

Corporate Governance: Økonomi og politik

Steen Thomsen, Professor, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

Corporate Governance – eller selskabsstyring – er et emne, som har tiltrukket sig stor opmærksomhed i de senere år, både i Danmark og i udlandet. Temaet er, hvordan erhvervsvirksomheder styres, ikke hvordan de ledes, men hvordan man styrer ledelsen, hvor det er underforstået, at man ikke bare kan styre ledelsen ved at ansætte en overledelse, for så flytter man bare styringsproblemet et niveau op. Ledelsen af en erhvervsvirksomhed må altså styres gennem andre mekanismer end ledelse – blandt de mest kendte er ejerkontrol, bestyrelse, incitamenter og lovgivning. En meget udbredt formel definition er »kontrol og styring af virksomheder« (Cadbury, 1992).

Corporate Governance er et tværvidenskabeligt område. Fra en politologisk synsvinkel kan man sige, at corporate governance overfører den klassiske diskussion om styreformer til erhvervslivet. Man kan tale om virksomheder, som mere eller mindre autokratisk styres af ledelsen eller om aktionærdemokrati. Deraf iøvrigt det mærkelige ord »governance«. Sociologisk er emnet de institutioner, der styrer virksomhedsledelsens aktivitet. Fra en økonomisk synsvinkel er der tale om de informations- og incitamentsystemer, som virksomhederne ledes efter. Corporate governance er altså ikke virksomhedsledelse som sådan, men rammerne for virksomhedsledelsens adfærd. Blandt de mest debatterede emner kan man fremhæve:

- Ejerskabets indflydelse på virksomheden, eksempelvis spørgsmålet om, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at tillade aktier med forskellige stemmeret (A&B aktier).
- Bestyrelsens rolle, eksempelvis spørgsmål om uafhængighed af den daglige ledelse, eller spørgsmålet om, hvorvidt bestyrelsen skal engagere sig mere aktivt i virksomhedens strategi eller holde sig til en mere kontrollerende funktion.
- Incitamenter (aktier og optioner) til ledelse og bestyrelse: eksempelvis spørgsmålet, om lederne i amerikanske virksomheder får for meget i løn.
- Information og åbenhed, eksempelvis oplysningspligt for børsnoterede selskaber eller revisors rolle (bl.a. som reaktion på Enron og Parmalat).

Interessen kan begrundes på mange måder. Der er en oplagt samfundsøkonomisk interesse i »god ledelse«, og selv om det kan være vanskeligt at konkretisere dette mål, er der vel ingen, som ønsker sig en uduelig eller umotiveret ledelse. Der er dog mange eksempler på en almindelig interesse i, at noget gøres godt, men kun få af disse emner gøres til genstand for nogen videre offentlig debat.

En mere konkret begrundelse er, at der opstår særlige styringsproblemer i store virksomheder, hvor ejerskabet er spredt, og hvor der er adskillelse mellem ejerskab og ledelse. I denne situation opstår der et »magtvakuum«, et behov for underkaste ledelsen »checks and

balances« – altså kontrol-, incitament- og informationssystemer, som kan udskifte en inkompetent virksomhedsledelse, stille den til regnskab for aktionærene og offentligheden (sikre »accountability«) og give den incitamenter til at gøre et godt stykke arbejde for de relevante interessenter frem for at tjene egne interesser. Der er ingen tvivl om, at denne type problemer optager langt hovedparten af ikke mindst den internationale debat. Der er dog ingen logisk grund til blot at tale om corporate governance i børsnoterede selskaber med spredt ejerskab. Der findes også oplagte corporate governance problemstillinger i andre ejerformer, eksempelvis spørgsmålet om styring eller eventuel privatisering af offentlige selskaber (»staten som ejer«, Finansministeriet, 2003), generationsskifteproblemer eller professionelle bestyrelser i familieejede selskaber foruden den vedvarende debat om omdannelse af store andelsselskaber til aktieselskaber.

Hovedparten af corporate governance diskussionen har indtil videre været rettet mod spørgsmålet, om hvordan virksomhedsledelsen kan bringes til at tjene aktionærenes interesser. I de senere år er spørgsmålet om andre stakeholderes betydning dog blevet genstand for større opmærksomhed. Til forskel fra 1960ernes stakeholder-debat, som fokuserede på lønmodtagernes rettigheder og blandt andet førte til skabelse af nogle store offentlige pensionskasser samt medarbejderrepræsentation i bestyrelsen, vedrører debatten efter årtusindskiftet mere forbrugernes og mediernes indflydelse. Spørgsmålet er eksempelvis, om forbrugerne via mediernes kan disciplinere virksomhederne til politisk korrekt adfærd hvad angår miljøbeskyttelse, dyrevelfærd, børnearbejde og andre etiske spørgsmål.

