

Ejerskab og selskabsstyring (Corporate governance) i dansk perspektiv*

Steen Thomsen, professor, Institut for Udenrigshandel,
Handelshøjskolen i Århus

1. Indledning

Corporate governance (selskabsstyring) har i de senere år påkaldt sig voksende teoretisk og praktisk interesse. I Danmark har 4 danske ministerier og det Økonomiske Råd for nylig taget problemstillingen op (Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet, Økonomiministeriet 1999, Det Økonomiske Råd 1999). Et netværk af danske forskere interesserer sig også for området.¹ På baggrund af denne interesse gives i dette papir en oversigt over emnet og en diskussion af dets relevans for danske forhold.

Der er i litteraturen givet flere definitioner af »corporate governance«. Emnet kan defineres snævert som relationerne mellem investorer og virksomheder (Shleifer and Vishny 1997) eller bredere som »the system by which companies are directed and controlled« (Charkham 1994). Selv om emnet i sin natur er tværvideenskabeligt med elementer af jura, økonomi og sociologi, er det dog i høj grad blevet formet af økonomisk teori, og i dette papir anlægges en økonomisk synsvinkel.

2. Den teoretiske baggrund

Corporate governance diskussionen har teoretisk rod i nyere økonomisk virksomheds-

teori (for en oversigt se Foss, Lando og Thomsen 1998) og særlig agentteori.

Generelt behandler agentteorien (Ross 1973) de incitamentproblemer, som opstår, når en agent handler på vegne af en anden (kaldet principalen), således at principalens nytte afhænger af agentens adfærd. Sådanne interessekonflikter er velkendte i økonomisk teori (f.eks. mellem køber og sælger), men fører til særlige problemer i tilfælde af asymmetrisk information, hvor f.eks. sælger er bedre informeret om produktet end køber. Anvendt på selskabsstyring fokuserer agentteorien på forholdet mellem ejer(e) og leder(e) (Jensen & Meckling 1976), hvor ledelsen opfattes som agent for virksomhedens ejere, der i reglen ikke kan være fuldt informerede om ledelsens dispositioner eller virksomhedens øvrige vilkår. Hvor virksomhederne i neoklassisk teori (eks. Debreu 1959) antages automatisk at maksimere profitten, rettes opmærksomheden i den såkaldte moral hazard model på implementeringen af denne målsætning, idet virksomhedsledelsen opfattes som en selvstændig, nyttemaksimerende agent med andre interesser end profitmaksimering. Der kan være tale om skjult privatforbrug, ambitioner om vækst eller privat

kongedømme, hensyntagen til de øvrige medarbejdere m.v. – eller et hvilket som helst andet motiv end profitmaksimering (Jensen & Meckling 1976). En standardmodel er, at ledelsens nytte afhænger negativt af ledelsens indsats og positivt af ledelsens aflønning, mens ejernes nytte (profit) afhænger positivt af ledelsens indsats.

Flere forskellige mekanismer tænkes at kunne tilskynde ledelsen til profitmaksimerende adfærd, bl.a. risikoen for fjendtlig overtagelse (Manne 1965, Jensen 1986), resultatafhængig aflønning (Ross 1973), medejerskab (Jensen og Meckling 1976), reduktion af informations- asymmetrien gennem bestyrelseskontrol og monitorering (Alchian og Demsetz 1972, Fama og Jensen 1983a), ejerskabskoncentration (Shleifer & Vishny 1986, 1997), en stor gældsandel med deraf følgende pres til at generere likviditet (Jensen 1986), konkurrence på varemærkerne og et dermed reduceret spillerum for ineffektivitet (Hart 1980), kontrol udøvet af banker og andre store kreditorer (Stiglitz 1985, Shleifer og Vishny 1997), offentligt tilsyn og regulering (Demsetz og Lehn 1985). Ingen af disse disciplinerende mekanismer vil dog kunne virke uden omkostninger – f.eks. vil resultatafhængig aflønning påføre agenten risiko, som han må tænkes at kræve kompensation for i form af en højere forventet aflønning, og som i øvrigt under visse omstændigheder kan påvirke ham til at tage for store risici. En generel teoretisk konklusion er, at ingen af disse mekanismer vil virke perfekt (d.v.s. føre til samme efficiente ressourceallokering som ved sammenfald mellem ejerskab og ledelse).

Selskabsstyring kan defineres som en kombination af disse kontrolmekanismer, som vil påvirke selskabets målsætning, adfærd og performance. For hvert selskab kan i princippet findes optimale kombinationer af disse og andre kontrolmekanismer afhængigt af sel-

skabets karakteristika og optimalitetskriterierne. Blandt de relevante selskabskaraktistika kan nævnes selskabets størrelse og finansieringsbehov, aktiviteternes gennemsigtighed, agenternes præferencer og kompetencer samt selskabets institutionelle forudsætninger i form af regulering m.v. . Relevante optimalitetskriterier kan være værdiskabelse (profitmaksimering), konkurrenceevne (overlevelsedygtighed) eller opfyldelse af politiske målsætninger. Virksomhedsteorien har almindeligvis fokuseret på den økonomiske effektivitet af forskellige selskabsstyringsformer forstået som deres omkostningseffektivitet og deraf følgende bidrag til selskabets overlevelsedygtighed under relativt fri konkurrence. Antagelsen er således, at markedsmekanismerne vil tendere mod at udvælge relativt omkostningseffektive styringsformer, mens mindre effektive vælges fra.

