskellene på tværs af landene så store, at denne slags inddelinger forekommer ufrugtbare. Eksempelvis kan den danske selskabsstyring hverken karakteriseres som bank- eller aktiemarkedsbaseret. Der er snarere tale om blandede selskabsstyringsmodeller, der i øvrigt – som i andre lande – forandrer sig over tid.

”Den danske model” for selskabsstyring er karakteriseret ved en forholdsvis høj grad af familieejerskab, dvs. eksistensen af en stor andel af majoritetsejede selskaber. Dette er til forskel fra styringsmodeller baseret på spredt ejerskab som i USA og Storbritannien eller med et væsentligt element af krydsejerskab (Japan), bankejerskab (f.eks. Tyskland) eller offentligt ejerskab (f.eks. Frankrig og Italien). En væsentlig årsag til de særlige kendetegn i den danske model er givetvis, at den danske erhvervsstruktur er

præget af mindre og mellemstore virksomheder, således at selv de største koncerner i international sammenligning er relativt små. Andelsejerskab er tillige erhvervsstrukturelt betinget af de mange landbrugs- og fødevarerrelaterede virksomheder i Danmark.

Den decentrale virksomhedsstruktur er i sig selv et væsentligt kendetegn ved dansk erhvervsliv, som indebærer en tilsvarende ringe koncentration af økonomisk magt. Dette til forskel fra vilkårene i de øvrige nordiske lande, hvor udviklingen i enkelte store selskaber som Statoil, Electrolux eller Nokia har en væsentlig større samfundsøkonomisk betydning, og hvor direktionen i disse virksomheder følgelig også må antages at have større politisk indflydelse.

”Den danske model” er endvidere karakteriseret ved et tostrengt ledelsessystem, hvor der i modsætning til det enstrengede system er adskillelse mellem direktion og bestyrelse. Bestyrelsen ansætter direktionen, der varetager den daglige ledelse, og der kan ligeledes være medarbejderrepræsentation i bestyrelserne. I den enstrengede model, som for eksempel findes i USA og Storbritannien, eksisterer der kun en formel ledelse, der består af interne medlemmer (executive directors – direktionen) og eksterne medlemmer.

Blandt andet på grund af danske virksomheders begrænsede størrelse er de danske selskabers bestyrelser forholdsvis små sammenlignet med andre lande, hvor bestyrelserne typisk består af 8-13 medlemmer. Blandt dansk erhvervslivs største selskaber er det gennemsnitlige antal bestyrelsesmedlemmer for fremstillingsvirksomheder ca. 7, mens det for finansielle selskaber er omkring 9. Skelnes der mellem forskellige bestyrelsesroller, synes de relativt små bestyrelser at understrege kontrolfunktionen.

Ejerkategorier med stærke ejere, som for eksempel i udenlandsk og personligt/familieejede selskaber, har typisk mindre bestyrelser, mens andels-selskaber og spredt ejede virksomheder har noget større bestyrelser.

Som følge af det tostrengede system er danske bestyrelser forholdsvis uafhængige, hvilket yderligere styrker ejernes stilling i forhold til den professionelle ledelse. Tilbøjeligheden til personsammenfald mellem fremtrædende medlemmer af bestyrelse og direktion er således mindre end i andre europæiske lande. Dog er skellet mellem bestyrelse og direktion mindre skarpt end i Tyskland, idet direktører også kan være medlemmer af danske bestyrelser.

De medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer kan opfattes som udtryk for en højere prioritering af (visse) stakeholderinteresser end i andre lande. Også på dette punkt er det tyske system – med op til halvdelen af bestyrel-

sen som medarbejderrepræsentanter – dog mere vidtgående end det danske. Hvad angår personsammenfald mellem virksomhedsbestyrelser, ligger Danmark tilsyneladende på linje med andre europæiske lande, men noget under niveauet i USA/UK. I sammenligning med andre europæiske lande er den danske model således ikke udpræget netværksbaseret, hvad angår krydsejerskab mellem virksomheder eller bestyrelsesforbindelser.

Skal man sammenfattende karakterisere den danske model synes den hverken at være markeds- eller bankbaseret eller at bygge på ejerskabsnetværk mellem virksomheder i form af krydsejerskab. Derimod er der i den danske model et væsentligt større element af familie- og andelsejerskab end i andre europæiske lande, hvilket som nævnt kan henføres til erhvervsstrukturen. En forsøgsvis karakteristik af den danske model kan måske være ”personlig stakeholder-kapitalisme”.

Bestyrelsesforhold

En nærmere analyse af bestyrelsesstruktur i de største danske firmaer understreger, at danske bestyrelser er overraskende små med en gennemsnitlig størrelse på kun godt 5 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer. Ejer kategorier med stærke ejere, såsom udenlandsk og familieejede selskaber, har typisk mindre bestyrelser, som ofte inkluderer den administrerende direktør. Derimod har andels- og statsejede virksomheder større bestyrelser med flere medlemmer, der ikke er så tæt knyttet til den daglige ledelse.

Dette bekræfter den indledende diskussion om bestyrelsens forskellige roller, hvor bestyrelsen tydeligvis spiller en anden rolle i de ejerstyrede selskaber end i mere stakeholder-orienterede selskaber (andels- og statsejede selskaber). De ejerstyrede selskaber har typisk små bestyrelser, der omfatter ejerne på den ene side (principalen) og den daglige ledelse på den anden side (agenten). Dette kan enten skyldes, at dette er en god ramme for ejernes kontrol og tilsyn med direktionen (kontrolrollen), eller at bestyrelsens betydning er mindre i personligt ejede virksomheder, hvor ejerne selv kan varetage deres interesser. Omvendt inddrager de stakeholder-orienterede selskaber i den modsatte ende af spektret en bredere ekspertise (uden for den daglige ledelse), hvorfor konsulent- og kontaktrollen synes at have større betydning i disse selskaber.

Endvidere er adskillelsen mellem bestyrelse og direktion langt fra fuldstændig. Den administrerende direktør sidder med ved bordet i mere end en tredjedel af bestyrelserne. Også eksistensen af (direktionsansatte) medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer medvirker til at opbløde skellet.

Endeligt er overlappende bestyrelser et mindre udbredt fænomen end forventet, på baggrund af mytedannelser om indspiste bestyrelser. Kun 13 pct. af bestyrelsesmedlemmerne i de 392 største danske virksomheder har mere end en bestyrelsespost i samme gruppe virksomheder.

Bestyrelsespraksis

På baggrund af spørgeskemaundersøgelsen af bestyrelsespraksis blandt de 1.000 største danske virksomheder kan det generelt konkluderes, at der er et stort sammenfald i betydningen og prioriteringen af bestyrelsesopgaverne på tværs af ejerkategorier.

Bestyrelserne ser det som deres primære opgave at varetage ejer- og selskabsinteresser. Indtjening er således en dominerende målsætning. Dog har varetagelsen af stakeholder interesser også væsentlig betydning for godt halvdelen af respondenterne. Derimod er brede offentlige interesser lavt prioriteret. Bestyrelserne ser generelt deres rolle som værende en aktiv sparringspartner i forbindelse med formuleringen af virksomhedens strategiske udvikling, dvs. at de ikke kun ønsker at opfylde den traditionelle kontrol- og overvågningsfunktion.

Ejerskabets betydning understreges af, at bestyrelserne i høj grad sammensættes med udgangspunkt i tilknytningen til ejerne. Derimod har forretningsforbindelser og personlige relationer tilsyneladende ikke den store betydning, hverken for bestyrelsessammensætningen eller bestyrelsesarbejdet i almindelighed.

Der er en vis variation at spore i målsætninger og arbejdsform som funktion af ejerforholdene. Majoritetsjede selskaber prioriterer ikke overraskende indtjeningen og aktiekursens udvikling højere, mens minoritetsjede virksomheder lægger større vægt på stakeholdermålsætninger som tilfredse kunder og medarbejdere. Bestyrelserne i minoritetsjede selskaber er også mere aktive i strategiske drøftelser.

Konsekvenser for konkurrenceevne og værdiskabelse

Med få undtagelser er der ikke fundet nogen systematisk effekt af selskabsstyring på virksomhedernes konkurrenceevne og værdiskabelse i den udenlandske litteratur, hvilket kan tages som udtryk for, at selskabsstyringen normalt tilpasser sig virksomhedernes vilkår på en effektiv måde. I en undersøgelse af sammenhængen mellem økonomisk værdiskabelse og selskabsstyring har vi genfundet dette mønster på danske data for så vidt angår ejer- og bestyrelsesforholdene i dansk erhvervsliv. Der synes altså ikke at

være tegn på, at selskabsstyringen hæmmer danske virksomhedernes konkurrenceevne.

