

Ejerskab, ledelse og incitamentsstrukturer

Michael Møller og Niels Chr. Nielsen
Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The topic of this article is the interaction between ownership, management and incentives. The track record of specialized mergers appears superior to that of conglomerate mergers. That this should be the case is supported by theoretical considerations. Diversification is better done on the investor level. Usually, management do not have a significant ownership stake in the company they manage. An important issue is how to unify the objective of management and the interests of shareholders, i.e. the optional design of carrots and sticks from an ownership point of view and from society's point of view. A particular important role in this context have the »new« institutional share owners.

Traditionel økonomisk teori er baseret på individuel optimering. Husholdningerne vælger inden for givne økonomiske rammer den kombination af varer og tjenesteydelser, der maksimerer deres behovstilfredsstillelse. Virksomhederne udbyder den kombination af varer og tjenesteydelser, der maksimerer deres profit. På markederne for varer og tjenesteydelser danner der sig priser, der fungerer som informationssignaler i forbindelse med købs-, salgs- og produktionsbeslutninger og skal sikre, at der er den størst mulige overensstemmelse mellem husholdningernes behov og virksomhedernes produktion.

Den faktiske verden afviger imidlertid væsentligt fra denne idealmodel. Stordriftsfordele, specialiseringsfordele, m.v. bevirker, at produktionen af varer og tjenesteydelser typisk varetages af organisationer og ikke af enkeltindivider. Beslutninger og handlinger må nødvendigvis i vid udstrækning decentraliseres, ved at man anmoder andre om at beslutte og disponere på ens vegne.

Herved opstår *principal-agent problemet*, hvor agenten skal foretage handlinger og dispositioner på principalens vegne. Et eksempel er, når personer eller sammenslutninger af personer (vælgere, aktionærer) ansætter folk til at udføre et arbejde for sig. Et grundlæggende problem for disse opdragsgivere er at sikre, at »agenterne« varetager principalernes interesse og ikke agenternes egne interesser. Agenterne vil selvfølgelig som rationelle personer forsøge at maksimere deres egen nytte.

Principalerne søger derfor at udvikle styringsinstrumenter, der sikrer, at agenterne varetager principalernes interesse.

Ejerskab, ledelse og incitamentsstrukturer

Michael Møller og Niels Chr. Nielsen

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The topic of this article is the interaction between ownership, management and incentives. The track record of specialized mergers appears superior to that of conglomerate mergers. That this should be the case is supported by theoretical considerations. Diversification is better done on the investor level. Usually, management do not have a significant ownership stake in the company they manage. An important issue is how to unify the objective of management and the interests of shareholders, i.e. the optional design of carrots and sticks from an ownership point of view and from society's point of view. A particular important role in this context have the »new« institutional share owners.

Traditionel økonomisk teori er baseret på individuel optimering. Husholdningerne vælger inden for givne økonomiske rammer den kombination af varer og tjenesteydelser, der maksimerer deres behovstilfredsstillelse. Virksomhederne udbyder den kombination af varer og tjenesteydelser, der maksimerer deres profit. På markederne for varer og tjenesteydelser danner der sig priser, der fungerer som informationssignaler i forbindelse med købs-, salgs- og produktionsbeslutninger og skal sikre, at der er den størst mulige overensstemmelse mellem husholdningernes behov og virksomhedernes produktion.

Den faktiske verden afviger imidlertid væsentligt fra denne idealmodel. Stordriftsfordele, specialiseringsfordele, m.v. bevirker, at produktionen af varer og tjenesteydelser typisk varetages af organisationer og ikke af enkeltindivider. Beslutninger og handlinger må nødvendigvis i vid udstrækning decentraliseres, ved at man anmoder andre om at beslutte og disponere på ens vegne.

Herved opstår *principal-agent problemet*, hvor agenten skal foretage handlinger og dispositioner på principalens vegne. Et eksempel er, når personer eller sammenslutninger af personer (vælgere, aktionærer) ansætter folk til at udføre et arbejde for sig. Et grundlæggende problem for disse opdragsgivere er at sikre, at »agenterne« varetager principalernes interesse og ikke agenternes egne interesser. Agenterne vil selvfølgelig som rationelle personer forsøge at maksimere deres egen nytte.

Principalerne søger derfor at udvikle styringsinstrumenter, der sikrer, at agenterne varetager principalernes interesse.

Et årtusindgammelt eksempel på dette »agentproblem« er den form, på hvilken jordejere til forskellig tid har valgt at dyrke jorden med fremmed arbejdskraft.

Lidt firkantet kan der siges at være tre hovedmodeller:

1. Jordejeren betaler en daglejer en fast dagløn for at arbejde på sin jord.
2. Jordejeren forpagter jorden bort til en forpagter til en fast pris (typisk målt i tønder korn eller hvad produktet nu er).
3. Jordejeren og arbejderne indgår en sharecropping kontrakt, hvor de deler afgrøden mellem sig i et på forhånd aftalt forhold, f.eks. 50% til hver.