Der kan altså ikke være tvivl om, at corporate governance er et vigtigt emne, og at det er vigtige spørgsmål, der diskuteres i debatten. Spørgsmålet er imidlertid, om der er et overbevisende rationale for offentlig regulering

på området corporate governance, jævnfør de mange emner der ikke bliver politiseret, måske fordi der er andre, endnu vigtigere ting at tage fat på, eller måske fordi det antages, at markedsmekanismen kan løse problemet. På mange områder er det usikkert, om lovgivning eller anden form for regulering for alvor vil kunne bidrage til at løse problemet, blandt andet måske fordi det er usikkert, hvad der skal lægges i, at noget gøres »godt«. I denne artikel vil jeg argumentere for, at noget lignende er tilfældet inden for corporate governance: Der er forskellige holdninger til, hvad corporate governance er, og det er usandsynligt, at politiske indgreb i praksis vil bidrage til bedre corporate governance. Emnet er for kompliceret, den eksisterende viden er begrænset, og god corporate governance synes at hvile på skrædesyede løsninger mere end generelle regler. Dette er dog ikke ensbetydende med, at debatten bør lægges på hylden. Hvis der ikke skal reguleres på området er det naturligvis endnu væsentligere, at der føres en sagligt baseret debat blandt investorer, virksomhedsledere, erhvervsfolk, rådgivere og andre interessenter. Man kan også tænke sig, at der ud af en sådan debat med tiden udkrystalliseres en forståelse, som gør det muligt at gennemføre en værdiskabende regulering. Endelig kan der være gode grunde til at diskutere deregulering på området.

2. At regulere eller ikke at regulere

I den økonomiske reguleringsteori er der kort fortalt to betingelser for, at et politisk indgreb i økonomien vil forbedre samfundets velfærd:

1. Det økonomiske argument: Der må foreligge en markedsfejl og dermed et rationalt for indgreb.
2. Det politiske argument: Markedsfejlen må være større end den forventede politikfejl ved indgrebet: De må være muligt at foretage et indgreb, som ikke gør tingene værre.

3. Det økonomiske argument: Markedsfejl.

Det klassiske rationale for markedsfejl er eksternaliteter – altså at private beslutningstagere ikke tager hensyn til de kollektive konsekvenser af deres handlinger og derfor under visse omstændigheder handler irrationelt set fra en samfundsmæssig synsvinkel.

Det er vanskeligt at se oplagte eksempler på eksternaliteter i corporate governance. Virksomhedernes ejere har den formelle og formentlig også den reelle magt, og de har et oplagt incitament til at udforme selskabsstyringen, så den maksimerer afkastet til ejerne. Det er derfor vanskeligt at se, hvordan offentlig regulering kan gøre tingene bedre.

Investorbeskyttelse. Et argument for indgreb er, at ejerskabet i store selskaber er for spredt til, at aktionærerne i praksis kan håndhæve deres interesser. Selskaberne kan ganske vidst love at tilgodese dem, men det kan være vanskeligt for dem at gøre det troværdigt, hvis der ikke er et juridisk fundament. Aktionærerne kan ganske vidst vælge at sælge deres aktier, men hvis de er dårligt informerede, straffer dette ikke tilstrækkeligt systematisk de dårlige virksomheder. Konsekvensen er, at det almene kursniveau bliver lavere, færre virksomheder børsføres, investorenes valgmuligheder forringes, likviditet og omsætning bliver lavere, hvilket så kan fortsætte i en ond cirkel.

Dette argument er imidlertid yderst dobbelttydigt. På den ene side er det en forudsætning for aktiemarkedet, at aktionærernes ejendomsret beskyttes. På den anden side er det en sandhed med modifikationer, at aktionærernes stilling kan eller nødvendigvis bør styrkes ved hjælp af standardkontrakter – eksempelvis et påbud om en aktie – en stemme. For det første er det tvivlsomt, om de tiltag, der fremhæves i literaturen om investorbeskyttelse, faktisk fastholder virksomhederne på en aktionærvenlig kurs. Stemmeretsfor-

skelle mellem forskellige aktieklasser kan i nogle tilfælde netop ses som en måde at koncentrere kontrollen med et enkelt selskab, således at en enkelt eller nogle få ejere kan løfte kontrolopgaven og free rider problemerne mellem investorerne undgå. Tankegangen om svage investorer – som kan låne lidt fra teorien om forbrugerbeskyttelse – er heller ikke nogen indlysende god beskrivelse af situationen på de finansielle markeder, hvor kæmpestore pensionsfonde og en mængde analytikere i princippet skulle være i stand til at overvinde de værste informationsproblemer.