Ejerskabet viste sig som nævnt at have meget lidt betydning for virksomhedens overordnede performance. Det gælder både sondringen mellem majoritets/minoritetsejerskab og sondringen mellem de øvrige ejerkategorier. Den begrænsede variation gælder også, uanset om man ser på subjektive performance-mål (indsamlet ved spørgeskemaundersøgelsen) eller regnskabsmæssige performance-mål (indsamlet fra regnskabsdata). De eneste forskelle i performance, der kunne konstateres, var signifikant bedre vurderinger af den subjektive performance for minoritetsejede selskaber, men da man ikke kan genfinde dette resultat for de regnskabsmæssige performance-mål, må resultatet vurderes med varsomhed.

Myter og fakta

I indledningen blev der som motivation for arbejdet forsøgsvis opstillet en række populære myter om magt- og indflydelsesrelationer i dansk erhvervsliv:

- Erhvervslivet er kontrolleret af nogle få magtfulde kapitalister.
- Bankerne sidder på magten i erhvervslivet.
- Dansk erhvervsliv er i dag kontrolleret af udlandet.
- Virksomhedsejerne profitmaksimerer på bekostning af medarbejdere, kunder og andre interessenter.
- I moderne virksomheder er det ledelsen, og ikke ejerne, der har magten.
- Ledelse bestiller ikke noget og meler bare deres egen kage.
- Bestyrelsesmedlemmerne er kransekagefigurer eller ”gamle tanter”.
- Erhvervsledere sidder i hinandens bestyrelser og dækker over hinanden.
- Personlige forbindelser er nøglen til magt i erhvervslivet.
- Danske erhvervsledere (og bestyrelser) er ikke tilstrækkeligt professionelle.

Vi har ikke fundet nogen form for belæg for disse myter. Dermed ikke sagt, at vi kan afvise dem alle. Det er ikke er dem alle, vi har undersøgt, og det har heller ikke været formålet med undersøgelsen. Men resultaterne pukterer dog flere af dem.

Ejerundersøgelsen viser, at dansk erhvervslivs største selskaber ikke kontrolleres af nogle få og dominerende ejere, hvilket ikke mindst skyldes det begrænsede antal store virksomheder. Undersøgelsen viser eksempelvis

i lighed med andre studier, at dansk erhvervslivs ejerskab er spredt ud over en lang række ejere. Det er heller ikke så almindeligt som i andre lande, at virksomheder ejer aktier i hinanden og dermed indgår i pyramideagtige holdingskonstruktioner med nogle enkelte virksomheder (og personer) i toppen. Selv om personligt/familieejerskab er mere fremtrædende i Danmark end i andre lande, eksisterer de øvrige ejerkategorier side om side.

Derimod er der som nævnt relativt mange familieejede selskaber (inkl. erhvervsdrivende fonde mv.) i dansk erhvervsliv. Undersøgelsen viser, at familieejede selskaber typisk har en anden selskabsstyring end spredt ejede selskaber, idet bestyrelserne opfatter deres opgaver og roller lidt anderledes. For eksempel prioriterer de familieejede selskaber (og i øvrigt også udenlandske datterselskaber) indtjeningen højere. Personligt ejede selskaber synes også at være mere tilbøjelige til at træffe beslutninger på baggrund af intuition og personlige opfattelser.

Bestyrelsesarbejdet – eksempelvis strategiske drøftelser – synes i det hele taget at have mindre betydning i majoritetsejede virksomheder. Det er særligt påfaldende, at fondsbestyrelserne prioriterer mange af bestyrelsesopgaverne lavere end de øvrige ejerkategorier. Dette afspejler antageligt, at bestyrelsens væsentligste opgave er at repræsentere ejerinteresserne for en spredt ejerkreds – en funktion, der svækkes, hvis ejerne selv kan varetage den.

Personligt ejerskab indebærer i sammenligning med spredt ejerskab en koncentration af ejerskab og indflydelse. Samtidig er bestyrelserne i personligt ejede selskaber gennemsnitligt relativt små og har ofte tætte relationer til ejerne, hvilket også begrænser kredsen af beslutningstagere. Dette styrker antagelig bestyrelsernes handlekraft, jf. at selskaber med små bestyrelser ifølge amerikanske undersøgelser synes at have en relativt høj indtjeningsevne (jf. kapitel 1). Om det giver anledning til problemer i forbindelse med stakeholdere og bredere samfundsmæssige interesser, kan der næppe siges noget entydigt om.

Undersøgelsen viser noget overraskende, at på trods af den relativt store udbredelse af majoritetsejerskab lægger samtlige ejerkategorier en betydelig vægt på at varetage de brede stakeholderinteresser. I stærkt konkurrencebetingede og åbne omgivelser som de danske, er dette vel også en nødvendighed for virksomhedernes overlevelse.

Vores undersøgelse har ikke kunnet understøtte myten om, at den daglige ledelse (direktionen) sidder på magten i virksomhederne. Tværtimod viser undersøgelsen, at den daglige ledelse (direktionerne) i dansk erhvervsliv kun sjældent kan siges at være enerådende, men i høj grad påvirkes af

navnligt de stærke ejerinteresser, der følger af ejerstrukturen. Desuden viser undersøgelsen, at bestyrelserne på tværs af ejerkategorier ser deres primære opgave i at varetage ejerinteresser, hvor især indtjeningsmålsætningen er dominerende. Bestyrelserne synes i øvrigt ikke at se nogen konflikt mellem virksomhedsvækst, stakeholderinteresser og indtjening. Den magt og indflydelse, som direktionerne kunne få i forbindelse med udpegningen af nye bestyrelsesmedlemmer, synes ikke særligt udbredt, idet direktionerne ikke tillægges den store betydning i forbindelse med bestyrelsens sammensætning og rekruttering. På den anden side viser undersøgelsen også, at den administrerende direktør sidder med i mere end en tredjedel af de største danske selskabers bestyrelser og også udøver indflydelse på den måde.

Det må endvidere afvises, at dansk erhvervsliv i kraft af personsammenfald mellem bestyrelser er mere indspist end erhvervslivet i andre lande. Undersøgelsen dokumenterer, at antallet af overlappende bestyrelsesmedlemmer er overraskende lav i dansk erhvervsliv i sammenligning med andre lande. Således optræder mindre end en syvendedel af bestyrelsesmedlemmerne i mere end en bestyrelse blandt de ca. 300 største danske selskaber. For de finansielle selskaber, der som oftest nævnes som særligt sammenkædede, er tallet endnu lavere. Dog tyder undersøgelsen på, at personsammenfaldet er større i Kontinentaleuropa (inkl. Danmark) end i USA og Storbritannien.

Undersøgelsen viser, at dansk erhvervslivs bestyrelser sammensættes med udgangspunkt i tilknytningen til ejerne og med vægt på praktisk erhvervs- og bestyrelseserfaring. Forretningsforbindelser og personlige relationer har tilsyneladende ikke den store betydning, hverken for bestyrelsessammensætningen eller bestyrelsesarbejdet i almindelighed. Det er altså tilsyneladende saglige og professionelle hensyn, der styrer sammensætningen af de største danske selskabers bestyrelser. Myten om tætte person- og familieforbindelser – ”tantebestyrelser” – kan altså ikke bekræftes. Hvorvidt bestyrelsessammensætningen i mindre og mellemstore danske selskaber bygger på personlige forbindelser eller ej, kan denne undersøgelse ikke belyse.

Undersøgelsen understøtter yderligere, at bestyrelsen i de største danske selskaber ikke er et formelt og ceremonielt organ, men et reelt beslutningsorgan til gavn for ledelsen af selskabet. For det første er arbejdsindsatsen i de største danske selskabers bestyrelser relativt omfattende, både for så vidt angår antal møder og mødeforberedelse. For det andet indgår bestyrelserne aktivt i diskussionen og formuleringen af selskabets strategi. Undersøgelsen viser klart, at bestyrelserne ser deres væsentligste opgave som værende en

aktiv sparringspartner for virksomhedens daglige ledelse. Kontrol- og tilsynsopgaverne er ligeledes betydningsfulde, mens bestyrelsens rolle som kontaktfunktion til forretningsforbindelser, kunder, leverandører mv. ikke er særligt udtalt.