Fordelen ved det førstnævnte system er set ud fra en *risikomæssig* synsvinkel, at risikoen med hensyn til høstens størrelse bæres af den person, der bedst kan tåle at bære den, nemlig jordejeren. Jordejerens velstand vil typisk være så stor, at han kan leve med, at der er udsving i høsten fra år til år. Derimod vil en arbejder, der lever på eksistensminimum, ikke kunne tåle nogen udsving i sin indkomst, opgjort i fødevarer. Problemet ved denne metode er ud fra en *incitamentstankegang*, at daglejeren ikke har noget incitament til at arbejde hårdt for at sikre en god høst. Med en fast løn er han reelt stillet som en person med en marginalsat på 100%. D.v.s. jordejeren vil i den situation være nødt til at ofre betydelige ressourcer på at sikre, at daglejeren rent faktisk arbejder så hårdt, som jordejeren – principalen – kan forlange ifølge kontrakten.

Fordelen ved det andet system – bortforpagtning til fast leje, er at forpagteren har alt muligt incitament til at arbejde så effektivt som overhovedet muligt. For hele ekstraafkastet af hans egen arbejdsindsats tilfalder ham selv. Problemet er, at det set ud fra en risikomæssig synsvinkel, kan pålægge ham større risiko i forbindelse med svingende vejr, skadedyr med videre, end hans indtægt og formue er i stand til at bære.

Det tredje system – sharecropping systemet – ligger imellem disse to yderpunkter. Arbejderen har et incitament til at være effektiv, da hans indkomst er proportional med produktionen. Samtidig bærer han halvdelen af risikoen som følge af svingende vejrforhold med videre.

Det er klart, at der findes et utal af mellemformer mellem de to yderformer. F.eks. kan systemet udformes som en kombination af en minimumløn og en andel af produktionen.

Det er også klart, at der ikke findes ét optimalt system. Hvilket system, der er optimalt, afhænger blandt andet af:

- hvor let det er for principalen at sikre sig, at agenten varetager hans interesser.
- hvor stor forskel der er i produktionen afhængig af, om agenten arbejder så effektivt som muligt, eller om han kun arbejder så meget, som han »tvinges« til.

- hvor stor en rolle spiller udefra kommende forhold for, hvor stort afkastet bliver, i forhold til den rolle, som agentens arbejdsindsats spiller.
- hvor stor risiko kan agenten »tåle« at påtage sig i forhold til principalen.

Agentproblemer er hovedreglen og ikke undtagelsen i den moderne samfund. Der er generelt grund til at tro, at agentproblemerne har været stadig voksende gennem tiden. Det skyldes:

- en stadig faldende andel af befolkningen er selvstændige,
- der er en stadig faldende andel af små virksomheder, hvor ejeren selv deltager i driften og gennem overvågning kan sikre sig, at de ansatte ikke »skulker« på forskellig måde,
- der er stadig stigende grad af komplicerethed, der gør det mere og mere vanskeligt at bedømme arbejdsindsats og marginalproduktivitet af en ansat, jf. f.eks. problemerne med at måle, om en EDB-ekspert eller en forsker yder det maksimalt mulige, og hvad vedkommendes produktion er værd,
- samfundet er præget af en faldende grad af stabilitet og af stadig større samfund. I en mindre by vil eksempelvis en arbejders dårlige ry fra én arbejdsgiver forfølge ham til en anden, d.v.s. at det højere informationsniveau mindsker agentproblemet. Alternativt kan problemet løses ved livslang ansættelse hos en enkelt arbejdsgiver, jf. den japanske model. Men i det vesteuropæiske moderne industrisamfund virker ingen af disse mekanismer.

Der findes grundlæggende to metoder at angribe agentproblemet på:

- kraftig overvågning og kontrol af agenterne, hvilket ofte er forbundet med betydelige omkostninger,
- etablering af incitamentsstrukturer, der gør, at når agenten arbejder i egen interesse, arbejder han samtidig i principalens interesse jf. sharecroppingsystemet.

Et væsentligt problem ved incitamentsmetoden er, at den ofte kommer i strid med risikoallokeringshensyn, idet den sædvanligvis indebærer, at agenten må bære en betydelig risiko. Desuden opstår der typisk problemer vedrørende måling, information og manipulationsmuligheder, ligesom udformningen af en hensigtsmæssig incitamentsstruktur ofte forudsætter en ganske kompliceret kontraktstruktur.

På virksomhedsniveau sker en afgørende beslutningsdelegering fra ejerne (aktionærer) til virksomhedens ledelse, og inden for ledelsen sker der beslutningsdelegering fra bestyrelse til den daglige ledelse, direktionen. Det gælder derfor om at sikre, at i første omgang bestyrelsen har en interesse i at handle i hele virksomhedens interesse, og i næste

omgang gælder det for bestyrelsen om at sikre, at den daglige ledelse har en klar interesse i at handle i hele virksomhedens interesse. Længere nede i hierakiet bliver problemet at sikre den optimale incitamentsstruktur for afdelinger og datterselskaber.

Nutidsværdikriteriet

Det første problem er at præcisere virksomhedens målsætning. Først når denne er præciseret, er det muligt at diskutere ejerindflydelse og at udforme optimale incitamentsstrukturer.

