

Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer i danske virksomheder

– Konsekvenser for corporate governance og stakeholder teori

Caspar Rose

I diskussionen af god corporate governance diskuteres, om ledelsen udelukkende bør maksimere aktionærernes økonomiske afkast, eller alternativt også varetage hensynet til andre interessenter, også benævnt stakeholders. Artiklen beskriver hovedresultaterne i en ny empirisk analyse, som belyser i hvor høj grad de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer vægter forskellige stakeholder hensyn i forhold til bestyrelsen som sådan. Det vises, at de medarbejdervalgte selv mener, at de vægter hensynet til lokalsamfundet og miljøet signifikant højere end bestyrelsen som sådan. Der argumenteres med, at de medarbejdervalgte udgør en sund modvægt mod en for snæver fokusering på ejernes interesser, også betegnet shareholder value.

Indledning

I 1973 indførtes en frivillig mulighed for virksomhedens ansatte til at lade sig repræsentere i virksomhedens bestyrelse. Forinden havde der været en heftig diskussion på Christiansborg om, hvordan man kunne sikre lønmodtagerne mere indflydelse på ledelsen af virksomhederne samt fremme økonomisk demokrati. Det sidste blev dog ikke gennemført, men medarbejderne fik retten til at være repræsenteret i virksomhedens bestyrelse og dermed formelt set en vis indflydelse på beslutningsprocessen. De nuværende regler giver de ansatte ret til at besætte en tredjedel af bestyrelsespladserne i virksomheder med over 35 ansatte på årsbasis. Deres rettigheder og pligter er identiske med de generalforsamlingsvalgte, og medarbejderrepræsentanterne kan kun afsættes af de ansatte selv. Medarbejderne i danske virksomheder har ikke bare ret til at vælge til en tredjedel af pladserne til bestyrelsen, men er desuden givet en høringsret via virksomhedens samarbejds- og sikkerhedsudvalg. Formålet er at informere med-

arbejderne om de af ledelsens dispositioner, der direkte berører de ansatte f.eks. om arbejdsmiljøet. I disse udvalg kan virksomhedens forskellige tillidsfolk således give deres mening til kende over for ledelsens dispositioner.

De generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer udpeges af generalforsamlingens flertal, som må forventes at varetage ejernes interesser, dvs. maksimere virksomhedens profit. Man kan dog ikke uden videre antage, at dette også er medarbejderrepræsentanternes interesse. Medarbejderrepræsentanterne kan således tænkes at varetage hensynet til andre interessenter f.eks. ansatte, lokalsamfundet, kunder, leverandører etc. det, vi her vil benævne som *stakeholders*.

Da man indførte retten til repræsentation af medarbejderne i bestyrelsen, var det ikke intentionen, at de medarbejdervalgte kun skulle varetage de ansattes interesser, men derimod at de skulle anlægge et bredere perspektiv og dermed varetage selskabets interesse.

Denne artikel redegør for resultaterne af en nu stor undersøgelse udført af Hans Kurt Kvist og undertegnede, hvor det bl.a. er undersøgt, hvilke interesser de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer varetager i forhold til, hvad de selv mener, bestyrelsen som sådan varetager. Undersøgelsens resultater fremlægges i en ny bog til efteråret på Handelshøjskolens forlag.

Metode

Undersøgelsen omfatter 499 tilfældigt udvalgte medarbejderrepræsentanter i danske virksomheder, som er blevet telefoninterviewet af Danmarks Statistik i september 2003. Datagrundlaget omfatter 263 medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber og 236 i ikke børsnoterede selskaber. Stikprøven er udvalgt fra en liste af samtlige medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer med bopæl i Danmark udskrevet fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsens register (som omfatter en liste med 3087 personer). Den umiddelbare opnåelsesfrekvens er ret høj, nemlig 81 for noterede selskaber og 79 procent for unoterede selskaber. Personer, der var udtrådt for mere end et år siden, indgår ikke i undersøgelsen. Desuden var der en lille gruppe, som CPR-registret ikke kunne finde evt. pga. af dødsfald og flytning til udlandet (15 personer).