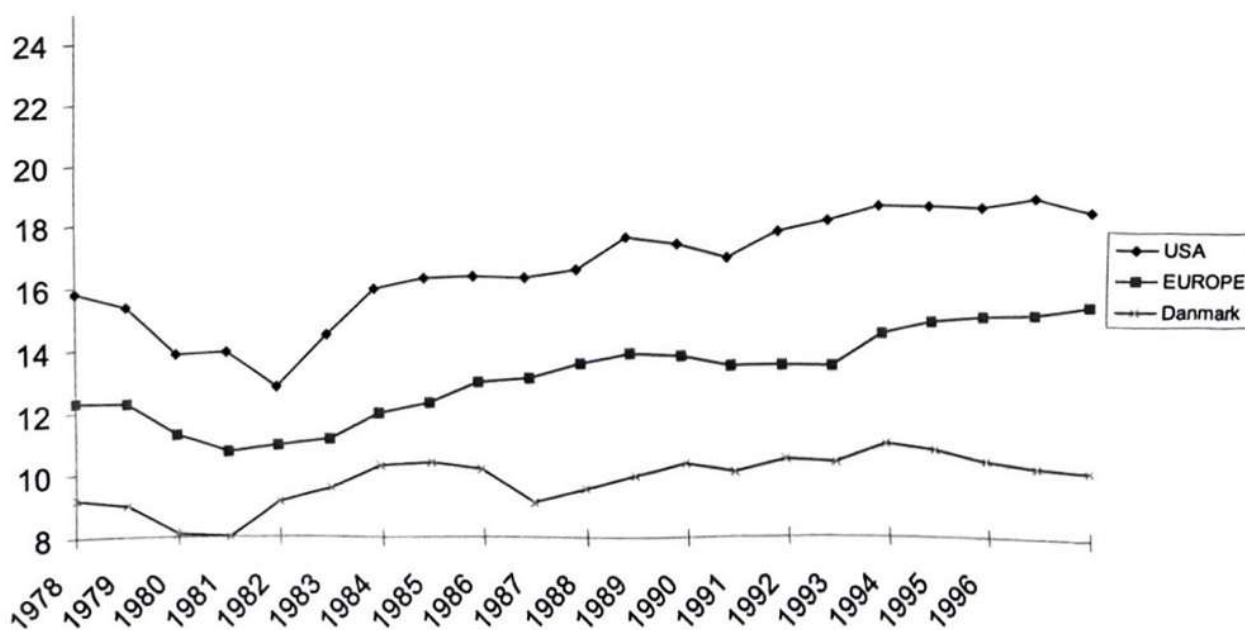
Det følger, at der normalt ikke kan tales om optimal selskabsstyring i generelle termer, men at der tværtimod i reglen kan findes et rationale for forskellige styringsformer under bestemte omstændigheder. Dette gælder eksempelvis for alternative ejerformer som offentligt ejerskab, non-profit organisationer andelsselskaber, medarbejdereje og partnerskaber (Hansmann 1996). Heraf følger naturligvis ikke, at de eksisterende styringsformer altid er optimale, og diskussionen om corporate governance kan i vidt omfang ses som en diskussion af effektiviteten af de eksisterende styringsformer i forskellige sammenhænge. 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), hvilket lægger op til en løbende politisk og erhvervsøkonomisk revurdering.

Mere generelt er konflikten mellem ejerskab og ledelse ikke det eneste mulige agentproblem – f.eks. kan non-profit hospitalet opfattes som en efficient tilpasning til asymmetrisk information mellem læge og patient (Arrow 1962, Hansmann 1980). Som det senere vil blive påvist er der i Danmark et større sammenfald end i USA mellem ejerskab og ledelse, så mange virksomheder ledes af ejerne. I denne sammenhæng forekommer interesse modsætninger mellem majoritets- og minoritetsejere eller mellem ejere og andre interessenter (kreditører, medarbejdere) måske mere relevante end modstillingen af ejerskab og ledelse. Interessekonflikten mellem majoritets- og minoritetsejere kan skyldes, at ejerne har privat nytte af driften, som de måske prioriterer højere end profitmaksimering, mens profitmotivet er dominerende for minoritetsaktionærerne (eks. finansielle investorer). Også for denne type agentproblemer vil kontrolmekanismer som varemærkedskonkurrence, gældspress, bestyrelsesovervågning m.v. dog afhængigt af situationen kunne motivere ejer-lederen i retning af profitmaksimerende adfærd.

3. Selskabsstyring i dansk erhvervsliv

Er der nogen særlig grund til at interessere sig for selskabsstyring i dansk sammenhæng? Dette må bero på en vurdering af dansk selskabsstyrings særlige karakteristika og deres økonomiske effektivitet. Som allerede nævnt, adskiller det danske system sig på flere måder fra systemer af engelsk-amerikansk type, og der også væsentlige forskelle til vores umiddelbare nabolande. Det danske aktiemarked er mindre (i forhold til BNP eller den løbende opsparing) end i USA/UK, hvilket antagelig afspejler den danske virksomhedsstruktur såvel som politisk regulering. Som i Tyskland er de store danske banker relativt store (især efter bankfusionerne i 1989), men som i USA/UK (og i modsætning til Tyskland) kan de ikke besidde kontrollerende aktieposter i ikke-finansielle firmaer, og bankdirektører kan heller ikke sidde i bestyrelsen for ikke-finansielle virksomheder. Som det tyske er det danske bestyrelsessystem tostrengt med adskilt bestyrelse og direktion, hvor der ikke må være sammenfald mellem bestyrelsesformanden og den administrerende direktør. Ligeledes er der som i

Kapitalafkast i erhvervslivet



Tyskland obligatorisk medarbejderrepræsentation i de store firmaers bestyrelse, men noget mindre (2 medlemmer), end i Tyskland hvor medarbejderrepræsentanterne kan udgøre op til 50% af bestyrelsen (Aufsichtsrat).

Hvad angår økonomisk effektivitet er dette naturligvis en vanskeligt målelig størrelse, og navnlig er det vanskeligt at isolere effekten af selskabsstyring fra andre faktorer. Man kan dog ikke sige, at effektiviteten i det danske system er hævet over enhver tvivl. Ovenfor vises til illustration OECD's opgørelse af kapitalafkastet i amerikansk, europæisk og dansk erhvervsliv siden begyndelsen af 1980'erne (OECD Economic Outlook 1997). Netop virksomhedernes indtjening skulle ifølge agentteorien kunne opfatte selskabernes indtjening som et resultat af deres styringsform.