Kapital er ikke gratis. Markedsrenten udtrykker i princippet omkostningerne ved at anvende kapital. For at investeringer i nyt kapitalapparat skal være rentable kræves det derfor, at afkastet overstiger markedsrenten. Jo større risiko, desto større bliver afkastkravet. Det må derfor sikres, at investeringens såkaldte nutidsværdi er positiv, d.v.s. at de diskonterede fremtidige indbetalinger, investeringen giver anledning til, overstiger de (diskonterede) udbetalinger, investeringen bevirker.

Den naturlige generalisering af nutidsværdikriteriet til virksomheden som helhed er, at virksomheden skal disponere på en sådan måde, at nutidsværdien af ejerens investering (den residualaflynnede kapital) maksimeres. Herved opnås den optimale udnyttelse af den kapital, virksomheden disponerer over.

Mere præcist udtrykt går værdimaksimeringsmålsætningen ud på at *maksimere markedsværdien af den eksisterende egenkapital*. Altså den egenkapital, der eksisterer før den betragtede beslutning. Det er ikke selskabets samlede værdi, der skal maksimeres. Og det er heller ikke nødvendigvis markedsværdien af den samlede egenkapital, der skal maksimeres. F.eks. ville markedsværdien af den samlede egenkapital kunne øges ved at emitte ny egenkapital og investere provenuet i halvdårlige projekter med mindre afkast end markedsrenten, hvilket naturligvis ikke er en fornuftig disposition og da også vil reducere markedsværdien af den egenkapital, der eksisterede før nyemissionen.

De ydre rammer

At formulere virksomhedens målsætning som maksimering af egenkapitalens markedsværdi negligerer naturligvis umiddelbart en række væsentlige samfundsøkonomiske aspekter, som f.eks. fordeling, miljø, arbejdsforhold og betalingsbalance.

fordelingsproblemer løses imidlertid ikke hensigtsmæssigt ved en inefficent anvendelse af virksomhedernes ressourcer. Det sker mere hensigtsmæssigt ved generelle påvirkninger af indkomst- og formuefordelingen. Det må desuden bemærkes, at ejerkredsen for virksomhedernes egenkapital er meget mere bredt sammensat nu end tidligere. Det skyldes først og fremmest pensionskassers, ATP's og LD's større samfundsøkonomiske betydning.

Ligeledes løses påtrængende miljøopgaver ikke ved at ændre virksomhedernes målsætning. Miljøproblemer er alt for væsentlige til, at de kan overlades til virksomheder-

nes for godt befindende. Hvis virksomhederne bestræber sig på at maksimere den investerede egenkapitals markedsværdi, har man nogenlunde styr på, hvordan virksomhederne opfører sig, og kan derfor med rimelig sikkerhed ændre denne adfærd ved at ændre de ydre rammebetingelser for virksomhedernes adfærd.

Betalingsbalanceproblemerne løses heller ikke hensigtsmæssigt ved, at virksomhederne i særlig grad begynder at producere eksportvarer eller importkonkurrerende varer, udover hvad der er i deres egen økonomiske interesse.

Optimale incitamentsstrukturer

Virksomhedens målsætning antages at være at maksimere værdien af aktionærernes investering i virksomheden. Denne maksimering foretages af bestyrelse, ledelse og ansatte i øvrigt. D.v.s. at vort agentproblem kan stilles op, som følger:

Målsætning

Maksimere værdien af ejernes investering

Hvem maksimerer?

Bestyrelse

Ledelse

Ansatte i øvrigt

Hvad maksimerer de?

Mest afgørende i denne sammenhæng er bestyrelsens og den daglige ledelses dispositioner.

Det vil normalt være umuligt – eller i hvert fald uhensigtsmæssigt ud fra en omkostningsbetragtning – at få et fuldstændigt sammenfald mellem ejernes interesser og ledelsens interesser. Problemet er derfor ikke at nå den ideale løsning, men at minimere forskellen mellem ejernes interesser og ledelsens interesser, sammenholdt med de omkostninger, der er forbundet hermed.

De kontrolmidler, der er til rådighed for at opnå størst muligt sammenfald mellem ejernes interesser og ledelsens interesser kan enten være eksterne eller interne i forhold til virksomheden.

Eksterne kontrolmidler

Som eksempler på *eksterne kontrolmidler* kan nævnes:

1. Udskiftning af bestyrelsen
2. Markedet for »corporate control«.

Hvad angår udskiftning af bestyrelsen, så er dette normalt vanskeligt, hvis aktiebesiddelsen er meget spredt, eller hvis de, som har væsentlige ejerbesiddelser, ikke er villige til/ikke har lyst til/eller ikke har ret til at udøve deres ejerbeføjelser.¹

På markedet for »corporate control« handles ejerretten til virksomheder. Dette er et kontrolmiddel til at sikre, at ledelsen handler i aktionærernes interesse, eftersom der må forventes at ville blive gjort forsøg på at overtage virksomheden, hvis den disponerer på en sådan måde, at det væsentligt afviger fra ejernes interesser. Nye ejere vil gennem en sådan overtagelse og en ændring af virksomhedens dispositioner kunne øge virksomhedens værdi.