Desuden tyder undersøgelsen på, at bestyrelserne normalt arbejder på et professionelt grundlag. Beslutningerne træffes på grundlag af grundige økonomiske og strategiske analyser af virksomhedens forhold, mens personlig intuition, erfaringer og tekniske forhold spiller en langt mindre rolle. Vi kan altså ikke finde støtte til myterne om, at de største danske selskabers bestyrelser blot fungerer som kransekagefigurer og ikke arbejder professionelt. Vi kan naturligvis ikke afvise, at bestyrelsesformændene forskønner billedet af deres egen praksis, således at udbredelsen af tantebestyrelser og kransekagefigurer er større end spørgeskemaundersøgelsen giver indtryk af. Men samlet giver undersøgelsen indtryk af en seriøs og professionel forretningsgang.

Virksomhedernes indflydelse på samfundet

Som nævnt i indledningen søger dette skrift at bidrage til at svare på spørgsmålet om, hvordan danske selskabers styres eller lidt populært udtrykt: "Hvem har magten over erhvervslivet?" Dette er naturligvis ikke det eneste relevante spørgsmål vedrørende magt og indflydelse i erhvervslivet. Et andet relevant spørgsmål er: "Hvor stor magt har erhvervslivet over det politiske liv?" "Eller over det øvrige samfund?" Og i relation til selskabsstyringen: "Hvilken rolle spiller f.eks. bestyrelse og ejere i forbindelse med erhvervslivets påvirkning af det øvrige samfund?" Hvor relevante disse spørgsmål end er, er de altså ikke søgt besvaret i det foreliggende.

Vi kan dog forsøgsvis indkredse nogle muligheder for videre forskning.

I forbindelse med spørgeskemaundersøgelsen blev bestyrelsesformændene i de største danske selskaber adspurgt, hvorvidt de mente det var bestyrelsens opgave at udøve indflydelse på det politiske liv. Den gennemgående holdning var her, at dette ikke var en væsentlig opgave for bestyrelsen. Nogle virksomheder lægger imidlertid vægt på denne opgave, og det ville være interessant (og praktisk muligt) at undersøge, hvorledes denne type virksomheder afviger fra andre. Vores forventning vil være, at virksomheder, hvis økonomiske resultater er meget afhængige af politiske beslutninger, også vil gøre mere ud af at påvirke dem.

Et andet vigtigt spørgsmål er sammenhængen mellem politisk indflydelse og virksomhedsstørrelse. Det er velkendt, at dansk erhvervsliv i international sammenligning har forholdsvis få store virksomheder – selv i for-

hold til landets begrænsede størrelse. Dette indebærer i sig selv en mindre koncentration af økonomisk magt end i udlandet. Vores forventning vil her være, at store virksomheder udøver mere indflydelse på det omgivende samfund (og er mere tilbøjelige til at betragte dette som en legitim del af bestyrelsesarbejdet).

Politiske anbefalinger

Hverken denne eller andre tidligere undersøgelser har fundet store uløste problemer, endside nogen krise i dansk selskabsstyring.

Den danske model afviger naturligvis på mange punkter fra forholdene i USA og Storbritannien, der i reglen tages som ubevidst udgangspunkt for lærebøger i finansieringsteori og erhvervsøkonomi. Men en del af disse "afvigelser" skyldes, at den engelsk-amerikanske model er ret speciel, sammenlignet med Kontinentaleuropa og resten af verden. Og danske "afvigelser" fra det europæiske gennemsnit – familie- og andelsejerskab, små bestyrelser – kan overvejende forklares med en erhvervsstruktur med relativt få store virksomheder og relativt mange fødevareproducenter. Tidligere studier har ikke fundet tegn på, at særtræk ved dansk selskabsstyring – som de mange erhvervsdrivende fonde eller A&B aktiesystemet – skulle forringe danske virksomheders dynamik og konkurrenceevne.

Dette indebærer naturligvis ikke, at der ikke er problemer i dansk selskabsstyring. Blot forekommer problemerne i den danske model ikke at være større end i andre systemer. Ligesom andre modeller har den danske "personlige stakeholder-kapitalisme" både styrker og svagheder.

Modsat hvad man kunne mene om USA, er problemet i Danmark normalt ikke, at direktionerne har for meget magt. Stærke ejere, relativt uafhængige bestyrelser og medarbejderrepræsentation indebærer, at der i den danske model er et langt stærkere modspil til direktionen end i de fleste andre lande. Derudover indebærer virksomhedernes begrænsede størrelse, at direktionen har relativt færre ressourcer til rådighed og dermed også mindre indflydelse på det omgivende samfund.

Et spørgsmål er, om andels- eller familieejerskabets præference for selvbestemmelse og status quo blokerer for en nødvendig strukturudvikling i dansk erhvervsliv. Hverken denne eller tidligere undersøgelser har fundet, at dette er en generel tendens. Men det indebærer naturligvis ikke, at der ikke i nogle tilfælde foreligger problemer af denne karakter.

Et andet spørgsmål er, om bestyrelsessammensætningen i dansk erhvervsliv er hensigtsmæssig. Der synes ikke at være flere bestyrelsesforbindelser mellem virksomheder i Danmark end i andre kontinentaleuropæi-

ske lande, og vores indledende undersøgelse har ikke fundet tegn på problemer i denne henseende. Men Nørby-udvalgets rapport (2001) viser et behov for en grundigere diskussion af dette spørgsmål. Vores indledende undersøgelser har heller ikke kunnet påvise noget problem i, at skellet mellem bestyrelse og direktion til dels udviskes ved at give direktører sæde i bestyrelsen. Men også dette spørgsmål fortjener yderligere opmærksomhed. Endeligt kan man spørge om, de danske virksomheder er for lukkede i forhold til impulser udefra. Det begrænsede antal bestyrelsesmedlemmer kunne indebære en risiko i denne retning. Forskningen på dette område tyder dog på, at selskaber med små bestyrelser klarer sig relativt bedre, blandt andet fordi de er mere handlekraftige, og de eventuelle gunstige virkninger af flere eksterne bestyrelsesmedlemmer må vejes herimod.

Et tredje spørgsmål er balancen mellem ejere og andre stakeholdere. Indebærer de relativt stærke ejerinteresser i dansk erhvervsliv en svækkelse af hensynet til de øvrige stakeholdere? Skader det hensynet til konkurrenceevnen, at medarbejderne har krav på repræsentation i bestyrelsen? Er der eksempelvis behov for at betone andre stakeholderes interesser gennem lovgivning eller et kodeks for god bestyrelsesadfærd? Vores undersøgelse viser, at Danmark i international sammenligning er langt fremme med hensyn til repræsentation af medarbejderinteresser, og at danske bestyrelser i høj grad tager hensyn til stakeholderne på tværs af ejerformer. Vi har også fundet, at indtjenings-målsætningen prioriteres højt på tværs af ejerkategorier, og at bestyrelsesformændene gennemgående ikke ser nogen modsætning mellem ejer- og stakeholderinteresser. Alligevel er den rigtige balance mellem private og samfundsmæssige hensyn et spørgsmål, som fortjener løbende overvejelse.

Bilag 1

Variansanalyse (ANOVA)

Variansanalyserne er lavet mellem alle spørgeskemaets variable og følgende overordnede kategorivariable:

1. Spørgsmål 14: Er direktionen resultataflønnet? 1=ja og 2=nej.
2. Spørgsmål 21: Er bestyrelsesformanden (som svarer) ejer af selskabet? 1=ja og 2=nej.
3. Spørgsmål 22: Bestyrelsesformandens anciennitet. 1=<median (<=3år) og 2=>median (>3år).
4. Antal ansatte. 1=<median (<=200 ansatte) og 2=>median (>200 ansatte).

I tabellen angives kun de signifikante forskelle i gennemsnit mellem de to grupper i en ANOVA-analyse. ***, ** og * er henholdsvis 1, 5 og 10 pct. signifikansniveau (og ikke de faktiske gennemsnitsværdier). Det efterfølgende tal angiver den gruppe, som har det højeste gennemsnit. F.eks. betyder *(2) i første kolonne, at dem, der siger nej til, at direktionen er resultataflønnet, har signifikant højere gennemsnit end dem, der siger ja, med et signifikansniveau på 10 pct..