Endelig var der en lille gruppe, som var medlem af mere end en bestyrelse (4 personer), som dog kun er interviewet en gang. Den reelle opnåelsesfrekvens er derfor 87 procent, og der er derfor ikke blevet foretaget korrektion for bortfald under databehandling. Teknisk set er der tale om en stratificeret stikprøve med forskellige udvalgsbrøker i de 2 strata dvs. de to typer af virksomheder. Efterfølgende er det store datamateriale blevet bearbejdet statistisk, hvilket er beskrevet i en rapport beregnet til en række faglige karteller.

Vores undersøgelse omfatter kun medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer og ikke de generalforsamlingsvalgte. Der foretages således ikke en direkte sammenligning af holdninger mellem disse to grupper. I stedet har vi først spurgt respondenten om, hvor stor vægt en række hensyn tillægges af bestyrelsen som sådan samt efterfølgende spurgt, hvor stor vægt vedkommende selv, som medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem, tillægger de nævnte hensyn. De fundne resultater skal således ses i dette lys. Samtidig kan der være en risiko for, at der er forskel på udtrykte holdninger og faktisk handling i konkrete situationer. Det kan for eksempel være, hvor hensynet til det lokale miljø står over hensynet til bevarelsen af arbejdspladser (et eksempel var ØK's Sojakagefabrik i København, hvor tillidsrepræsentanterne gik mod de omfattende lokale protester mod kviksvovforureningen).

Begrebet corporate governance og ledelsens loyalitetsforpligtelse

Den grundlæggende forudsætning for eksistensen af et system baseret på markedsøkonomi er tilstedeværelsen af privat ejendomsret kombineret med en antagelse om, at ledelsen søger at maksimere virksomhedens profit dvs. loyalt varetager ejernes interesser. Det sidste er langt fra altid opfyldt, hvilket illustreres af de seneste års store finansskandaler i både USA og Europa, som for alvor har rystet tilliden til de finansielle markeder.

Corporate governance drejer sig om, hvorledes man kan minimere de mulige interessekonflikter, der eksisterer mellem ledelsen og en række af selskabets stakeholdere. Aktionærerne udgør en vigtig stakeholder gruppe, eftersom de ejer virksomheden, men andre stakeholdere såsom medarbejdere, kunder, kreditorer, leverandører, det omgivende samfund etc. spiller også en bety-

delig rolle. Hvorvidt ledelsen udelukkende skal varetage aktionærernes interesser eller tillige varetage hensynet til andre stakeholdere er omstridt. I det første tilfælde taler man om *shareholder value doktrinen*, der er fremherskende i USA og Storbritannien, mens *stakeholder teorien* indebærer, at ledelsen ligeledes bør varetage hensynet til de andre stakeholdere end udelukkende aktionærerne (bl.a. Freeman 1984).

Generelt anerkender man i Europa (bortset fra UK og Irland), at ledelsen ikke ubetinget kun skal søge at varetage aktionærernes interesser. Noget tilsvarende ville være utænkeligt i USA/UK. OECD anerkender ligeledes en højere grad af stakeholder orientering:

“The corporate governance framework should permit performance-enhancing mechanisms for stakeholder participation. Where stakeholders participate in the corporate governance process, they should have access to relevant information.” (OECD Principles for Corporate Governance, III, C-D)

Det danske system må karakteriseres som udpræget stakeholder orienteret, hvilket illustreres af, at lovgivningen indeholder nogle regler, som favner bredere end blot at angå aktionærerne. Aktieselskabsloven indeholder således regler, der skal sikre kreditorerne samt medarbejderens rettigheder, hvilket ikke er tilfældet i amerikansk selskabsret (f.eks. er der ingen minimums kapitalkrav i amerikanske aktieselskaber).