Denne opgørelse er baseret på nationalregnskabstal og undgår derfor en række af problemerne ved sammenligning af årsregnskaber på tværs af landegrænser (se f.eks. Nobes og Parker 1997, Choi og Mueller 1992). I hovedsagen viser den restindkomsten i forhold til et beregnet kapitalapparat. Selv om der er visse sammenligningsproblemer hvad angår niveauet, er der tale om en markant forskellig udvikling i USA, Europa og Danmark. Mens indtjeningen i dansk erhvervsliv i de senere år har ligget på linje med niveauet i 1970'erne (gns. 10.4), er gennemsnittet for EU-landene nu omkring 16% og 18% i USA. I USA er afkastet således ifølge denne opgørelse steget med godt 4 procentpoint i forhold til 1970'erne. For EU-landene (excl. Luxembourg og Portugal) er der tale om en stigning på 2 procentpoint. I Japan er afkastet 4 procentpoint lavere end det var gennem 1970'erne.

Det er bemærkelsesværdigt, at den forøgede indtjening i amerikansk erhvervsliv siden 1980'erne falder tidsmæssigt sammen med en række ændringer i amerikansk selskabsstyring og beslægtede tendenser i amerikansk

ledelsestænkning (shareholder value, downsizing m.v.). Blandt ændringerne i amerikansk selskabsstyring kan nævnes: et forøget pres fra aktive investorer (Pozen 1994), trusler om fjendtlig overtagelse (Jensen 1986a), gearing af kapitalstrukturen for at fremkalde et større likviditetspres (Jensen 1986b), tildelelse af aktieoptioner til ledelsen og valg af eksterne bestyrelsesformænd. Det er sandsynligt, at faktorer som deregulering, vækst i de finansielle markeder og det store og delvis uudnyttede potentiale i informations-teknologien udgør en væsentlig ansporing til udviklingen (Jensen 1994). At de slår så kraftigt igennem i USA sammenlignet med Europa kan sandsynligvis blandt andet henføres til en samfundsstruktur, som på mange måder er forskellig fra europæiske landes. Alligevel rejser de spørgsmålet om der er behov for ændringer i europæisk/dansk selskabsstyring som reaktion på den amerikanske udfordring. Er det lavere indtjeningsniveau i dansk erhvervsliv bæredygtigt på længere sigt i en finansielt og reelt integreret verdensøkonomi? Er vores ejerformer forældede? Har vi for meget egenkapital? Skal vi indføre mere resultataflønning? Er bestyrelserne tilstrækkeligt aktive og indtjeningsorienterede?

Sammenligninger af denne karakter vil altid kunne kritiseres. I en undersøgelse af amerikanske og tyske firmaers regnskabsmæssige indtjening finder f.eks. Blaine (1994) ingen indtjeningsforskelle mellem amerikanske og tyske firmaer, når der korrigeres for regnskabsprincipper. Det er dog oplagt, at en forskningsstrategi, der består i at forklare et bestemt fænomen som et resultat af måleproblemer i et vist omfang vil være selvopfyldende, eftersom der kan inddrages yderligere forklarende faktorer indtil den ønskede forklaring er nået, mens faktorer, der eventuelt accentuerer de observerede forskelle kan udelades af analysen. Billedet af en markant forbedret indtjening i USA fulgt med en vis forsinkelse af EU genfindes dog i mange

sammenhænge f.eks. i EU-kommisionens opgørelser (Panorama of European Industry, 1997) eller i den internationale erhvervspresse (The Economist, 1996), der citerer undersøgelser, som viser at mange store europæiske firmaer ikke dækker deres kapitalomkostninger ind. Tilsvarende studier i USA siden begyndelsen af 1980'erne (Rappaport 1985, Jensen 1993) har udgjort en del af baggrunden for et styrket fokus på »shareholder value«.

Der er dog også mange andre faktorer, der påvirker afkastet på den investerede kapital, ligesom dette kun er et blandt flere performancemål. Eksempelvis har udviklingen i den totale faktorproduktivitet i USA siden begyndelsen af 1980'erne ligget i underkanten af OECD-gennemsnittet. Og indkomst- og formuefordelingen er i samme periode blevet skævere, bl.a. i kraft af store aktiekurstigninger, som først og fremmest har kommet højindkomstgrupperne til gode (Wolff

1998). I den senere del af perioden har udbredelsen af aktieoptioner antagelig ydet et selvstændigt bidrag hertil.

Spørgsmålet om selskabsstyring tangerer altså en bredere diskussion af erhvervspolitik og generel økonomisk politik. Det foregående tjener altså først og fremmest til at motivere en økonomisk-politisk interesse i dansk selskabsstyring. Det kan ikke afvises, at indtjeningen i danske firmaer i en længere periode har været systematisk lavere end i udlandet, og der kan teoretisk argumenteres for, at dette kan skyldes særlige kendetegn ved dansk selskabsstyring. Derfor er det værd at studere området nærmere.

4. Målsætninger

Indtjeningstallene afslører ikke i sig selv, om danske firmaer er mindre indtjeningsorienterede end amerikanske i den forstand, at de prioriterer indtjeningshensyn lavere. For at kaste lys over dette spørgsmål refereres i ta-

*Tabel 1. Hvor vigtige er de følgende mål for Deres virksomhed?
Topledere i USA, Japan og Danmark*

	DK 1997	DK 1997 Gns rang	DK 1997 Standardafvigelse	USA 1981	Japan 1981
Investeringsafkast	1	2,7	1,9	1	3
Markedsandel	2	2,3	1,8	3	2
Produktudvikling	3	3,3	2,1	4	1
Omkostninger	4	3,8	1,8	5	4
Medarbejdernes arbejdsforhold	5	5	2	8	7
Socialt image (og miljø)	6	5,6	1,7	7	6
Markedsværdi ift./ bogført værdi	7	5,6	2,2	6	5
Aktiekurs	8	5,7	2,4	2	8

Kilde: Scherer og Ross (1989) og Steen Thomsen. Den danske undersøgelse viser et gennemsnit af 71 vurderinger i privatejede danske firmaer udvalgt blandt landets 300 største. Spørgsmålet er stillet til den administrerende direktør.

bel 1 resultater af en undersøgelse af, hvordan toplederne i Danmark i 1997 prioriterede mellem 8 forskellige målsætninger. Til sammenligning vises resultater fra tidligere undersøgelser i USA og Japan.