	Direktion resultat- aflønnet	Best.- formand = ejer	Ancien- nitet	Antal ansatte
	1=ja 2=nej	1=ja 2=nej	1=<3år 2=>3år	1=<200 2=>200
Bestyrelsen har til opgave at ...				
Varetage selskabets interesser	*(2)			
Varetage ejernes interesser				
Varetage stakeholder interesser				
Varetage offentlighedens interesser				**(2)
Foreslå og udvikle strategier				**(2)
Tilføre information udefra				*(2)
Knytte forretningsforbindelser		**(1)		
Hvilke mål med virksomhedens aktiviteter lægger bestyrelsen særlig vægt på?				
Indtjening	*(1)			****(2)
Aktiekursen	****(1)	*(2)		*(2)
Vækst (salg mv.)	**(1)			
Høje markedsandele				

	Direktion resultat- aflønnet	Best.- formand = ejer	Ancien- nitet	Antal ansatte
	1=ja 2=nej	1=ja 2=nej	1=<3år 2=>3år	1=<200 2=>200
Tilfredse kunder				
Tilfredse medarbejdere			*(2)	**(2)
Produktudvikling			**(2)	
Lave omkostninger				**(2)
Hvordan er deres aktuelle vurde- ring af virksomhedens økonomi?				
Generelt			*** (2)	
I forhold til budget/forventning			*(2)	
I forhold til markedssituationen			*** (2)	
Hvordan vil De samlet set vurdere bestyrelsesarbejdets indflydelse på selskabets udvikling?				
				*(2)
Større beslutninger om investering, opkøb, strategi o.l. træffes på bag- grund af?				
Økonomiske beregninger				*** (2)
Tekniske forhold				
Strategiske forhold	**(1)			**(2)
Erfaring			**(2)	*(2)
Intuition og personlige opfattelser				*(1)
Hvordan er bestyrelsens og virk- somhedens strategi?				
Bestyrelsen blander sig normalt ikke i selskabets strategi				
Bestyrelsen lægger vægt på, at virk- somheden samler sine aktiviteter inden for bestemte kerneområder				
Selskabet ønsker at sprede sine aktivi- teter til forretningsområder med høj vækst og værditilvækst	*(1)			
Bestyrelsen lægger vægt på, at virk- somheden kan opnå konkurrencefor- dele gennem stordrift	*(1)			*** (2)

	Direktion resultat- aflønnet	Best.- formand = ejer	Ancien- nitet	Antal ansatte
	1=ja 2=nej	1=ja 2=nej	1=<3år 2=>3år	1=<200 2=>200
Bestyrelsen lægger mere vægt på at udnytte lønsomme nicher end på at opnå høje markedsandele				
Det er i sig selv et mål at internationalisere aktiviteterne	*** (1)			* (2)
Bestyrelsesmedlemmer udvælges på baggrund af deres				
Relation til ejerne				
Mangeårige erhvervs erfaring	*** (1)			
Specialistviden	** (1)			
Personlige kontakter	* (1)			** (1)
Forretningsforbindelser	*** (1)			
Tidligere resultater	*** (1)			** (2)
Branchekendskab	** (1)			
Evne til at supplere andre medlemmer	* (1)			
Hvem har indflydelse på valget af bestyrelsesmedlemmer?				
Bestyrelsesformanden	*** (1)		** (2)	
Andre bestyrelsesmedlemmer	*** (1)			
Hovedaktionæren	** (1)			
Mindretelsaktionærer		* (1)		
Direktionen	** (1)			
Bankforbindelsen	* (1)	* (2)		
Andre stakeholders				
Det er hensigtsmæssigt, at vigtige stakeholders er repræsenteret i bestyrelsen		*** (2)		
Hvor mange møder afholdtes i bestyrelsen sidste år?				
Hvor længe varede hvert møde typisk (timer)?				

	Direktion resultat- aflønnet	Best.- formand = ejer	Ancien- nitet	Antal ansatte
	1=ja 2=nej	1=ja 2=nej	1=<3år 2=>3år	1=<200 2=>200
Hvor stor forberedelse indebar et typisk møde (timer)?	*(2)			
Hvilke typer af relationer i det personlige netværk har betydning for bestyrelsesarbejdet?				
Politiske foreninger	*(2)	**(2)		
Erfaringsgrupper (VL, Rotary etc.)	****(1)			*(1)
Studiekammerater	****(1)			
Venner				
I hvilken udstrækning tages der hensyn til følgende grupper i bestyrelsens diskussioner?				
Majoritets ejere				
Minoritets ejere				
Kunder				
Leverandører				
Medarbejdere	****(1)			
Banker				*(1)
Politikere og myndigheder	*(2)	**(2)	*(2)	
Miljøbevægelser	*(1)			
Pressen				****(2)

Bilag 2

Variansanalyser (ANOVA) for ejerskabsvariablene (hhv. majoritetsejerskab vs. minoritetsejerskab og ejerkategorierne) og alle spørgeskemaets variable¹

1. Bestyrelsen har til opgave at ...

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Varetage selskabets interesser	6,5	6,7	3,54*
Varetage ejernes interesser	6,5	6,3	1,68
Varetage stakeholder interesser	4,9	4,8	0,02
Varetage offentlighedens interesser	3,6	3,3	1,74
Foreslå og udvikle strategier	5,2	5,6	4,50**
Tilføje information udefra	4,9	5,0	0,18
Knytte forretningsforbindelser	3,9	3,8	0,35

2. Hvilke mål med virksomhedens aktiviteter lægger bestyrelsen særlig vægt på?

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Indtjening	6,3	6,0	3,10*
Aktiekursen	4,1	3,8	0,86
Vækst (salg mv.)	5,4	5,5	0,03
Høje markedsandele	4,9	5,0	0,49
Tilfredse kunder	6,0	6,3	6,56**
Tilfredse medarbejdere	5,5	6,0	7,95***
Produktudvikling	5,3	5,3	0,06
Lave omkostninger	5,3	5,9	9,31***

5. Større beslutninger om investering, opkøb, strategi o.l. træffes på baggrund af ...

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Økonomiske beregninger	6,2	6,1	0,52
Tekniske forhold	4,5	4,6	0,24
Strategiske forhold	6,1	6,1	0,00
Erfaring	4,6	4,8	0,90
Intuition og personlige ofattelser	3,7	3,5	0,37

6. Hvordan er bestyrelsens og virksomhedens strategi?

	Majoritets- ejerskab	Minoritets- ejerskab	F-værdi
Bestyrelsen blander sig normalt ikke i selskabets strategi	2,5	2,4	0,07
Bestyrelsen lægger vægt på, at virksomheden samler sine aktiviteter inden for bestemte kerneområder	5,8	5,9	0,37
Selskabet ønsker at sprede sine aktiviteter til forretningsområder med høj vækst og værditilvækst	3,6	3,3	1,58
Bestyrelsen lægger vægt på, at virksomheden kan opnå konkurrencefordele gennem stordrift	5,3	5,8	7,01****
Bestyrelsen lægger mere vægt på at udnytte lønsomme niches end på at opnå høje markedsandele	4,2	4,3	0,28
Det er i sig selv et mål at internationalisere aktiviteterne	3,5	2,9	3,72*

7. Bestyrelsesmedlemmer udvælges på baggrund af deres

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Relation til ejerne	5,3	5,5	0,91
Mangeårige erhvervs erfaring	5,3	4,7	7,90****
Specialistviden	4,0	3,7	1,12
Personlige kontakter	3,9	3,8	0,39
Forretningsforbindelser	3,3	2,9	2,53*
Tidligere resultater	4,5	3,9	5,30**
Branchekendskab	4,3	4,2	0,03
Evne til at supplere andre medlemmer	4,6	4,0	3,44*

8. Hvem har indflydelse på valget af bestyrelsesmedlemmer?

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Bestyrelsesformanden	5,4	4,6	7,73***
Andre bestyrelsesmedlemmer	3,9	4,3	3,23*
Hovedaktionæren	6,6	5,0	51,59***
Mindretsaktionærer	2,2	3,2	13,38***
Direktionen	3,8	3,3	3,38*
Bankforbindelsen	1,3	1,5	0,99
Andre stakeholders	1,7	2,2	4,40**

9. Stakeholder-interessenter?

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Det er hensigtsmæssigt, at vigtige stakeholders er repræsenteret i bestyrelsen	3,3	4,0	4,55**

16. Hvilke typer af relationer i det personlige netværk har betydning for bestyrelsesarbejdet?

	Majoritetsejerskab	Minoritetsejerskab	F-værdi
Politiske foreninger	2,0	2,3	2,67**
Erfaringsgrupper (VL, Rotary, etc.)	2,9	3,0	0,18
Studiekammerater	2,1	1,9	1,16
Venner	2,5	2,3	0,93

17. I hvilken udstrækning tages der hensyn til følgende grupper i bestyrelsens diskussioner?

	Majoritetssejerskab	Minoritetssejerskab	F-værdi
Majoritetssejere	6,0	5,0	16,73***
Minoritetssejere	3,5	4,2	7,90***
Kunder	5,2	5,9	9,97***
Leverandører	3,6	3,9	1,93
Medarbejdere	5,3	5,5	1,42
Banker	3,0	3,2	0,87
Politikere og myndigheder	3,0	3,3	1,58
Miljøbevægelser	3,1	3,2	0,01
Pressen	3,1	3,5	3,58*