Medarbejderne udgør en særdeles vigtig gruppe af interessenter, da deres velfærd afhænger direkte af ledelsens beslutninger og de målsætninger, virksomheden drives efter. Rettigheden for de ansatte til at lade sig repræsentere i bestyrelsen er et tydeligt tegn på en høj grad af stakeholder orientering i det danske system, hvilket ikke findes i lande, der bekender sig til sharehol-

der value doktrinen jf. Rose & Mejer (2003) for en beskrivelse af det danske corporate governance system. Stakeholder hensynet i Danmark kommer desuden til udtryk inden for selskabsretten, som opererer med begrebet *selskabets interesse*. Udgangspunktet er, at ledelsen skal søge at maksimere det økonomiske overskud til gavn for ejerne. Dog anerkendes det i dansk ret, at domstolene i nogle situationer bør inddrage hensynet til almene samfundsinteresser, når domstolene skal vurdere retmæssigheden af en given handling eller undladelse fra ledelsen side.

Der er således langt fra konsensus om, hvorvidt corporate governance bør indrettes til udelukkende at sikre aktionærernes rettigheder eller alternativt også sikre andre interessenters rettigheder. Der synes dog at være en vis enighed om, at corporate governance vedrører analysen af de strukturer, der minimerer interessekonflikterne mellem ledelsen og de grupper, som direkte gennem indskud af kapital eller på anden måde indirekte er påvirket af ledelsens beslutninger. Det danske Nørby-udvalg definerer corporate governance som følgende:

“De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her benævnt kollektivt “selskabets interessenter”). Interesser omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.” (Nørby-rapporten 2001, 16)

Nørby-udvalget lægger op til, at corporate governance skal sikre, at ledelsen varetager hensynet til alle interessenter. Svagheden ved definitionen er, at den fremtræder for bred og ikke i tilstrækkelig grad er operationel. Man tager med andre ord ikke hensyn til, at der nødvendigvis i nogle situationer vil kunne forekomme interessekonflikter

mellem selskabets interessenter. Kort sagt er problemet, at man under parolen om at tage hensyn til alle interessenter i realiteten nemt kan komme i en situation, hvor man nødvendigvis må vælge side.

“Ingen kan tjene to herrer. Han vil enten hade den ene og elske den anden eller holde sig til den ene og ringeagte den anden.” (Mattæus, kap. 6 v. 24).

Københavns Fondsbørs har netop udgivet en 3. udgave af Nørby-rapporten, som forholder sig kritisk til tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen. Det nævnes bl.a. at:

“De er i kraft af deres ansættelsesforhold i selskabet ikke er uafhængige. Det anbefales, at det enkelte selskab overvejer behovet for, at systemet med medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer forklares i årsrapporten.” (Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005, 38)

Rapporten forklarer, at dette hovedsageligt skyldes hensynet til udenlandske investorer, som ikke på forhånd kender det danske system. Som anbefalingerne er formuleret, er det tydeligt, at man gør opmærksom på, at medarbejderrepræsentation er noget negativt, som er blevet påtvunget virksomhederne fra lovgivers side. Man undskylder eksistensen af de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer over for udenlandske investorer. Men det er dog langt fra tilfældet, at tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen medfører en dårligere overvågning eller kontrol med direktionen. Det forholder sig snarere omvendt, eftersom en direktør vil være mere tilbageholdende med at manipulere de eksterne bestyrelsesmedlemmer f.eks. ved at give misvisende information eller på anden måde fordreje fakta, i forsøget på at få gennemført direktørens planer.

Tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen medfører, at en direktør vil tænke sig en ekstra gang om, inden han vil forsøge at manipulere bestyrelsesmedlemmerne. Dette skyldes, at de ansatte kan tænkes at ville røbe direktørens forsøg på vildledning til de andre bestyrelsesmedlemmer, og når direktøren indser dette, vil vedkommende være mindre tilbøjelige til at foretage sådanne dispositioner, hvilket i sidste ende øger bestyrelsens kontrol og overvågning af direktionen.