Der viser sig at være markante forskelle mellem USA og Japan, således at indtjeningen prioriteres lavere i Japan. Danmark ligger et sted midt imellem. Kapitalafkastet prioriteres som nr. 1 (som i USA), mens aktiekursen prioriteres lavest som i Japan. Det mest interessante er dog den betydelige spredning, der er i virksomhedernes prioritering. Selv om det højst prioriterede mål (afkast) vurderes som nr. 1 af ca. 1/3 af de 71 adspurgte firmaer, er der 2/3 der vurderer andre mål som væsentligere – f.eks. markedsandel, omkostningseffektivitet eller aktiekurs. Hvis kapitalafkastet i dansk erhvervsliv er forholdsvis beskedent i international målestok, kan det altså hænge sammen med, at langt fra alle virksomhedsledere ser opfyldelsen af dette mål som deres væsentligste opgave.

5. Ejerforhold

Ejerforholdene fremhæves i agentteorien som et vigtigt led i selskabers styring. Tabel 2 viser derfor en sammenligning af ejerforholdene i de 100 største firmaer i USA, Japan, Europa og Danmark anno 1990.

Det fremgår, at ejerforholdene i de største danske firmaer adskiller sig betydeligt fra hvad man finder i USA, Japan og i de største europæiske firmaer, hvilket blandt andet, men ikke udelukkende kan henføres til forskelle i firmastørrelse. Specielt findes i Danmark et større antal andelsselskaber og familieejede firmaer (hvortil her er regnet et betydeligt antal erhvervsdrivende fonde). Dette indebærer eksempelvis, at truslen om fjendtlig overtagelse alene af denne grund er mindre i Danmark end i udlandet.

Internationalt har ejerforholdene i enkelte lande/regioner hver deres særpræg. I USA er

Tabel 2. Ejerskabsforhold i de 100 største ikke-finansielle firmaer 1990

Ejerskab	USA	Europa	Japan	DK
Spredt	90	36	40	13
Dominant	7	33	57	13
Familie	3	13	2	48
Offentligt	0	18	1	11
Andelseje	0	0	0	15
Total	100	100	100	100

Source: Pedersen and Thomsen (1995).

den langt overvejende andel af de største firmaer spredt ejede. I Japan derimod er dominant minoritetsejerskab mere almindeligt i kraft af krydsejerskab (Keiretsu-systemet), hvor virksomhederne inden for samme virksomhedsgruppe (Keiretsu) holder mindre aktieposter i andre virksomheder i samme gruppe. Når disse aktieposter sammentælles (som her), udgør de for et stort antal japanske firmaer en dominant minoritetsaktiepost. I Europa er ejerforholdene tilsyneladende mere pluralistiske, hvilket blandt andet skyldes, at Europa er sammensat af et stort antal nationalstater med hver deres nationale særpræg. En væsentlig del af de store spredt ejede europæiske firmaer stammer således fra Storbritannien, hvor hovedparten af de største firmaer ligesom i USA falder i denne kategori. Derimod er spredt ejerskab langt mindre udbredt på det europæiske kontinent. I Pedersen og Thomsen (1997) dokumenteres betydelige forskelle på ejerforholdene inden for Europa, og det sandsynliggøres, at disse forskelle blandt andet kan henføres til det finansielle system og forskellige former for regulering – f.eks. aktiemarkedets størrelse, koncentrationen i banksektoren, udbredelsen af A&B aktier og landenes åbenhed med hensyn til direkte investeringer. Trods den voksende finansielle integration har internationa-

liseringen af nationale systemer på dette område altså indtil videre været begrænset (Krugman 1995).

Danske ejerforhold karakteriseres altså af en usædvanlig høj frekvens af andelsselskaber, familieej og erhvervsdrivende fonde, men kun i begrænset omfang af spredt ejerskab. Forekomsten af åbne aktieselskaber med spredt ejerskab er begrænset udenfor Storbritannien og USA, og selv om spredt ejerskab ofte antages at være reglen i lærebøger i finansiering, er finansmarkeder og selskabsstyring i USA og Storbritannien altså en undtagelse snarere end reglen i internationale sammenligninger.

De særlige ejerforhold kunne tænkes at påvirke målsætninger og rentabilitet i dansk erhvervsliv. Men det er ikke helt klart i hvilken retning. På den ene side kunne ikke-diversificeret risiko blandt ejerne tænkes at udmønte sig i risikoaversion i virksomhederne, manglende likviditet i ejerskabet kunne tænkes at føre til en relativt kort tidshorizont, og non-profit målsætninger i f.eks. erhvervsdrivende fonde kunne tænkes at resultere i mindre profitsøgende adfærd. På den anden side skulle et koncentreret ejerskab ifølge agentteorien alt andet lige styrke ejerinteresserne. Strandkov, Thomsen og Pedersen (1994) finder ingen systematiske forskelle i indtjening eller vækst blandt privatejede selskaber over pe-

rioden 1982-1992, og denne konklusion bakkes op af Thomsen (1996, 1999) med kontrol for brancheeffekter m.v. Nogle nøgletal (vækst og afkast) for perioden 1982-1992 er angivet i tabel 3, som ligeledes peger på en betydelig ensartethed i målsætninger på tværs af ejerformer. Der er altså ikke tegn på, at indtjeningsproblemerne i dansk erhvervsliv skal henføres til ejerforholdene. Derimod finder Pedersen og Thomsen (1998) blandt europæiske firmaer generelt en tendens til højere aktiekurser (markedsværdi/bogført værdi) i firmaer, hvor den største ejer er en institutionel investor (banker undtaget). Når denne tendens ikke slår gennem i Danmark, kan det bl.a. skyldes organiseringen af den institutionelle opsparing i Danmark.