Groft taget kan et forsøg på at overtage en virksomhed være baseret på tre forhold:

1. Virksomheden er dårlig ledet i den forstand, at den nuværende ledelse ikke i tilstrækkelig grad tilgodeser ejernes interesser (mere generelt, at »overtagerne« ved ændrede dispositioner kan øge virksomhedens værdi.
2. Virksomhedens aktiver er undervurderede.
3. »Overtagerne« har et mere optimistisk syn på virksomhedens fremtidsmuligheder end den nuværende ledelse.

Generelt gælder det, at de eksterne kontrolmidler kun har begrænset slagkraft, når det gælder om at sikre sammenfald mellem ledelsens interesser og aktionærernes interesse. Det er som sagt ofte vanskeligt at udskifte en bestyrelse og også at vurdere, om den nuværende bestyrelse gør det godt nok (selvom det går godt for virksomheden, behøver det jo ikke at være bestyrelsens skyld, og omvendt selvom det går dårligt for virksomheden, kan det jo godt være, at bestyrelsen gør et godt arbejde). Og hvad angår markedet for »corporate control«, så er det et marked med meget betydelige transaktionsomkostninger. For det første er det svært at vurdere værdien for et overtagelsesforsøg. For det andet er det dyrt at foretage et overtagelsesforsøg. Ofte synes den præmie, der må betales til aktionærerne i det overtagne selskab, at være så stor, at ejerne af overtageren ender med at tabe på transaktionen. Endelig er der ingen garanti for, at overtagelsesforsøget lykkes.

De eksterne kontrolmidler synes således ikke at kunne forhindre, at der kan være en betydelig divergens mellem ejernes interesser og ledelsens interesser og dispositioner.

1. Jf. f.eks. pensionskassers og ATP's lave profil, når det gælder varetagelsen af deres ejerinteresser.

Interne kontrolmidler

Alternativet (eller supplementet) er at anvende *interne styringsmidler* til at sikre, at ledelsen handler i ejernes interesse. De interne styringsmidler er mange og vidt forskellige, f.eks. forfremmelsesmuligheder, jobsikkerhed, overvågning og strukturering af den økonomiske kompensation til ledelsen.

Der er en meget betydelig forskel på den måde, hvorpå man i forskellige verdensdele søger at påvirke medarbejderne til at varetage ikke deres egne interesser, men aktionærens (eller rettere at sikre, at når de varetager egne interesser, varetager de også aktionærens interesser).

I USA forsøger man både på lederplan og på mellemliderniveau meget kraftigt at påvirke medarbejderne. Der opereres dels med hyppige lønændringer, dels med en lang række incitamentspåvirkende lønordninger. De omfatter:

- aktieoptioner, således at den enkelte ansattes indkomst afhænger af virksomhedens succes,
- bonusordninger, hvor medarbejderen kun får bonus afhængig af, hvor godt han har opfyldt nogle på forhånd definerede mål, f.eks. omsætningsstigning, omkostningsbesparelse o.s.v.
- bonusordninger, hvor der ikke er en formel kontakt, hvor medarbejderen kender den nøjagtige »kriteriefunktion«, men hvor hans nærmeste overordnede tildeler ham bonus på basis af en generel bedømmelse af hans arbejdsindsats.

Problemet herved er blandt andet, at den enkelte ansatte ikke nødvendigvis interesserer sig for virksomhedens succes, men snarere for nogle ganske bestemte delmål, som han muligvis forfølger langt mere, end det er i virksomhedens interesse.

I Japan er systemet helt anderledes. Der er det ganske almindeligt, at den enkelte er tiknyttet virksomheden i en meget lang periode, måske for livstid. I et sådant system er det lettere at acceptere, at man ikke i det enkelte år aflønnes efter fortjeneste; man ser på livsindkomsten. I det japanske system lægges der mere vægt på udviklingen af »team spirit«, evnen til at samarbejde i grupper og varetage hele organisationens interesse. Der vil det f.eks. ikke blive betragtet som god tone med interdepartementale stridigheder med det formål at flytte problemer fra den ene afdeling til den anden afdeling. Den slags stridigheder er almindelige i USA.

Fordelen ved det japanske system er blandt andet, at eftersom man bedømmes over en meget lang periode i den samme virksomhed, er der større sandsynlighed for, at de overordnede er i stand til at bedømme den enkeltes indsats. Samtidig gør systemet, at man også belønnes for tidligere indsats, der isoleret set har være underlønnet. I modsætning hertil vil den amerikanske sælger, der måske i en periode har været underlønnet, ikke

kunne påregne at få en god løn, når hans produktivitet falder. Som det hedder i avisbranchen: »Du er så god som din sidste artikel«.

Det er værd at bemærke, at rationalet for den japanske virksomhed til eventuelt at overlønne sin medarbejder i hans sidste år ikke er taknemmelighed, men derimod, at dette forhold gør, at de nyansatte accepterer at arbejde for en løn, der ikke afspejler deres produktivitet og værdi for virksomheden.

I *Europa* ligger systemet nok imellem de to nævnte ekstremer. Der er ikke tale om livslange ansættelsesforhold som i Japan, men der er heller ikke tale om incitamentspåvirkende lønsystemer i samme grad som i USA.