11-13. Antallet af møder og tidsanvendelsen

	Majoritetssejerskab	Minoritetssejerskab	F-værdi
Hvor mange møder afholdtes i bestyrelsen sidste år?	4,6	7,5	63,3***
Hvor længe varede hvert møde typisk (timer)?	3,7	3,9	0,13
Hvor stor forberedelse indebar et typisk møde (timer)?	5,4	4,8	0,53

14-15 + 4. Incitamentsafønning og inddragelse af bestyrelsen

	Majoritetssejerskab	Minoritetssejerskab	F-værdi
Er direktionen resultat aflønnet? (dummy, 1=nej og 2=ja)	1,6	1,4	6,26**
Hvor stor en andel af direktionens aflønning er resultatafhængig (pct.)	20,6	22,4	0,27
Er bestyrelsen resultat aflønnet? (dummy, 1=nej og 2=ja)	1,1	1,0	0,39
Bestyrelsesarbejdets indflydelse på selskabets udvikling (7-point skala)	5,0	5,6	9,64***

1. Bestyrelsens opgave har til opgave at ...^{a)}

	Ejerskab					
	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Varetage selskabets interesser	6,6 (A)	6,5 (A)	6,6 (A)	6,5 (A)	6,5 (A)	0,16
Varetage ejernes interesser	6,4 (A,B)	6,0 (B)	6,5 (A)	6,5 (A)	6,5 (A)	1,24
Varetage stakeholder interesser	4,9 (A,B)	4,6 (A,B)	5,1 (A)	4,8 (A,B)	4,2 (B)	0,94
Varetage offentligheds interesser	3,4 (A,B)	3,1 (A,B)	3,8 (A)	3,4 (A,B)	2,8 (B)	1,75
Foreslå og udvikle strategier	5,5 (A)	4,6 (B)	5,5 (A)	5,6 (A)	5,3 (A)	1,69
Tilføje information udefra	4,8 (B)	4,5 (B)	5,5 (A)	4,7 (B)	4,9 (A,B)	2,08*
Knytte forretningsforbindelser	4,2 (A,B)	3,2 (C)	4,4 (A)	3,7 (B,C)	3,6 (B,C)	2,64**

a. I de efterfølgende skemaer er endvidere med bogstaverne (A,B, osv.) angivet en såkaldt "Duncan-gruppering", som viser, hvilke værdier er signifikant forskellige. Værdier med samme bogstav er ikke signifikant forskellige, mens værdier med forskellige bogstaver er signifikant forskellige. Værdier med bogstavet B er signifikant lavere end værdier med bogstavet A (de højeste værdier starter med A, B, osv.).

2. Hvilke mål med virksomhedens aktiviteter lægger bestyrelsen særlig vægt på...

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Indtjening	6,4 (A)	6,3 (A)	6,5 (A)	6,4 (A)	5,7 (B)	3,09**
Aktiekursen	3,7 (A)	4,1 (A)	4,4 (A)	4,7 (A)	2,2 (B)	5,68***
Vækst (salg mv.)	5,5 (A)	5,5 (A)	5,8 (A)	5,0 (B)	5,4 (A,B)	2,32*
Høje markedsandele	4,8 (A)	5,0 (A)	5,0 (A)	4,8 (A)	5,4 (A)	1,06
Tilfredse kunder	5,9 (B)	5,7 (B)	6,1 (A,B)	6,0 (B)	6,5 (A)	2,49**
Tilfredse medarbejdere	5,8 (AB)	5,3 (B)	5,7 (A,B)	5,4 (A,B)	5,9 (A)	1,54
Produktudvikling	5,1 (A)	5,2 (A)	5,7 (A)	5,2 (A)	5,5 (A)	1,19
Lave omkostninger	5,2 (B)	5,2 (B)	5,3 (B)	5,4 (B)	6,3 (A)	3,93***

5. Større beslutninger om investering, opkøb, strategi o.l. træffes på baggrund af?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Økonomiske beregninger	6,0 (A)	6,2 (A)	6,1 (A)	6,3 (A)	6,0 (A)	0,72
Tekniske forhold	4,3 (A,B)	4,4 (A,B)	4,1 (B)	4,7 (A,B)	4,8 (A)	1,30
Strategiske forhold	5,9 (B)	6,4 (A)	6,2 (A,B)	6,4 (A)	5,9 (B)	2,32*
Erfaring	4,8 (A)	4,4 (A)	5,0 (A)	4,7 (A)	4,5 (A)	0,95
Intuition og personlige opfattelser	4,1 (A)	3,4 (A)	4,0 (A)	3,7 (A)	3,7 (A)	1,00

6. Hvordan er bestyrelsens og virksomhedens strategi?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Bestyrelsen blander sig normalt ikke i selskabets strategi	2,6 (A)	2,3 (A)	2,2 (A)	2,1 (A)	2,6 (A)	0,59
Bestyrelsen lægger vægt på, at virksomheden samler sine aktiviteter inden for bestemte kerneområder	5,4 (C)	5,8 (A,B,C)	6,1 (A,B)	6,3 (A)	5,7 (B,C)	3,27**
Selskabet ønsker at sprede sine aktiviteter til forretningsområder med høj vækst og værditilvækst	3,4 (B)	4,5 (A)	3,0 (B)	3,6 (B)	3,7 (B)	2,28*
Bestyrelsen lægger vægt på, at virksomheden kan opnå konkurrencefordele gennem stordrift	5,1 (B)	5,7 (A,B)	5,4 (A,B)	5,9 (A)	5,7 (A,B)	2,10*
Bestyrelsen lægger mere vægt på at udnytte lønsomme niches end på at opnå høje markedsandele	4,4 (A)	4,2 (A)	4,3 (A)	4,2 (A)	4,1 (A)	0,15
Det er i sig selv et mål at internationalisere aktiviteterne	3,6 (A,B)	3,8 (A)	3,6 (A,B)	3,3 (A,B)	2,8 (B)	1,12

7. Bestyrelsesmedlemmer udvælges på baggrund af deres ...

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv-	Andel	F-værdi
Relation til ejerne	4,9 (B)	4,0 (C)	5,3 (B)	5,7 (A,B)	6,2 (A)	4,97***
Mangeårige erhvervs- erfaring	5,4 (A)	5,5 (A)	5,4 (A)	5,3 (A)	4,5 (A)	2,05*
Specialistviden	4,0 (A,B)	3,4 (B)	4,4 (A)	4,4 (A)	3,7 (A,B)	1,91
Personlige kontakter	4,3 (A)	4,3 (A)	4,1 (A)	3,6 (A)	4,0 (A)	1,00
Forretningsforbindelser	3,2 (A,B)	3,3 (A,B)	3,7 (A)	3,0 (A,B)	2,8 (B)	1,07
Tidligere resultater	4,5 (A)	4,7 (A)	4,9 (A)	4,5 (A)	3,6 (B)	2,08*
Branchekendskab	4,2 (B,C)	3,8 (C)	4,0 (C)	5,0 (A)	4,9 (A,B)	2,97**
Evne til at supplere andre medlemmer	4,7 (A)	4,6 (A)	4,7 (A)	4,6 (A)	4,3 (A)	0,23

8. Hvem har indflydelse på valget af bestyrelsesmedlemmer?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Bestyrelsesformanden	5,6 (A)	5,9 (A)	6,1 (A)	5,4 (A)	3,6 (B)	9,22***
Andre bestyrelses- medlemmer	4,2 (A)	4,7 (A)	4,6 (A)	4,1 (A)	3,9 (A)	0,92
Hovedaktionæren	6,5 (A,B)	6,0 (B)	5,9 (B)	6,7 (A)	4,7 (C)	8,56***
Mindretsaktionærer	2,6 (B)	2,6 (B)	2,3 (B)	2,2 (B)	3,6 (A)	2,38*
Direktionen	4,4 (A)	3,8 (A)	3,9 (A)	3,7 (A)	2,7 (B)	3,70***
Bankforbindelsen	1,4 (A,B)	1,5 (A,B)	1,9 (A)	1,3 (B)	1,3 (B)	1,59
Andre stakeholders	1,5 (B)	1,7 (A,B)	2,2 (A)	1,4 (B)	1,8 (A,B)	1,50

9. Stakeholder interessenter?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Det er hensigtsmæssigt, at vigtige stakeholders er repræsenteret i bestyrelsen	2,9 (B)	3,0 (B)	3,5 (B)	3,4 (B)	4,5 (A)	2,61**