6. Andre faktorer

Der er altså ikke belæg for, at ændringer i ejerforholdene vil stimulere vækst og indtjening i dansk erhvervsliv. Derfor rettes opmærksomheden mod andre faktorer, som diskuteres i det følgende.

Stock options og andre former for resultat aflønning. Teoretisk set indebærer agentteorien et klart rationale for resultatbaseret aflønning, hvis agentens adfærd har en målelig effekt på firmaets performance. En sådan sammenhæng er mest plausibel for den øverste ledelse, men Møller og Nielsen peger også her på måleproblemer. Flere empiriske un-

Tabel 3. Ejerskab, prioritering og økonomiske resultater

Ejerskab	Prioritering				Egenkapital afkast 1982-92	Omsætningsvækst 1982-92
	Afkast	Produktudvikling	Markedsandel	Aktiekurs		
Spredt	1	2	3	4	10,9	8,9
Familie	1	2	4	8	11,3	11,6
Fond	1	2	3	8	11,4	10,2

dersøgelser (f.eks. Mork et al 1988) peger på en positiv sammenhæng mellem ledelsens ejerandel og firmaers performance (f.eks. markedsværdi/bogført værdi). Nyere undersøgelser (f.eks. Cho 1998) har dog draget tvivl om årssagssammenhængens retning. Det er således muligt, at virksomhedsledere i firmaer med gode fremtidsudsigter har en større tilbøjelighed til at købe aktier i firmaet. I dette tilfælde har resultataflønningen altså karakter af en (skjult) lønforhøjelse. I praksis er det ikke usandsynligt, at begge situationer forekommer, og opnåelsen af en (privat og social) gevinst ved resultataflønning vil derfor bero på en selektiv anvendelse af dette instrument.

Kapitalstruktur. Teoretisk har bl.a. Jensen (1989) argumenteret for, at en øget gældsandel og dermed følgende likviditetspres kan styrke ledelsens incitament til at maksimere indtjeningen for at undgå konkurs. Ifølge Jensen kan en bølge af gældsfinansierede overtagelser i USA have haft denne effekt. Danske firmaer synes generelt at være velkonsoliderede i international sammenhæng, og spørgsmålet er således, om højere gearing, forøgede udbytter, tilbagekøb af aktier m.v. kunne tænkes at stimulere deres performance. Dette afhænger bl.a. af risikoen for konkurs og hvilke omkostninger der er forbundet hermed. I en opgangskonjunktur, som kendetegnede USA i store dele af perioden er omkostningerne antagelig mindre, men den økonomisk-politiske anbefaling vil altså bl.a. afhænge af forventningerne til konjunkturudviklingen.

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 utidsvarende og ineffektivt af teoretiske grunde såvel som praktiske. (Christiansen 1991). Der findes dog ikke entydige teoretiske argumenter mod B-aktier (Lando 1991), som afhængigt af situationen kan tænkes at

bevare et kompetent og engageret familiejerskab ligesåvel som det modsatte. Der er heller ikke empirisk fundet belæg for, at virksomheder med to aktieklasser klarer sig dårligere end andre.

Bestyrelsessammensætning. Der er gennemført en række studier af sammenhængen mellem virksomheders performance og bestyrelsens sammensætning, ikke mindst af bestyrelsens uafhængighed af ledelsen, sammenfald/adskillelse mellem posterne bestyrelsesformand og administrerende direktør, gensidig udveksling af bestyrelsesmedlemmer. En stor del af forskningen har dog taget udgangspunkt i amerikanske institutionelle forhold og kan ikke direkte overføres til en dansk sammenhæng, hvor adskillelsen mellem direktion og bestyrelse, medarbejderrepræsentation m.v. er lovbestemt. Hertil kommer, at resultatet af disse undersøgelser langt fra har været entydigt. En oversigt (Johnson et al 1996) går så vidt som til at sammenligne med den hidtil forgæves jagt på enhjørningen. Når man ikke indtil videre har fundet nogen enhjørning kan det skyldes, at man ikke har ledt grundigt nok. Men det kan også skyldes, at den ikke findes, hvilket forekommer at være en stadig mere sandsynlig forklaring, desto flere forsøg der gøres uden noget klart resultat. Hvad angår dansk selskabsstyring står det klart (bl.a. fra Helge Andersens mange undersøgelser), at enkelte danskere besidder et meget stort antal bestyrelsesposter, og at der er et betydeligt sammenfald af bestyrelsesmedlemmer i mange af de store danske firmaer. Dette forhold kritiseres ofte i pressen, f.eks. med den begrundelse at de mange bestyrelsesposter giver utilstrækkelig tid til den enkelte post og/eller reducerer bestyrelsesmedlemmernes incitament til at udøve kontrolfunktionen. Men andre fortolkning er også mulige – f.eks. en begrænset talentmasse, værdiskabende netværksrelationer m.v. – og det samme fænomen kendes også i udlandet. Der findes altså

ikke belæg for et specielt dansk problem i denne sammenhæng.

Ledelses- og bestyrelsesudskiftning

Også udskiftningen af ledelse og bestyrelse kunne tænkes at have betydning for virksomhedernes performance, men det er dog ikke helt klart, i hvilken retning denne sammenhæng måtte formodes at gå. Udskiftning af ledelse og bestyrelse i tilfælde af det utilfredsstillende resultat skulle alt andet lige forventes at have en disciplinerende effekt. Lausten (1998) finder en sådan sammenhæng på danske data 1992-1995. En lignende effekt dokumenteres over en længere periode nedenfor blandt ca 150 privatejede danske koncerner.