Større åbenhedspligt er en mulig undtagelse, som faktisk i almindelighed må forventes at komme de svageste investorer til gode, men i praksis er mere information formentlig ikke synonym med bedre information, jf. netop den manglende gennemsigtighed i de stadig mere omfangsrige årsrapporter. Hertil kommer, at netop håndfaste og målbare krav som en aktie- en stemme – der fremføres som eksempel på investorbeskyttelse – er så lette at observere, at de formentlig vil kunne kursfastsættes direkte på markedet.

Det er heller ikke indlysende, at f.eks. krav om en aktieklasse vil styrke likviditeten på en børs som Københavns Fondsbørs al den stund mange selskaber kan og måske vil vælge at lade sig afnotere. Det ville være noget af et tilbageslag for likviditeten, hvis bare halvdelen af de børsnoterede virksomheder med flere aktieklasser valgte at lade sig afnotere.

Minoritetsbeskyttelse. Et tilsvarende argument er, at svage minoritetsaktionærer skal beskyttes i forhold til majoritetsaktionærer eller andre. Her kan problemet med indgreb være, at storaktionærer spiller en positiv rolle, idet de fungerer som vagthunde i forhold til selskabernes ledelse. Indgreb i majoritetsaktionærernes handlefrihed – f.eks. tilbudspligten som vanskeliggør salg af større aktie-

poster til kompetente ejere – kan altså have en negativ indirekte effekt på minoritetsinvestorerne. Sagt med andre ord indebærer lovgiving, som ikke forøger eller direkte ned-sætter selskabernes værdi, blot en administrativ omfordeling mellem forskellige ejer-grupper.

Kreditor- og stakeholderbeskyttelse. Et tredje argument for regulering er beskyttelse af kreditorer eller medarbejdere, hvis velfærd virksomhedens bestyrelse kan påvirke i f.eks. konkurssituationer. Reguleringen på dette punkt har blandt andet ført til en definition af bestyrelsesansvar, som ikke blot er at tjene aktionærernes interesse, men derimod det mere diffuse begreb selskabsinteressen. Et andet resultat er kravet om en vis kapital for at stifte et selskab. Ud over konkurssituationer er det dog vanskeligt at se, hvorfor banker og medarbejdere ikke skulle kunne forsvare deres interesser tilfredsstillende ved forhandlings-løsninger med virksomheden – f.eks. i form af ansættelsesvilkår eller lånebetingelser.

4. Det politiske argument: Politikfejl.

Selv om det i teorien skulle være muligt at forbedre samfundets velfærd gennem regulering, er det ikke indlysende, at den politiske proces i praksis ville frembringe en sådan optimal regulering. Faremomenterne består blandt andet i populisme og manglende information blandt politikerne, særinteresser og manglende forståelse i den offentlige administration og selvsk indflydelse fra forskellige interessegrupper.

Information og forståelse er et væsentligt problem i corporate governance. På grund af emnets kompleksitet er der ingen eller i bedste fald få generelle regler for, hvad der skal forstås ved god corporate governance. Mere fint-maskede regler, som tager højde for de mange forskellige corporate governance problemer i forskellige virksomheder, lande og brancher, er ressourcekrævende og vanskelige at udforme ordentligt, hvorfor de er belagt med en høj

forventet fejlmargen. Der kan med al respekt ikke siges at være nogen dybere forståelse af emnet blandt embedsmænd eller politikere i udlandet eller i Danmark, blandt andet fordi der ikke investeres i at etablere de nødvendige kompetencer. Man kan så tilføje, at det måske er omsonst at investere i en sådan kompetence, hvis der er alligevel ikke er udsigt til, at den kan anvendes produktivt.

Politisk populisme kan forstås som et rationelt forsøg på at opnå genvalg ved mod bedre vidende at spille på vælgerkorpsets uvidenhed og fordomme. Et eksempel er formentlig den amerikanske Sarbanes-Oxley lov, som har før til en mangedobling af det administrative arbejde med corporate governance i form af stramme og meget detaljerede krav til virksomhedernes rapportering og økonomistyring. Loven blev vedtaget efter Enron-skandalen, fordi aktiekursene faldt dramatisk i denne periode, hvor der derfor opstod et behov for at vise handlekraft og »gøre noget«. Men det er usikkert, om Sarbanes-Oxley loven vil have nogen nævneværdig effekt på udsigten til fremtidige skandaler. Derimod er det sikkert, at arbejdet mangledobler rådgiverhonorarerne og lægger beslag på en væsentlig del af den knappe tid i amerikanske bestyrelser. Så meget, at det formentlig ville være klart billigere at acceptere de skandaler, som uvægerligt vil optræde, når en aktiebobbøl brister.