Fusioner

Et af de væsentligste beslutningsproblemer på virksomhedsniveau er om virksomheden skal fortsætte alene som selvstændig virksomhed, eller om den skal slås sammen med en eller flere andre virksomheder. Og det er nok få beslutningsproblemer, der så klart som dette markerer de forskelle, der kan være i ledelsens, ejernes og samfundets interesser.

Det er vanskeligt at udstikke generelle retningslinier for, hvad der er fornuftige fusioner. De sidste 25 års erfaringer synes dog ret klart at indikere, at konglomeratfusioner (hvor virksomheden spreder sig på nye aktiviteter) gennemgående ikke har været særlig fornuftige fusioner. Der er en lang række af mislykkede konglomeratfusioner. Et standardeksempel er ITT, der fra sin basis telefonvirksomhed ekspanderede ind i nye aktiviteter og herved voksede sig stor, uden at indtjeningen voksede sig tilsvarende stor, og hvor næste generation i ledelsen, for at virksomheden skal kunne overleve, nu må sælge mange af disse nye aktiviteter fra. I det store og hele har denne konglomerat fusionsstrategi vist sig at være en smertelig oplevelse for virksomheden, og ITT er langt fra noget enkeltstående tilfælde.

Derimod har specialiserede fusioner, hvor virksomheden i en større skala foretager det, den allerede gør og er god til, gennemgående været væsentlig større succeser.

Der kan imidlertid ikke formuleres generelle retningslinier for, hvad der er fornuftige fusioner. Der er intet substitut for virksomhedsledelsens branchekundskab og gode judgement. Det væsentlige krav er, at fusionerne er værdiskabende.

Lichtenberg og Siegel har (1987) undersøgt, hvad der sker med produktiviteten, når en virksomhed skifter ejer. Deres undersøgelsesmateriale vedrører USA og omfatter mere end 20.000 produktionsenheder (plants), som er ejet af ca. 6.000 virksomheder. En femtedel af disse produktionsenheder skiftede ejer mindst én gang i perioden 1972-81, og det er på denne baggrund muligt at sammenligne produktivitetsudviklingen i de virksomheder, der skiftede ejer, med produktivitetsudviklingen i de virksomheder, der ikke skiftede ejer. Forfatterne har undersøgt produktivitetsudviklingen 7 år før og 7 år efter ejerskiftet, og det viser sig gennemgående, at produktiviteten falder i årene frem til overta-

gelsen og også i det første år efter overtagelsen, men derefter stiger kraftigt og kommer op på samme niveau som de virksomheder, der ikke har været udsat for overtagelsesforsøg. Produktiviteten vokser således væsentlig kraftigere i de produktionsenheder, der har fået nye ejere, end i de produktionsenheder, der ikke har skiftet ejer.

Lichtenberg og Siegels forklaring på deres resultater er baseret på »matching-ræsonnementer«. Som tiden går, vil effektiviteten i en stor del fabrikker blive forringet, fordi de økonomiske betingelser (teknologiske forhold, efterspørgselssammensætningen, faktorpriser) ændrer sig, og fordi nogle ledere er mindre egnede til at tilpasse sig de ændrede forhold end andre. Denne relative forringelse i effektiviteten skaber mulighed for at forbedre fabrikkenes effektivitet ved et ejerskift. Med andre ord, nogle ejere har en komparativ fordel og andre et komparativt handicap, når det drejer sig om at drive bestemte typer af fabrikker. At få den bedste »match« mellem ejer og fabrik er derfor en væsentlig bestemmende faktor for fabrikkenes produktivitet. En virksomhed med mange fabrikker vil typisk være god til at drive nogle af dem og mindre god til at drive andre. Den vil derfor i et vist omfang forsøge at afhænde de fabrikker, den er mindre god til at drive, til andre, der mener sig bedre i stand til at drive de pågældende fabrikker.

Desuden vil et ejerskift kunne øge produktiviteten af andre grunde. En fabrik, der har virket gennem længere tid, vil have opbygget et netværk af implicite kontrakter med arbejdere, underleverandører og lokalsamfundet. Hvis ændrede økonomiske betingelser nødvendiggør ændringer og tilpasninger, kan det være overordentligt svært for den »gamle ejer« at foretage ændringer og tilpasninger i alle disse implicite kontraktforhold og restrukturere virksomheden. En ny ejer vil være langt friere stillet og vil derfor langt bedre kunne øge effektiviteten.

Selvom Lichtenberg og Siegel klart er den mest omfattende analyse af denne problemstilling, skal resultaterne naturligvis vurderes med nogen forsigtighed. Bl.a. indgår de fabrikker, der er blevet nedlagt, ikke i undersøgelsesmaterialet, og det kan have bevirket en vis skævhed.

Det må også nævnes, at Ravenscraft og Scherer (1987) er kommet frem til noget afvigende resultater, idet de argumenterer, at fusioner har en negativ effekt på effektiviteten. Ravenscraft og Scherer fandt, at den bølge af konglomeratfusioner, der fandt sted i 60'erne og begyndelsen af 70'erne, involverede virksomheder, der var særdeles rentable før fusionen og blev mindre profitable efter fusionen.