16. Hvilke typer af relationer i det personlige netværk har betydning for bestyrelsesarbejdet?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Politiske foreninger	1,5 (B)	1,7 (A,B)	2,2 (A)	2,1 (A,B)	2,3 (A)	1,85
Erfaringsgrupper (VL, Rotary etc.)	2,8 (A)	3,1 (A)	3,1 (A)	3,2 (A)	2,6 (A)	0,58
Studiekammerater	2,1 (A)	2,1 (A)	2,2 (A)	2,3 (A)	1,9 (A)	0,36
Venner	2,4 (A)	2,0 (A)	2,4 (A)	2,6 (A)	2,5 (A)	0,49

17. I hvilken udstrækning tages der hensyn til følgende grupper i bestyrelsens diskussioner?

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Majoritets ejere	5,7 (A,B)	5,0 (B)	5,4 (B)	6,2 (A)	5,2 (B)	2,72**
Minoritets ejere	4,0 (A)	3,3 (A)	3,2 (A)	3,6 (A)	4,1 (A)	1,00
Kunder	4,7 (C)	5,1 (B,C)	5,4 (B)	5,5 (B)	6,2 (A)	5,38***
Leverandører	3,7 (A,B,C)	3,2 (C)	4,3 (A)	3,5 (B,C)	4,2 (A,B)	2,18*
Medarbejdere	5,0 (A)	5,3 (A)	5,5 (A)	5,5 (A)	5,2 (A)	1,24
Banker	3,4 (A,B)	3,1 (A,B)	3,9 (A)	2,6 (B)	3,1 (A,B)	2,19*
Politikere og myndigheder	2,4 (B)	2,7 (A,B)	2,9 (A,B)	3,2 (A)	3,4 (A)	2,47**
Miljøbevægelser	2,7 (A)	2,8 (A)	3,3 (A)	3,4 (A)	3,3 (A)	1,33
Pressen	2,7 (B)	3,2 (A,B)	3,6 (A)	3,5 (A)	3,8 (A)	2,38*

11-13. Antallet af møder og tidsanvendelsen

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Hvor mange møder afholdtes i bestyrelsen sidste år?	4,9 (B,C)	5,3 (B,C)	5,8 (B)	4,5 (C)	9,2 (A)	16,81***
Hvor længe varede hvert møde typisk (timer)?	3,5 (A)	3,8 (A)	4,9 (A)	3,6 (A)	4,3 (A)	0,80
Hvor stor forberedelse indebar et typisk møde (timer)?	4,3 (A)	6,1 (A)	4,7 (A)	5,5 (A)	3,9 (A)	0,84

14-15 + 4. Incitamentsaflønnning

	Fam./ pers.	Fond	Fin. inv.	Ind. inv.	Andel	F-værdi
Er direktionen resutatflønnet? (dummy, 1=nej og 2=ja)	1,5 (B)	1,6 (A,B)	1,6 (A,B)	1,8 (A)	1,3 (C)	4,36***
Hvor stor en andel af direktionens aflønning er resultatafhængig (pct.)	22,4 (A,B)	13,9 (B)	16,4 (A,B)	20,3 (A,B)	26,3 (A)	1,08
Er bestyrelsen resultatflønnet? (dummy, 1=nej og 2=ja)	1,0 (A)	1,1 (A)	1,1 (A)	1,1 (A)	1,0 (A)	0,76

Note

1. F-værdien og signifikansniveau er angivet for alle ANOVA-analyserne (*, ** og *** angiver 1, 5 og 10 pct. signifikansniveau).

Litteratur

- Alchian, A. A. & H. Demsetz (1972). "Production, Information Costs and Economic Organization". *American Economic Review*, 62, 5.
- Andersen, H. (1965). *Hvem ejer Danmark?* København: Fremad.
- Andersen, P. K. (2000). *Aktie- og anpartsselskabsret*. København: Jurist- Økonomforbundets Forlag.
- Arrow, K. J. (1963). "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care." *American Economic Review*, 53: 941-973. Reprinted in *Collected Papers of Kenneth Arrow. Vol. 6. Applied Economics* (1985). Cambridge, MA: Belknap Press.
- Arrow, K. J. (1975). "Social Responsibility and Economic Efficiency." *Public Policy*, 21: 303-318. Reprinted in *Collected Papers of Kenneth Arrow. Vol. 6. Applied Economics* (1985). Cambridge, MA: Belknap Press.
- Baker, G., M. Jensen & K. Murphy (1988). "Compensation and Incentives: Practice vs. Theory". *The Journal of Finance*, 43: 593-616.
- Baker, G., R. Gibbons & K. Murphy (1997). "Implicit Contracts and the Theory of the Firm". Working Paper 98-009. Harvard Business School, Division of Research.
- Baums, T., K. J. Hopt & R. Buxbaum (eds.) (1994). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin: de Gruyter.
- Blair, M. M. & M. J. Roe (1999). *Employees and corporate governance*. Washington D.C.: Brookings Institution.
- Berle, A. & C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Buzzacchi, L. & M. Colombo (1996). "Business Groups and the Determinants of Corporate Ownership". *Cambridge Journal of Economics*, 20, 1: 31-51.
- Cable, J. (1985). "Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks". *The Economic Journal*, 95, 377: 118-32.
- Cadbury (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. The Committee on the Financial Aspects on Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
- Caves, R. (1996). *Multinational Enterprise and Economic Analysis*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Charkham, J. P. (1994). *Keeping Good Company – A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Oxford: Clarendon Press.
- Cho, M. (1998). "Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 47, 1: 103-121.
- Coffee, J. C. Jr. (1999). "The Future As History: The Prospects For Global Convergence In Corporate Governance and Its Implications". Working paper No. 144. Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School.
- Christiansen, J. (1991). "A- og B-aktier – En økonomisk analyse". *Økonomi og Politik*.

- Daily, C. M. & D. R. Dalton (1992). "The Relationship Between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms". *Journal of Business Venturing*, 7: 375-386.
- Dansk Aktionærforening. (www.shareholders.dk).
- Dansk Aktionærforening. (www.shareholders.dk) (2001). *Aktiehåndbog*.
- Davis, J. A., D. F. Schorman & L. Donaldson (1997). "Towards a Stewardship Theory of Management". *The Academy of Management Review*, 22, 1: 20-47.
- Debreu, G. (1959). *The Theory of Value*. New York: Wiley.
- Demsetz, H. & K. Lehn (1985). "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, 93, 6: 1155-1177.
- Demsetz, H. (1983). "The Structure of Ownership and The Theory of the Firm". *Journal of Law and Economics*, 26, 2: 375-394.
- Dennis, D. J. & A. Sarin (1999). "Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations". *Journal of Financial Economics*, 52: 187-223.
- Det Økonomiske Råd (1999). "Dansk Økonomi. Forår 1999". Kapitel II. *Danske Virksomheder: Ejere, styring og effektivitet*. København.
- Foss, N. J., H. Lando & S. Thomsen (2000). "The Theory of the Firm". In B. Bouckaert & G. De Geest, Gerrit (eds.), *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Donaldson, T. & L. E. Preston (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications". *Academy of Management Review*, 20, 1.
- The Economist* (2001).
- Edwards, J. & K. Fisher (1994). *Banks, Finance and Investment in Germany*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Eisenberg, T., S. Sundgren & M. Wells (1998). "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.
- Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet, Økonomiministeriet (1999). *Debatoplæg om aktivt ejerskab*. København: Finansministeriet.
- Eriksson, T., E. Strøyer Madsen, M. Dilling-Hansen & V. Smith (2000). "Determinants of CEO and Board Turnover". Paper, EARIE Conference, Lausanne.
- Eriksson, T. & M. Lausten (2000). "Managerial Pay and Performance – Danish Evidence". *Scandinavian Journal of Management*, 16: 269-286.
- Eriksson, T. (1998). "Executive Compensation and Tournament Theory: Empirical Tests on Danish Data". *Journal of Labor Economics*, 17: 224-242.
- Evan, W. & R. E. Freeman (1983). "A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism", pp. 75-93 i T. Beauchamps & N. Bowie (eds.). *Ethical Theory and Business*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Fama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, 88, 2.
- Fama, E. F. & M. C. Jensen (1983a). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 26, 6: 301-325.