Forskellige interessegrupper har spillet en afgørende rolle i corporate governance debatten. Institutionelle investorer som Calpers eller i Danmark ATP og LD har presset på for regulering, som passer med, hvad de ser som god corporate governance. Blandt andet er de aktive modstandere af forskellige aktieklasser. Dansk Industri har derimod kæmpet for at undgå indgreb. Græsrodsorganisationer og fagforeninger har presset på for regler om korruption, børnearbejde og miljøbeskyttelse. Hvad man end kan sige, om disse interessegrupper, indebærer deres indflydelse på

den politiske proces, at politiske udspil udmærket kan riskere at gøre mere skade end gavn.

Et eksempel er debatten om investorbeskyttelse, der i høj grad drives af de institutionelle investorer, der fremstår som en organiseret og artikuleret pressionsgruppe, der i kraft af sine store investeringer kan lægge økonomisk magt bag sine ord. Debatten drives altså i virkeligheden ikke af svage, men af stærke investorer. Selv om der kan være et behov for investorbeskyttelse, er dette på ingen måde det eneste hensyn i god corporate governance.

På samme måde er fondsbørserne verden over interessenter, der stiller krav til corporate governance både direkte gennem krav til de noterede virksomheder og indirekte gennem deres indflydelse på lovgivningen. Fondsbørserne har en økonomisk interesse i stor omsætning, som ikke nødvendigvis er sammenfaldende med en hensigtsmæssig styring af virksomhederne. Eksempelvis stimuleres omsætningen af aktier givetvis af hyppige meddelelser fra selskaberne, men det er ikke indlysende at dette har en positiv indflydelse på virksomhederne, som må bruge flere penge på økonomisk rapportering og investor relations funktion, og i værste fald fristes til at handle mere kortsigtet for at tækkes markedet.

5. Kodeks og soft law

Der findes mange forskellige former for regulering, og direkte påbud i lovgivningen er kun et af dem. Corporate Governance påvirkes også af blandt andet skattepolitikken (herunder den skattemæssige favorisering af institutionelle investorer, arveafgifter, den afskaffede formueskat m.v.).

Derudover er corporate governance verden over reguleret af mere eller mindre uformelle corporate governance kodeks (jf. i Danmark Nørbyudvalgets kodeks). Disse best practice kodeks formuleres typisk som et sæt

anbefalinger til, hvad der i de enkelte lande formodes at være standarder for godt bestyrelsesarbejde. Selskaberne opfordres så til at forholde sig til disse kodeks - eller forpligtes til at gøre det gennem de såkaldte »comply or explain« regler. Typisk udarbejdes kodeks af en komite bestående af fremtrædende erhvervsfolk og retter sig mod børsnoterede selskaber. Fokus i de fleste codes ligger på bestyrelsesarbejde, men i den engelske combined code gives også en række anbefalinger til god skik blandt investorerne – f.eks. det enkle, at de møder op til generalforsamlingen og stemmer.

Kodeks fremhæves ofte som en mere fleksibel form for regulering, der baseres på frivillighed og udarbejdes af kompetente erhvervsfolk. På nogle områder – f.eks. aldersgrænser, antal bestyrelsesposter eller valgperiode – er det danske og enkelte andre kodeks dog langt mere detaljerede end hvad der normalt nedfældes i lovgivning.

Kodeks er imidlertid en del af reguleringen på corporate governance området, ikke mindst fordi analytikere og investorer har en tendens til mekanisk at omsætte afvigelser fra kodeks til »dårlig corporate governance«. De er også en del af den politiske proces, da institutioner som centralbanken, fondsbørsen eller forskellige ministerier typisk deltager i udpegningen af medlemmer til de komiteer, der udarbejder anbefalingerne. De er således underkastet de samme begrænsninger som fremhævet i det foregående: der savnes et samfundsøkonomisk (og i de fleste tilfælde også erhvervsøkonomisk) rationale for anbefalingerne, og der spores ofte en vis indlydelse af institutionelle investorer og andre interessegrupper i anbefalingerne, i Danmark f.eks. i anbefalingen om at overveje at afskaffe stemmeretsforskelle på aktier.