Tabel 4. Udskiftning af administrerende direktør og bestyrelsesformand over en 5-årig periode som funktion af egenkapitalafkastet (Data fra 1982-92)

Egenkapitalafkast	Udskiftning af adm. direktør	Udskiftning af formand
<-10	51%	59%
-10-0	54%	57%
0-5	45%	46%
5-10	36%	46%
10-15	33%	46%
15-20	25%	46%
20-	26%	39%
I alt gns.	38%	48%

Det fremgår, at udskiftningsprocenten som forventet falder med virksomhedens økonomiske resultat både for administrerende direktører og for bestyrelsesformænd (altså, at tilbøjeligheden til at skifte ud er større, når det går dårligt med indtjeningen). Det fremgår dog også, at selv i firmaer med stor ledelsesudskiftning bliver ca. halvdelen af direktørerne og 40% bestyrelsesformændene siddende. Man kan diskutere, om denne be-

mærkelsesværdige stabilitet er for høj. På den anden side kan der være gode argumenter for, at ledelsen bliver siddende i dårlige tider, og en generelt høj ledelsesudskiftning kan tænkes at forkorte ledelsens tidshorisont og dermed muligvis føre til et dårligere økonomisk resultat. Kaplan (1994A) har studeret sammenhængen mellem aktieafkast og ledelses/bestyrelsesudskiftning i Tyskland, Japan og USA. Han finder ikke signifikante forskelle på dette punkt mellem disse ellers meget forskellige systemer, og resultaterne forekommer sammenlignelige med de danske.

Bankernes rolle

I Tyskland har de store banker traditionelt spillet en vigtig rolle i industrialiseringen og udøver fortsat en væsentlig indflydelse på de største tyske firmaer både som dominerende universalbanker for den enkelte virksomhed (Hausbanken), som direkte ejere og som forvaltere af småaktionærers aktier. Visse af de japanske virksomhedsgrupper er også organiseret omkring en storbank, og lignende konstruktioner kan findes i Sverige, Belgien og Frankrig til forskel fra USA og Storbritannien, hvor bankerne er mindre, mere specialiserede og ikke må eje eller kontrollere ikke-finansielle virksomheder. Historisk har banker spillet en rolle i dansk industrialisering (ligesom i øvrigt i USA), men efter 1. verdenskrig indebar en række bankkrak en regulering af mere engelsk-amerikansk type bl.a. med forbud mod bankejerskab og – bestyrelses-repræsentation i ikke finansielle virksomheder. I nyere tid har deregulering af den finansielle sektor og en række sammen slutninger dog indebåret, at de danske storbanker har nået en anseelig størrelse og i højere grad har fået status som universalbanker. Det er i litteraturen blevet fremhævet, at det tyske system indebærer fordele med hensyn til langsigtet kreditgivning og kontrol, og visse studier har da også fundet belæg for sådanne fordele (eks. Cable 1985, Hoshi et al. 1990a, 1990b, 1991), men andre studier har sæt tvivl om deres eksistens (e.g. Ed-

wards and Fischer 1994). Hertil kommer, at den alvorlige økonomiske krise i Japan synes forbundet med en krise i banksystemet, hvilket igen henleder opmærksomheden på de makroøkonomiske risici ved en tæt sammenkobling mellem banker og ikke-finansielle virksomheder.

Konkurrence på outputmarkederne. Intuitivt forekommer det nærliggende, at konkurrence på outputmarkederne kan medvirke til at disciplinere virksomhedsledelsen i retning af profitmaksimerende adfærd. Denne ide er formaliseret af Hart (1983) og Nickel (1996). Nickel m.fl. (1996, 1997) finder samstemmende, at mere atomistiske markedsforhold på den ene side fremmer faktorproduktiviteten, men på den anden side reducerer virksomhedernes indtjening.

7. Diskussion

Den begyndende diskussion af dansk selskabsstyring synes berettiget. Dansk selskabsstyring adskiller sig på flere måder fra, hvad man finder i udlandet, og det er ikke indlysende, at danske firmaer klarer sig tilfredsstillende i international sammenligning. Dog er der ikke i det foregående fundet belæg for at de særlige danske ejerforhold belaster danske firmaers økonomiske effektivitet. Diskussion peger snarere på, at problemerne i dansk selskabsstyring må henføres til systemeffekter, eksempelvis de skattemæssige incitamenter til indtjeningsmaksimering. Hvis virksomhedernes beslutningstagere har et valg mellem privat nytte og indtjening, vil en hård beskatning af indtjening øge forbruget af private goder.

Også andre faktorer kan dog tænkes at påvirke effektiviteten i dansk selskabsstyring. Internationaliseringen af kapitalmarkederne indebærer, at danske firmaer i stigende grad sammenlignes med udenlandske firmaer og forventes at yde en tilsvarende forrentning af den investerede kapital. På længere sigt vil en manglende evne eller vilje til at møde disse

krav vise sig i lavere aktiekurser og højere kapitalomkostninger og dermed ringere international konkurrenceevne. Indtjeningen i dansk erhvervsliv kunne altså stimuleres gennem en yderligere internationalisering af kapitalmarkederne, f.eks. ved at fremme mobilitet og internationalisering af den voksende danske pensionsformue.