Når Lichtenberg og Siegel på den ene side og Ravenscraft og Scherer på den anden side kommer frem til forskellige resultater, kan det skyldes, at det typisk er forskellige typer af virksomhedssammenlægninger, de beskæftiger sig med. Bølgen af fusioner i 60'erne kan meget vel have været uproduktiv, motiveret af topledere, der troede, de takket være deres dynamiske evner og lederegenskaber ved konglomeratfusioner kunne skabe værdiforøgelse, men i virkeligheden skabte et »mismatch« mellem ejer og virksomhed med lavere

produktivitet til følge. I 70'erne er der så sket et udsalg af mange af disse fejkøbte fabrikker til andre virksomheder, der er bedre i stand til at drive dem og har kunnet forøge produktiviteten.

Dette billede svarer helt til den tidligere fremførte skepsis m.h.t. værdien af konglomeratfusioner og til de fremhævede fordele, der ofte er ved specialiserede fusioner.

Med nogen forsigtighed må det derfor kunne konkluderes, at det er væsentligt, at der er et velfungerende marked for ejerskift af virksomheder og fabrikker, idet sådanne ejerskift ofte vil have en væsentlig produktivetsfremmende effekt, men at det naturligvis på den anden side ikke er alle former for fusioner og ejerskift, der har sådanne samfundsgavnige konsekvenser.

Det er imidlertid ikke altid oplagt, at det er i virksomhedsledelsens egen interesse at fremme værdiskabende fusioner, som typisk vil være specialiserede fusioner, der også indebærer en større risiko. Der kan gives adskillige gode grunde til, at en ledelse ofte vil foretrække konglomeratfusioner ved at kaste sig ud i nye aktiviteter. For det første sker der herved en risikospredning, som (på kort sigt) forbedrer ledelsens ansættelsestryghed. For det andet kan man herved komme ind i nye og spændende områder i stedet for de historisk betingede og måske mere kedsommelige aktiviteter, man nu beskæftiger sig med, jf. den iver hvormed alle kaster sig ind i den ny teknologi helt uafhængig af, hvad de i forvejen beskæftiger sig med (den ny teknologi er spændende, udfordrende og »fremtiden«) og ofte taber en forfærdelig masse penge på det (selvom tabene ofte skjules i en god indtjening fra virksomhedens basisaktiviteter). Endelig giver konglomeratfusioner mulighed for at opbygge en stor organisation (modsat specialiserede fusioner, hvor en af fordelene netop er, at man kan »køre« en større virksomhed uden en tilsvarende stor udvidelse af organisationen). Ved konglomeratfusioner bliver der derfor rige muligheder for at etablere attraktive forfremmelsesstillinger for gode medarbejdere, og man bliver selv endnu mere trygt placeret i denne kreds af gode venner.

Diversifikation

Risikospredning er godt, da undgåelig risiko bør undgås. Risikospredning bør imidlertid først og fremmest ske på aktionærniveau. På virksomhedsniveau synes der gennemgående at være klare specialiseringsfordele. Diversifikation på virksomhedsniveau – udover nogle få hovedområder – har ofte været en smertelig oplevelse for virksomhedernes ejere.

Ventureselskaber

I Danmark har der, specielt i den første halvdel af 80'erne, været en kraftig vækst i antallet af ventureselskaber. Den økonomiske succes for disse selskaber har ikke været stor. Tværtimod har et stort antal af disse selskaber sat en ikke ubetydelig del af den

indskudte kapital over styr. Der findes mange årsager til, at det er gået så galt, som tilfældet er.

For det første er der en *selvsorteringsmekanisme*. Den, der har et godt projekt, som han tror fuldt og fast på, vil selvsagt som første prioritet forsøge at gennemføre projektet alene. Skal der fremskaffes penge, vil lånekapital, som ikke skal have andel i projektets forventede gode afkast, være at foretrække. Kun hvis lånekapital ikke kan fremskaffes, vil man begynde at interessere sig for at finansiere med ansvarlig ejerkapital, som skal have andel i projektets forventede gode overskud. Det vil sige, at det er uundgåeligt, at det ofte er de mindre gode eller mere usikre projekter, der finder deres vej til ventureselskaber. I perioder med rigelig kapital (mange nye ventureselskaber) og mangel på gode projekter kan det være svært at modstå fristelsen til lidt overdreven optimisme og at give sig i kast med nogle af disse mindre gode eller mere usikre projekter.

Et andet problem er den *manglende specialisering*. Mange ventureselskaber har givet sig i kast med mange forskellige aktiviteter uden større indbyrdes sammenhæng. I et vist omfang er dette en reminiscens fra 50'erne og 60'erne, hvor det dels (og ofte med rette dengang) var en udbredt opfattelse, at mange mindre virksomheders indtjening kunne forbedres med bedre management, dels var en stærk tiltro til det hensigtsmæssige i diversifikation på virksomhedsniveau. Diversifikationsstrategien har imidlertid i det store og hele vist sig at være fejlagtig, og tiden er løbet fra, at man kan gøre mindre virksomheder bedre blot ved at tilføre generel management ekspertise.