- Fama, E. F. & M. C. Jensen (1983b). "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law and Economics*, 26, 2: 327-49.
- Forbes, D. P. & F. J. Milliken (1999). "Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups". *The Academy of Management Review*, 24, 3: 489-505.
- Franks, J. & C. Mayer (1990). "Takeovers: Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK". *Economic Policy*, 14: 189-231.
- Franks, J. & C. Mayer (1995). "Ownership and Control", i H. Siebert (ed.). *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Tübingen: J.C.B. Mohr.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pittman Books.
- Gertner, R. & S. Kaplan. (1996). "The Value-Maximizing Board". Working Paper, University of Chicago.
- Gilson, R. J. (2000). "Globalising Corporate Governance: Convergence of Form or Function". Working Paper No. 174. Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School.
- Greens (2001 og diverse årgange). *Håndbogen om dansk erhvervsliv*. København: Børsens Forlag.
- Grossman, S. & O. Hart (1986). "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration". *Journal of Political Economy*, 94: 691-719.
- Gugler, K. (2001). *Corporate Governance and Economic Performance*. Oxford: Oxford University Press.
- Hallock, K. (1997). "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32: 331-334.
- Hansmann, H. (1996). *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Hansmann, H. (1988). "Ownership of the Firm". *Journal of Law, Economics and Organization*, 4, 2: 267-305.
- Hart, O. (1983). "The Market Mechanism as an Incentive Scheme". *Bell Journal of Economics*, 74.
- Hart, O. (1988). "Incomplete Contracts and the Theory of the Firm". *Journal of Law, Economics and Organization*, 4, 1.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts and Financial Structure*. New York: Oxford University Press.
- Heidrick & Struggles (1999).
- Hermalin, B. & M. E. Weisbach (1998). "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO". *American Economic Review*, 88: 96-118.
- Hermalin, B. & M. E. Weisbach (2000). "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution. A Survey of the Economic Literature". *Social Science Research Network*. Working Paper Series.

- Hill, C. W. L. & T. M. Jones (1992). "Stakeholder-Agency Theory". *Journal of Management Studies*, 29:2 March.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard & D. Palia (1999). "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership Structure and Performance". *Journal of Financial Economics*, 53: 353-384.
- Holderness, C. G., R. S. Kroszner & D. P. Sheehan (1998). "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Ownership Since the Great Depression". *The Journal of Finance*, 54, 2.
- Holmstrom, B. (1979). "Moral Hazard and Observability". *Bell Journal of Economics*, 10, 1: 74-91.
- Holmstrom, B. (1982). "Moral Hazard in Teams". *Bell Journal of Economics*, 13, 2: 324-340.
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Sharfstein (1990a). "Banking, Monitoring and Investment. Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships", i G. R. Hubbard (ed.). *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. Chicago: University of Chicago Press.
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Sharfstein (1990b). "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan". *Journal of Financial Economics*, 27, 1: 67-88.
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Sharfstein (1991). "Corporate Structure, Liquidity and Investment. Evidence from Japanese Industrial groups". *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1: 35-60.
- J-B Documentation. "Profil af bestyrelser og direktioner i danske virksomheder". *J-B-International A/S*, diverse år (1982-2000).
- Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, Papers and Proceedings 76.
- Jensen, M. (1989). "Eclipse of the Public Corporation". *Harvard Business Review*, 67, 5: 61-75.
- Jensen, M. (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems". *The Journal of Finance*, 48, 3: 481- 531.
- Jensen, M. (2000). "Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function", i M. Beer & N. Nohria (eds.). *Breaking the Code of Change*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Johnson, J. L., C. M. Daily & A. E. Ellstrand (1996).. "Boards of directors: A review and research agenda". *Journal of Management*, 22, 3: 409-439.
- Jonnergård, K. & C. Svensson (1995). "Corporate Board Behaviour: Emphasis in Role Fulfilment – A Typology". *Corporate Governance*, 3, 3: 65-71
- Kaplan, S. A. (1994a). "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany". *Journal of Law, Economics and Organization*, 10, 1: 142-59.

- Kaplan, S. A. (1994b). "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States". *Journal of Political Economy*, 102, 3: 510-46.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, & R. W. Vishny (1998). "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny (1999a). "Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance*, 54, 2: 471-519.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. W. Vishny (1999b). "Investor Protection and Corporate Valuation". Working Paper 7403: National Bureau of Economic Research.
- Laffont, J. J. & J. Tirole (1993). *A Theory of Procurement and Regulation*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Lando, H. (1991). "Bør B-aktier forbydes?" *Nationaløkonomisk Tidsskrift*.
- Lausten, M. (1998). "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance". Working paper 98-10. The Aarhus School of Business.
- Lausten, M. (2000). *Pay for Performance*. Doctoral Dissertation. The Aarhus School of Business.
- Lausten, M. (2002). "CEO Turnover, Firm Performance and Corporate Governance: Empirical Evidence on Danish Firms. *International Journal of Industrial Organization*, 20, 3: 391-414.
- Loderer, C. & K. Martin (1997). "Executive Stock Ownership and Performance". *Journal of Financial Economics*, 45: 223-255.
- Mandag Morgen Strategisk Forum (2001). "Bestyrelseskulturen i Danmark København".
- Manne, H. (1965). "Some Theoretical Aspects of Share Voting". *Columbia Law Review*, 64: 534-554.
- Marris, R. (1963). "A Model of the Managerial Enterprise". *Quarterly Journal of Economics*, 77.
- Marris, R. & D. C. Mueller (1980). "The Corporation, Competition and the Invisible Hand". *Journal of Economic Literature*, XVIII.
- Marshall, A. (1948). *Principles of Economics*. New York: Macmillan.
- Mizruchi, M. S. & L. B. Stearns (1988). "A Longitudinal Study of the Formation of Interlocking Directorates". *Administrative Science Quarterly*, 39: 118-140.
- Moerland, P. W. (1995). "Corporate Ownership and Control Structures: An International Comparison". *Review of Industrial Organization*, 10: 443-464.
- Monks, R. A. & N. Minow (2001). *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell.
- Murphy, K. J. (1999). "Executive Compensation", i O. Ashenfelter & D. Cards (eds.). *Handbook of Labor Economics*. Vol. 3. Amsterdam: North Holland.
- Mørck, R., A. Shleifer & R. Vishny (1988). "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, 1: 293-315.
- Neuman, R. & T. Voetman (1999). "CEO Turnover and Corporate Governance". Copenhagen Business School. Unpublished Manuscript (www.dcn.dk).

- Nickell, S., D. Nicolitsas & N. Dryden (1997). "What Makes Firms Perform Well?" *European Economic Review*, 41, 3: 783-796.
- Nickell, S. J. (1996). "Competition and Corporate Performance". *Journal of Political Economy*, 104, 4: 724-747.
- Nørby-udvalget (2001). *Nørbyudvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark*. København: Erhvervs- og selskabsstyrelsen (<http://www.corporategovernance.dk/>).
- OECD (1999). "Ad Hoc Task Force On Corporate Governance". *OECD Principles of Corporate Governance*. (<http://www1.oecd.org/daf/governance/principles.pdf>).
- Palmer, D., D. Jennings & X. Zhou (1993). "Late Adoption of the Multidivisional Form by Large US Corporations: Institutional, Political and Economic Accounts". *Administrative Science Quarterly*, 38: 100-131.
- Pedersen, T. & S. Thomsen. (1997). "European Patterns of Corporate Ownership". *Journal of International Business Studies*, 28, 4.
- Pedersen, T. & S. Thomsen (1999). "Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration among Europe's Largest Companies". *International Journal of the Economics of Business*.
- Pedersen, T. & S. Thomsen (1995). "European Models of Corporate Governance". Papers and proceedings. European International Business Academy Annual Meeting. Urbino. pp. 315-333.
- Pendergast, C. (1999). "The Provision of Incentives in Firms". *Journal of Economic Literature*, 37, 1: 7-63.
- Porter, M. E. (1992). "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System". *Harvard Business Review*, 70: 65-82.
- Pozen, R. C. (1994). "Institutional Investors: The Reluctant Activists". *Harvard Business Review*, Jan-Feb.
- Prentice, D. D. & P. R. J. Holland (eds.) (1993). *Contemporary Issues in Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press.
- Prowse, S. (1995). "Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany". *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4.
- Putterman, L. (1993). "Ownership and the Nature of the Firm". *Journal of Comparative Economics*, 17: 243-263
- Rappaport. A. (1985). *Creating Shareholder Value*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roe, M. (1991). "A Political Theory of American Corporate Finance". *Columbia Law Review*, 1.
- Roe, M. (1994a). "Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America, i T. Baums, T. Buxbaum & K. J. Hopt (eds). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin: de Gruyter.
- Roe, M. (1994b). *Strong Managers, Weak Owners – the Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.