Som påvist i det foregående er mange danske firmaer imidlertid i kraft af deres ejerforhold på kort og mellemlangt sigt afskærmet fra sådanne investorkrav. Nogle – specielt velkonsoliderede familieaktieselskaber og erhvervsdrivende fonde – besidder endda betydelige frihedsgrader med hensyn til målsætninger og fremtidig investeringspolitik m.v., og de må antages i nogen grad at være påvirkelige af den offentlige mening. For disse firmaer kan politiske forventninger og ønsker – f.eks. hvad angår etik, social ansvarlighed, national konkurrenceevne, offentligt-privat partnerskab, lokalsamfund m.v. – have betydning. Mens det formentligt er urealistisk og politisk set vanskeligt at fastholde virksomhederne på krav om indtjening og økonomisk effektivitet, kan udsendelsen af modsatte signaler foregå mere eller mindre afbalanceret.

Noter

* En tidligere version af dette papir har været forelagt ved Finansministeriets workshop om udvalgte corporate governance problemstillinger, onsdag den 25 november 1998. Jeg er taknemmelig for kommentarer fra Morten Bennedsen, Torben Pedersen og Carsten Engsig.

1. Se den påbegyndte hjemmeside på www.dcg.dk. Medlemmer af The Danish Corporate Governance Research Network er *Handelshøjskolen i Aarhus*: Morten Balling (Rektor), Paul Krueger Andersen (Professor, Juridisk institut), Tor Eriksen (professor, økonomisk institut) Mette Neville (lektor, juridisk institut), Carsten Sørensen (lektor, juridisk institut), Helle Lønroth (adjunkt, institut for udenrigshandel), Hanne Nørreklit (lektor, institut for udenrigshandel), Jesper Strand-

skov (professor, institut for udenrigshandel), Steen Thomsen (professor, institut for udenrigshandel). *Handelshøjskolen i København*: Kåre Dullum (adjungeret professor, institut for international økonomi og virksomhedsledelse), Torben Pedersen (professor, institut for international økonomi og virksomhedsledelse) Nicolai Foss (professor, institut for industriøkonomi og virksomhedsstrategi), Henrik Lando (lektor, Institut for Finansiering), Henrik Matthiesen (Ph. D. studerende., institut for international økonomi og virksomhedsledelse), Thomas Plenborg (lektor, institut for regnskabsvæsen og økonomistyring), Arthur Stonehill (professor emeritus), Ole Sørensen ((lektor, institut for regnskabsvæsen og økonomistyring), Johannes Mouritzen (lektor, institut for finansiering), Finn Østrup (lektor, institut for finansiering) *Andre Institutioner*: Morten Bennedsen (forskningsadjunkt, Økonomisk Institut, Københavns Universitet), Mette Lausten (AKF).

Litteratur

- Andersen, Helge. 1965. Hvem ejer Danmark? Div. Udgaver.
- Arrow, K. J. . Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. American Economic Review vol. 53. p. 941-973. 1963. Reprinted in *Collected Papers of Kenneth Arrow. Vol. 6. Applied Economics*. Belknap press. Cambridge Ma. 1985.
- Berle, A and C. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan. New York.
- Blaine, Michael (1994). 'Comparing the Profitability of Firms in Germany, Japan and the United States', *Management International Review*, **34** (2), pp. 125-148.
- Buzzacchi, L. and M. Colombo (1996). Business groups and the determinants of corporate ownership', *Cambridge Journal of Economics* **20** (1), pp. 31-51.
- Cable, J. (1985). 'Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks', *The Economic Journal*. **95** (377), pp. 118-32.
- Charkham, J. P. (1994). *Keeping Good Company – A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Clarendon Press. Oxford.
- Cho, M. (1998). Ownership Structure, Investment, and The Corporate Value: An Empirical Analysis', *Journal of Financial Economics*, **47** (1), pp. 103-121.
- Christiansen, J. A. og B-aktier – En økonomisk analyse. Økonomi og Politik. 1991.
- Cubbin, J. and D. Leech (1983). 'The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement', *The Economic Journal*, **93** (370), pp. 351-369.
- Demsetz, H. and R. Ricardo-Campbell (1983). 'The Structure of Ownership and The Theory of the Firm', *Journal of Law and Economics*, **26** (2), pp. 375- 394.
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). 'The structure of corporate ownership: Causes and consequences', *Journal of Political Economy*, **93** (6), pp. 1155-1177.
- The Economist. »Past masters. Present Pupils. A Survey of Business in Europe.« November 23rd. 1996.
- Edwards, J. and Fisher, Klaus (1994). *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press, Cambridge. UK.
- The European Commission. Panorama of European Industry, 1997 og tidligere.
- Fama, E. (1980). 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy* **88** (2).
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983). 'Agency Problems and Residual Claims'. *Journal of Law and Economics*, **26** (2), pp. 327-49.
- Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet, Økonomiministeriet. Debatoplæg om aktivt ejerskab. Maj 1999.
- Foss, N. J., Lando H. and Thomsen S.: »The Theory of the Firm«, *Encyclopedia of Law and Economics*, Forthcoming..
- Hansmann, H. (1988). 'Ownership of the Firm'. *Journal of Law, Economics and Organization*, **4** (2), pp. 267-305.
- Hansmann, H. (1996). *The Ownership of Enterprise*. The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge Ma.
- Hart, O. (1983). 'The Market Mechanism as an Incentive Scheme', *Bell Journal of Economics* **74**.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford University Press. New York.
- Hart, O., A. Shleifer and R. W. Vishny (1996). 'The Proper Scope of Government. Theory and an Application to Prisons'. *National Bureau of Economic Research. Working Paper 5744*. September.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein (1990a). Banking, Monitoring and Investment. Evidence