For det tredje er *asymmetrisk information* et problem. Den, som sælger et projekt eller en mindre virksomhed til et ventureselskab, har et klart incitament til at producere biased information, der stiller projektet/virksomheden i det mest gunstige lys. Det er svært for køberen at skille den misledende information fra den korrekte information. Det bevirker let, at der begås fejltagelser, og bevirker en meget høj risikopræmie ved investering i sådanne projekter/virksomheder. Samfundsøkonomisk bevirker det, at markedet for ventureselskabsinvesteringer ikke fungerer optimalt.

Videre har der været en klar tendens til, at ventureselskaber har investeret i *for mange og for små* projekter (virksomheder). Der er næppe tvivl om, at der er sket en undervurdering af de omkostninger, der er forbundet med styring og kontrol af så mange små investeringer.

Ligeledes er der næppe tvivl om, at ventureselskaberne selv gennemgående har været *for små*, således at stordriftsfordele ikke har kunnet udnyttes effektivt, og der ikke har været mulighed for (råd til) at udvikle den ønskelige ekspertise.

Problemerne med overskudsdeling

Den normale måde at forene virksomhedens interesser og de ansattes på er at gøre de ansattes aflønning overskudsafhængig. Af mange grunde er det imidlertid mere hensigts-

mæssigt at knytte de ansattes aflønning til markedsværdier af selskabets egenkapital end at gøre den overskudsafhængig. Besiddelse af aktier eller aktieoptioner bevirker en bedre incitamentsstruktur end overskudsdeling. De fire mest væsentlige problemer med overskudsdeling som incitamentsmekanisme vedrører (1) manipulerbarhed, (2) tidshorisont, (3) vækst, samt (4) risiko.

Enhver regnskabskyndig vil vide, at frihedsgraderne for opgørelsen af det årlige overskud er overordentlig store. Det årlige overskud bliver derfor et særdeles upræcist udtryk for virksomhedens reelle økonomiske resultat.

Det årlige overskud er også et særdeles kortsigtet vurderingskriterium. Mange beslutninger har en rækkevidde, der går langt ind i fremtiden, og fornuften af disse beslutninger afspejles slet ikke i det kortsigtede overskud. Tværtimod kan overskudsdeling bidrage til mindre forskning og færre investeringer, idet forsknings- og investeringsudgifter typisk først giver afkast et stykke tid ind i fremtiden, og måske i de første år har en negativ indflydelse på virksomhedens overskud. For ansatte, hvis tidshorisont kun rækker nogle få år fremover, og som er overskudslønnede, vil det derfor være at foretrække, at der investeres så lidt som muligt, og at forskningen køres på så lavt blus som muligt. Herved fås det størst mulige overskud på kort sigt.

Ligeledes afspejler det løbende overskud ikke virksomhedens risikosituation. Overskud, der er frembragt med meget stor risikotagning, har selvsagt ikke den samme værdi som et overskud, der indtjenes med stor sikkerhed.

Aktiekursen afspejler derimod virksomhedens forventede indtjening over en meget lang periode. Ved oplysningskrav til regnskabsinformation vil manipulationsmulighederne i det kortsigtede overskud blive gennemskuet af markedet, og det er det reelle økonomiske resultat, der er afgørende for aktievurderingen. Ligeledes vil en kortsigtet overskudsindsats ikke afspejle sig i en lavere kurs, hvis udgifterne er fornuftigt begrundede. Tværtimod er der klare indikationer af, at store investerings- og forskningsudgifter typisk bliver positivt modtaget af aktiemarkedet, trods den umiddelbare negative effekt på det regnskabsmæssige overskud. Endelig reflekterer aktiekursen også den usikkerhed, der måtte være knyttet til indtjeningen, idet en usikker indtjeningsstrøm vil blive diskonteret med en højere diskonteringsfaktor end en sikker indtjeningsstrøm.

Det følger heraf, at hvis blot aktievurderingen er nogenlunde korrekt, vil egenkapitalens markedsværdi være et langt bedre udtryk for, hvor godt virksomheden har gjort det, end det regnskabsmæssige overskud. En aflønning, der er afhængig af egenkapitalens markedsværdi, er derfor også et bedre incitamentsinstrument med en aflønning, der er afhængig af det regnskabsmæssige overskud.²

2. Dette betyder ikke, at en sådan aktiekursafhængig aflønning er uproblematisk. I Møller og Nielsen (1988) er en nærmere diskussion af en række af de involverede problemer.

Konklusioner

Stordriftsfordele synes at spille en stigende rolle. Det gælder ikke mindst i meget forskningsintensive brancher. Herved bliver principal-agent problemet også et stigende problem. Der opstår styrings-, kontrol- og informationsproblemer, som bevirker, at der ikke fuldt ud disponeres i ejernes og samfundets interesse. Ledelsen og de ansatte søger i et vist omfang at tilgodese andre interesser. Aktivt ejerskab er først og fremmest ved forskellige kontrolmidler og incitamentssystemer at sikre, at virksomheden, d.v.s. ledelsen og de ansatte i øvrigt, udnytter virksomhedens ressourcer bedst muligt. Et aktivt marked for ejerkapital indsnævrer virksomhedens muligheder for i sine dispositioner at afvige fra ejernes interesser. Den spredning i ejerkredsen, der er sket via de institutionelle investorer, er desuden ensbetydende med en reduktion af de fordelingsmæssige spændinger og af øgede muligheder for bedre at udnytte virksomhedernes ressourcer gennem indtjeningsmæssige incitamenter.