- Rosenstein, S. & J. Wyatt (1990). "Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth". *Journal of Financial Economics*, 26: 175-184.
- Ross, S. A. (1973). "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem". *American Economic Review*, 63.
- Rydgqvist, K. (1992). "Dual-Class Shares". *Oxford Review of Economic Policy*, 8, 3.
- Shepherd, W. G. (1989). "Public Enterprise: Criteria and Cases", i H. W. de Jong (ed.). *The Structure of European Industry*. Kluwer Academic Publishers.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny (1986). "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, 95, 3: 461-488.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny (1997). "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*, 52, 2: 737-83.
- Shleifer, Andrei (1997). "Government in Transition". *European Economic Review*, 41: 385-410.
- Short, H. (1994). "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms". *Journal of Economic Surveys*, 8, 3: 203-249.
- Stiglitz, J. E. & A. Weiss (1981). "Credit Rationing in Markets With Imperfect Information". *The American Economic Review*, 71, 3.
- Strandskov, J., S. Thomsen & T. Pedersen (1994). *Ejerforhold og Konkurrenceevne*. Erhvervsfremmestyrelsen.
- Tashakori, A. & W. R. Boulton (1983). "A Look at the Board's Role in Planning". *Journal of Business Strategy*, 3, 2: 64-70.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (1996). "Nationality and Ownership Structure". *Management International Review*, 36, 2.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (1998). "Industry and Ownership Structure". *International Review of Law and Economics*, 18, 4: 385-402.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (1999a). "Business Systems and Corporate Governance". *International Studies of Management and Organization*, 29, 2: 43-59.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (1999b). "Causes and Consequences of Ownership Concentration among Europe's Largest Companies: Economic and Systemic Explanations". *International Journal of the Economics of Business*. 6, 3: 367-381.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (2000). "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies". *The Strategic Management Journal*, 21, 6: 689-705.
- Thomsen, S. (1992). *Storindustri og transaktionsomkostninger*. Licentiatafhandling. Samfundslitteratur.
- Thomsen, S. (1996). "Foundation Ownership and Economic Performance". *Corporate Governance*, 4, 4.
- Thomsen, S. (1999a). "Corporate Ownership by Industrial Foundations". *The European Journal of Law and Economics*, 7, 2.
- Thomsen, S. (1999b). "The Duration of Business Relationships. Banking Relationships of Danish Manufacturers 1900-1995". Working Paper.

- Thomsen, S. (1999c). "Selskabsstyring (Corporate Governance) i dansk perspektiv". *Økonomi og Politik*, 4.
- Thomsen, S. (2000a). *Storindustri og transaktionsomkostninger*. Licentiatatfhandling. Samfundslitteratur.
- Thomsen, S. (2000b). "Survival of Foreign Subsidiaries and Domestic Companies in Danish Manufacturing 1895-1995". *The Scandinavian Economic History Review*, 48, 2.
- Thomsen, S. (2001a). "Ethical Codes as Corporate Governance". *The European Journal of Law and Economics*, 12, 2.
- Thomsen, S. (2001b). "Økonomiske nøgletal i de største fondsejede selskaber 1995-1999". Notat af 21-02-01.
- Tirole, J. (1988). *Industrial Organization*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Tricker, R. I. (1990). *International Corporate Governance*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Van der Elst, C. (2000). "Ownership Structures of European Companies". Presentation, 1st European Conference on Corporate Governance, Brussels 16th & 17th November.
- Vives, X. (2000). *Corporate Governance. Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Whitley, R. & P. Kristensen (1996). *The Changing European Firm*. London: Routledge.
- Whitley, R. (1992). *Business Systems in Asia: Firms, Markets and Societies*. London: Sage.
- Whitley, R. (1994). "Dominant Forms of Organization in Market Economies". *Organization Studies*, 15: 153-182.
- Williamson, O. (1963). "Managerial Discretion and Business Behavior", *American Economic Review*, December.
- Williamson, O. (1971). "The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations". *American Economic Review*, 61: 112-123
- Williamson, O. (1975). *Markets And Hierarchies*. New York: Free Press.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.
- Williamson, O. (1996). *The Mechanisms of Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Worldscope (1997). *Data Definitions Guide*. Bethesda, MD: Disclosure Inc.
- Worldscope-Disclosure (diverse år). *Compact D – CD-Rom*. Bethesda, MD: Disclosure Inc.
- Wu, Yilin (2000). "Honey, I Shrunk the Board". Working Paper, University of Chicago.
- Yermack, D. (1996). "Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, 40: 185-212.

Om forfatterne

De tre forfattere har tidligere sammen udgivet bogen *Ejerforhold og konkurrenceevne* (1994). Steen Thomsen er formand for Danish Corporate Governance Network og har forsket og undervist i emnet siden 1992. Torben Pedersen forsker og underviser særlig i multinationale selskaber, mens Jesper Strandskov beskæftiger sig med international virksomhedsstrategi og forretningsudvikling. Steen Thomsen og Torben Pedesen er professorer ved Institut for International Økonomi og Virksomhedsledelse, Handelshøjskolen i København. Jesper Strandskov er professor ved Institut for Udenrigshandel, Handelshøjskolen i Århus.

Udgivelser fra Magtudredningen pr. 1. juli 2002

Bøger

Jørgen Goul Andersen, Peter Munk Christiansen, Torben Beck Jørgensen, Lise Togeby & Signild Vallgård (red.) (1999). *Den demokratiske udfordring*. København: Hans Reitzels Forlag.

Peter Munk Christiansen, Birgit Møller & Lise Togeby (2001). *Den danske elite*. København: Hans Reitzels Forlag.

Anette Borchorst (red.) (2002). *Kønsmagt under forandring*. København: Hans Reitzels Forlag.

Martin Marcussen (2002). *OECD og idespillet – Game Over?* København: Hans Reitzels Forlag.

Lise Togeby (2002). *Grønlændere i Danmark. En overset minoritet*. Århus: Aarhus Universitetsforlag.

Torben Beck Jørgensen & Kurt Klaudi Klausen (red.) (2002). *Territorial dynamik - streger på landkortet, billeder i vore hoveder*. Århus: Aarhus Universitetsforlag.

Flemming Mikkelsen (red.) (2002). *Bevægelser i demokrati. Foreninger og kollektive aktioner i Danmark*. Århus: Aarhus Universitetsforlag.

Jens Blom-Hansen (2002). *Den fjerde statsmagt? Kommunernes Landsforening i dansk politik*. Århus: Aarhus Universitetsforlag.

Skrifter

Erik Oddvar Eriksen (1999). *Is Democracy Possible Today?* Århus: Magtudredningen.

Ole Hammer & Inger Bruun (2000). *Etniske minoriteters indflydelseskanaler*. Århus: Magtudredningen.

Jens Peter Frølund Thomsen (2000). *Magt og indflydelse*. Århus: Magtudredningen.

Jørgen Elklit, Birgit Møller, Palle Svensson & Lise Togeby (2000). *Hvem stemmer – og hvem stemmer ikke?* Århus: Magtudredningen.

Jacob Gaarde Madsen (2000). *Mediernes konstruktion af flygtninge- og indvandrerspørgsmålet*. Århus: Magtudredningen.

Karsten Vrangbæk (2001). *Ingeniørarbejde, hundeslagsmål eller hovedløshøne? Ventetidsgarantier til sygehusbehandling*. Århus: Magtudredningen.

Søren Laursen (2001). *Vold på dagsordenen. Medierne og den politiske proces*. Århus: Magtudredningen.

Jørgen Goul Andersen & Mette Tobiasen (2001). *Politisk forbrug og politiske forbrugere. Globalisering og politik i hverdagslivet*. Århus: Magtudredningen.

Erik Albæk, Peter Munk Christiansen & Lise Togeby (2002). *Ekspert i medierne. Dagspressens brug af forskere 1969-2001*. Århus: Magtudredningen.

Helle Porsdam (2002). *Fra pax americana til lex americana? En diskussion af dansk retliggørelse som en påvirkning fra USA*. Århus: Magtudredningen.

Eva Østergaard-Nielsen (2002). *Politik over grænser: Tyrkeres og kurderes engagement i det politiske liv i hjemlandet*. Århus: Magtudredningen.

Jonathan Schwartz (red.) (2002). *Medborgerskabets mange stemmer*. Århus: Magtudredningen.

Walter Korpi (2002). *Velfærdsstat og socialt medborgerskab. Danmark i et komparativt perspektiv, 1930-1995*. Århus: Magtudredningen.

Steen Thomsen, Torben Pedersen & Jesper Strandskov (2002). *Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv*. Århus: Magtudredningen.

www.ps.au.dk/magtudredningen