- from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships'. In Hubbard, Glen R. (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press. Chicago.
- Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Sharfstein (1990b). 'The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan'. *Journal of Financial Economics* 27 (1), pp. 67-88.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Sharfstein (1991). Corporate Structure, Liquidity and Investment. Evidence from Japanese Industrial groups'. *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), pp. 35-60.
- Kaplan, Steven, »Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany,« *Journal of Law, Economics and Organization*, April 1994a, 10, 1, 142-59.
- Kaplan, Steven, »Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States,« *Journal of Political Economy*, June 1994b, 102, 3, 510-46.
- Kester, C. W. (1992). 'Industrial groups as Systems of Contractual Governance'. *Oxford Review of Economic Policy*, 8 (3), pp. 24-44.
- Jensen, M. (1989) 'Eclipse of the Public Corporation', *Harvard Business Review*, 67 (5), pp. 61-75.
- Jensen, M. (1993) 'The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems'. *The Journal of Finance*, 48 (3), pp. 481-531.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*. 3 pp. 305-360.
- Lando, H. 1991. Bør B-aktier forbydes? *Nationaløkonomisk Tidsskrift*.
- Laporta, R., L. de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (1996). 'Law and Finance'. Discussion Paper Number 1768. Harvard Institute of Economic Research. Harvard University. Cambridge, MA.
- Jensen, Michael. 1986. »Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,« *American Economic Review, Papers and Proceedings* 76.
- Lausten, M. 1998. Ceo Turnover, Firm Performance and Corporate Governance. Unpublished Working paper. Aarhus School of Business.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988). 'Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis', *Journal of Financial Economics*, 20 (1), 293-315.
- Møller, Michael og Nielsen, Niels Christian. Aktieoptioner som aflønningsform, Et debatoplæg.
- Nickel, S. (1995). *The Performance of Companies*, Blackwell, Oxford.
- Nickel, S., D. Nicolitsas and N. Dryden (1997). 'What makes firms perform well?' *European Economic Review*, 41 (3), pp 783-796.
- OECD: Economic Outlook, June 1997.
- Pedersen, T. and S. Thomsen (1997). 'European Patterns of Corporate Ownership'. *Journal of International Business Studies* 28 (4).
- Pedersen, T. and S. Thomsen (1998). 'Industry and Ownership Structure'. *International Review of Law and Economics*.
- Pedersen, T. and Thomsen, S. (1999). 'Economic and Systemic Explanations of Ownership Concentration among Europe's Largest Companies'. *International Journal of the Economics of Business*, forthcoming.
- Pedersen, T. and Thomsen, S.: Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies Working paper, Aarhus School of Business.
- Pozen, Robert C.: Institutional Investors: The Reluctant Activists. *Harvard Business Review*, Jan-Feb. 1994.
- Rappaport, A. 1985. Creating Shareholder Value. Harvard University Press.
- Roe, M. (1991). 'A Political Theory of American Corporate Finance', *Columbia Law Review*, (1).
- Roe, M. (1994). 'Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan and America': In Baums, T., T. Buxbaum & K. J. Hopt (eds). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin. de Gruyter.
- Ross, S. A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review* 63.
- Rydqvist, K. (1992). 'Dual-Class Shares', *Oxford Review of Economic Policy*, 8 (3).
- Scherer F. M. & Ross, David. Industrial Market Structure and Economic Performance. Houghton Mifflin Company, Boston. 1989.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986). 'Large Shareholders and Corporate Control', *Journal of Political Economy*, 95 (3), pp 461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997). 'A Survey of Corporate Governance'. *Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737-83.
- Short, H. (1994). Ownership, Control, Financial

Structure and the Performance of Firms'. *Journal of Economic Surveys*, 8 (3), pp. 203-249.

Strandskov, J., Steen Thomsen, og Torben Pedersen (1994): »Ejerforhold og Konkurrenceevne«, *Erhvervsfremmestyrrelsen* 1994.

Thomsen, S. »Foundation Ownership and Economic Performance«, »Corporate Governance«, Vol. 4 no. 4, October 1996.

Thomsen, S. »Corporate Ownership by Industrial Foundations«. *The European Journal of Law and Economics* volume 7, 1999.

Wolf, Edward N. Recent Trends in the Size Distribution of Household Wealth, *Journal of Economic Perspectives*, 12(3), Summer 1998.

Det Økonomiske Råd. 1999. Dansk Økonomi forår 1999. Kapitel II. Danske Virksomheder: Ejere, styring og effektivitet.

WTO og den nye handelspolitik

Af Klavs A. Holm, Ulrik Vestergaard Knudsen & Karsten Vagn Nielsen

International handelspolitik er i disse år under dramatisk forandring. WTO er ved at udvikle sig til en af de vigtigste internationale organisationer.

Globaliseringen samt fremkomsten af nye emner og handelspolitiske aktører har ført til en afgørende ændring af rammerne for international handel. Handelspolitiske beslutninger berører mere og mere den enkelte borger i hverdagen.

»WTO og den nye handelspolitik« gør et normalt svært stof let forståeligt bl.a. gennem brug af mange eksempler fra de seneste års handelspolitiske forhandlinger.

»WTO og den nye handelspolitik« er på én gang introduktion, opslagsværk og fremadrettet analyse af den internationale handelspolitik og globaliseringen. Samtidig er bogen velegnet til undervisningsbrug.

De tre forfattere er ansat i Udenrigsministeriet, hvor de gennem en længere årrække har arbejdet med handelspolitik og deltaget i internationale handelsforhandlinger i bl.a. EU og WTO. Forfatterne har desuden erfaring fra foredragsvirksomhed og undervisning samt tidligere udgivelser af bøger og artikler om EU- og handelspolitiske emner.

Klavs A. Holm (f. 1953), cand. scient. pol., er chef for Udenrigsministeriets handelspolitiske kontor. Ulrik Vestergaard Knudsen (f. 1969), cand. polit., er ambassadesekretær ved Den Danske Ambassade i Washington. Karsten Vagn Nielsen (f. 1953), cand. scient. pol., er chef for Udenrigsministeriets kontor for EU-landene og det indre marked.

1. udgave 1999 · 300 sider, hæftet · Bogladepris kr. 450,00 (incl. moms)



Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Gothersgade 133 · Postboks 2126 · 1015 København K
Telefon 33 95 97 00 · Fax 33 95 99 97 · e-mail: fl@djof.dk
Homepage-adresse: <http://www.djof.dk/flhome.htm>