6. Konklusion

Det er vankeligt at se noget klart rationale for politiske indgreb i corporate governance –

tværtimod forekommer der at være risici og omkostninger. Politik på corporate governance området vil sige institutionelle reformer, der kun bør gennemføres sjældent og langsomt for at få fuld effekt – og for at modvirke usikkerhed om spillereglerne.

Hvis ikke god corporate governance skal udvikles fra oven gennem politiske indgreb, er der imidlertid et særligt stort behov for at føre en professionel diskussion på et erhvervsøkonomisk grundlag – en diskussion som føres løbende i andre erhvervsøkonomiske discipliner som finansiering. Denne diskussion aktualiseres særligt, fordi der i EU kan spores et pres for yderligere regulering på området, og det er ønskeligt i den sammenhæng at levere et dansk bidrag.

Derudover kan der være et behov for at diskutere deregulering på forskellige områder. Et eksempel er tilbudspligten, som er nedfældet i lov om værdipapirhandel og EUs overtagelsesdirektiv, og som indebærer, at overdragelse af en kontrollerende aktiepost kræver, at alle aktionærer skal have mulighed for at sælge deres aktier til samme pris som den overtageren giver for sin aktiepost. Umiddelbart kan dette virke som en uskyldig regel, der kan beskytte de svage småaktionærer. Reglen er blevet indført i alle nordiske lande. Tilbudspligten har imidlertid en række konsekvenser, som lovgiverne formentlig ikke har overvejet. Det har været fremført, at den vanskeliggør virksomhedsovertagelser, der typisk foregår i flere tempi. Hvis man mener, at der er for få virksomhedsovertagelser i Danmark eller Europa er dette en betænkelig sag, som for eksempel kunne hæmme tiltrængte rationaliseringer. Man kan også tænke sig situationer, hvor en overtager tvinges til at afnotere et selskab gennem en 100% overtagelse, hvilket måske ikke er hensigtsmæssigt i betragtning af Fondsbørsens problemer. Det vigtigste problem er dog måske, at tilbudspligten kan være en hindring for godt ejerskab. Børsnoterede virksomheder

har brug for store ejere, der kan føre et effektivt tilsyn med drift og ledelse. Det gode ejerskab har positive effekter, som også kommer minoritetsaktionærerne til gode. De store aktionærer påtager sig i realiteten ledelsesansvaret, de små aktionærer bidrager med kapital og agerer vagthunde, der giver lyd, når der er noget galt.

Men tilbudspligten gør det vanskeligere at samle en større aktiepost med mindre selskabet altså helt skal fjernes fra Børsen, hvilket jo stiller store krav til købers kapitalgrundlag – og iøvrigt reducerer småaktionærernes valgmuligheder.

Hvad der er nok så vigtigt er, at tilbudspligten medvirker til at cementere de eksisterende ejerstrukturer. Grundet generationsskifte, ny ledelse og mange andre forhold er det naturligt, at de gamle ejere i mange tilfælde vil ønske at lade kontrollen med selskabet gå videre til en ny ejer, der måske kan forvalte virksomhedens ressourcer bedre. Men tilbudspligten gør det vanskeligere at gennemføre et sådant vagtskifte.

Empiriske studier af handler med kontrollerende aktieposter viser, at overtageren typisk betaler en kontrolpræmie over markedskursen, men at de øvrige aktionærer også tjener på handlen i form af højere kurser. Dette indebærer, at mindretalsaktionærerne tarv ikke er tjent med tilbudspligten, når den blokerer for den slags transaktioner. Men værre er det nok, at skift i ejerskab typisk ledsages af fornyelse i ledelse, selskabsstruktur og strategi. Tilbudspligten har været motiveret af investorbekyttelse. En kontrollerende aktiepost må naturligvis ikke misbruges af en aktionær til at skaffe sig fordele på de øvrige aktionærers bekostning. Men dette gælder under alle omstændigheder, hvad enten der sker et skift i ejerforholdene eller ej.

Referencer

- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25 (2): 371-396.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. 1991. Negotiated Block Trades and Corporate Control. *Journal of Finance*, 46(3):861-878.
- Barclay, M. J., & Holderness, C. G. 1992. The Law and Large Block Trades. *Journal of Law and Economics*, 35:265-94.
- Barza, F. and M. Becht. (Eds.). 2001. *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press. Oxford.
- Becht, M., P. Bolton and A. Röell. 2002. Corporate Governance and Control. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper 02/2002.
- Krenchel, Jens Valdermar og Steen Thomsen. 2004. Corporate Governance i Danmark. Dansk Industri.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*. 52 (1997): 1131-1150.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2): 471-519.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 2000. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.