Stort er imidlertid ikke altid godt. Snarere kan man sige, at specialisering som regel er godt. Det kan her være illustrerende at trække en analogi til udviklingen i landbruget. Tidligere tiders »alt-mulig-bedrift« med køer, svin, høns, korn, frøgræs, roer etc., er nu erstattet af specialiserede »landbrugsfabrikker« i form af kornproducenter, svineproducenter, kvægavlere etc. Det er klart, at denne specialisering medfører langt større risiko og derfor kræver et langt større egenkapitalgrundlag. Landbrugets problem er lige præcis, at det mangler denne stærke egenkapitalfinansiering.

Det er en helt tilsvarende specialiseringstendens, man ser i industrien og i serviceindustrien. Risikospredning bør først og fremmest overlades til investorerne, medens virksomhederne skal koncentrere sig om det, de er gode til og kan gøre bedre end de andre virksomheder. De skal ikke foretage risikospredning på ejernes vegne. De stadig mere udviklede markeder for ejerkapital bevirker derimod en stadig kraftigere markering af ejernes afkastkrav.

Litteratur

- Barnea, Amir, Robert A. Haugen, and Lemma W. Senbet. 1985: *Agency Problems and Financial Contracting*.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim. 1988: Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Number 21, p. 3-40.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease, and Clifford W. Smith, Jr. 1988: Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments *Journal of Financial Economics*, Volume 20, No. 1/2.
- Dann, Larry Y., and Harry DeAngelo. 1988: Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, No. 1/2.

Konklusioner

Stordriftsfordele synes at spille en stigende rolle. Det gælder ikke mindst i meget forskningsintensive brancher. Herved bliver principal-agent problemet også et stigende problem. Der opstår styrings-, kontrol- og informationsproblemer, som bevirker, at der ikke fuldt ud disponeres i ejernes og samfundets interesse. Ledelsen og de ansatte søger i et vist omfang at tilgodese andre interesser. Aktivt ejerskab er først og fremmest ved forskellige kontrolmidler og incitamentssystemer at sikre, at virksomheden, d.v.s. ledelsen og de ansatte i øvrigt, udnytter virksomhedens ressourcer bedst muligt. Et aktivt marked for ejerkapital indsnævrer virksomhedens muligheder for i sine dispositioner at afvige fra ejernes interesser. Den spredning i ejerkredsen, der er sket via de institutionelle investorer, er desuden ensbetydende med en reduktion af de fordelingsmæssige spændinger og af øgede muligheder for bedre at udnytte virksomhedernes ressourcer gennem indtjeningsmæssige incitamenter.

Stort er imidlertid ikke altid godt. Snarere kan man sige, at specialisering som regel er godt. Det kan her være illustrerende at trække en analogi til udviklingen i landbruget. Tidligere tiders »alt-mulig-bedrift« med køer, svin, høns, korn, frøgræs, roer etc., er nu erstattet af specialiserede »landbrugsfabrikker« i form af kornproducenter, svineproducenter, kvægavlere etc. Det er klart, at denne specialisering medfører langt større risiko og derfor kræver et langt større egenkapitalgrundlag. Landbrugets problem er lige præcis, at det mangler denne stærke egenkapitalfinansiering.

Det er en helt tilsvarende specialiseringstendens, man ser i industrien og i serviceindustrien. Risikospredning bør først og fremmest overlades til investorerne, medens virksomhederne skal koncentrere sig om det, de er gode til og kan gøre bedre end de andre virksomheder. De skal ikke foretage risikospredning på ejernes vegne. De stadig mere udviklede markeder for ejerkapital bevirker derimod en stadig kraftigere markering af ejernes afkastkrav.

Litteratur

- Barnea, Amir, Robert A. Haugen, and Lemma W. Senbet. 1985: *Agency Problems and Financial Contracting*.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim. 1988: Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, Number 21, p. 3-40.
- Brickley, James A., Ronald C. Lease, and Clifford W. Smith, Jr. 1988: Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments *Journal of Financial Economics*, Volume 20, No. 1/2.
- Dann, Larry Y., and Harry DeAngelo. 1988: Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, No. 1/2.

- Grout, Paul. 1987: Wider Share Ownership and Economic Performance. *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 3, Number 4.
- Har Danmark en fremtid som industrination. 1988: Rapport fra Forum for Industriel Udvikling, København.
- Jarrell, Gregg A., James A. Brickley, and Jeffrey M. Netter. 1988: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, number 1, p. 49-68.
- Jensen, Michael C. 1988: Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives* Volume 2, Number 1, p. 21-48.
- Jensen, Michael C., and Jerold B. Warner. 1988: The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors. *Journal of Financial Economics*, Volume 20, No. 1/2.
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen. 1988: *Aktieoptioner som aflønningsform*. Kbh.
- Ravenscraft and F.M. Scherer. 1987: *Merges, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Paper on Economics Activity.
- Scherer, F.M. 1988: Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 2, Number 1, p. 69-82.
- Schleifer, Andrei and Robert W. Vishny. 1988: Value maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 2, Number 1, p. 7-20.