Rapporten henviser til, at udenlandske investorer har behov for at blive bekendt med den danske model. Dette kan ikke afvises, men medarbejderrepræsentation er ikke noget ukendt fænomen i udlandet. I vore nabolande er der en lang tradition for medarbejderrepræsentation, hvilket rapportens forfattere naturligvis er bekendt med. Det, man derimod sigter til, er at amerikanske og engelske investorer, som har en immanent aversion mod medarbejderrepræsentation, ikke bør fravælge danske virksomheder, blot fordi vi har et system med medarbejderrepræsentation. I takt med den øgede globalisering, som også omfatter de finansielle markeder, vil det altid være muligt at kunne tiltrække udenlandske investorer, forudsat at virksomheden grundlæggende er sund og rummer et fremtidigt afkast potentiale. Rapportens anbefalinger angående de medarbejdervalgte er med andre ord yderst tvivlsomme. Man kunne i den sammenhæng overveje, om virksomhederne skulle anbefales at beskrive, hvorledes de medarbejdervalgte bidrager til virksomhedens værdiskabelse, f.eks. ved at forbedre bestyrelsens beslutningskompetence.

Relevant litteratur

Det er omstridt i den teoretiske litteratur, hvorvidt corporate governance bør understøtte shareholder value doktrinen eller al-

ternativt stakeholder hensynet. Shleifer & Vishny fremhæver:

“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. How do they make sure that managers do not steal the capacity they supply or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers?” (Shleifer & Vishny 1997, 737)

Teoretisk set kan man legitimere shareholder value doktrinen med, at aktionærerne er residual aflønnede, eftersom aktionærerne først får ret til deres udbytte, når alle andre grupper, herunder medarbejdere, kreditorer og kunder, er blevet kompenseret. Dette indebærer, at kun aktionærerne har et incitament til at overvåge og kontrollere ledelsen jf. bl.a. Fama & Jensen (1983), da de er interesseret i at maksimere selskabets værdi og dermed i sidste ende, maksimerer deres afkast. Roe (1999) analyserer den tyske model og argumenter for, at en af årsagerne til det relativt beskedne antal børsnoteringer (IPO'er) i Tyskland skyldes, at ejerne ikke er villige til at dele magten med medarbejderne i bestyrelseslokalet, hvilket er en af grundene til, at aktiemarkedet i Tyskland er mindre set i forhold til den tyske økonomis størrelse.

Denne anskuelse kritiseres imidlertid af Jean Tirole (2001), som argumenterer for, at definitionen af corporate governance er for snæver:

“Managerial decisions do impact investors but they also exert externalities on a number of natural stakeholders who have an innate relationship with the firm.” (Jean Tirole 2001, 3)

Dette synspunkt støttes også af Monks & Minow (2001), der fremfører, at medarbej-

derne i højere grad end ejerne vil kunne varetage hensynet til helheden, dvs. til alle stakeholdere:

“The employees do not just represent members of the community; they are the members of the community. When it comes to questions of factoring in the long term and allocating externalities, they may have the fewest agency costs or conflicts of interests.” (Monks & Minow 2001, 234)

Man bør i den forbindelse gøre sig klart, at begrebet *selskabets interessenter* ikke er nogen homogen størrelse. Konsekvenserne heraf analyseres af Rose (2004), der sonder mellem henholdsvis *kontrakts og ikke-kontraktmæssige stakeholdere*. Analysen viser, at shareholder value doktrinen ikke kan underbygges ved at henvise til aktionærernes prærogative ejendomsrettigheder. Derimod kan shareholder value doktrinen legitimeres over for de kontraktmæssige stakeholdere, såsom kreditorer, leverandører og til en vis grad ansatte. Det er dog problematisk at anvende shareholder value doktrinen over for ikke kontraktmæssige interessenter i de tilfælde, hvor der foreligger asymmetrisk information mellem virksomhedens ledelse og dens omgivelser.

Der synes ikke at foreligge andre videnskabelige studier, der klarlægger, hvilke interesser medarbejderrepræsentanterne i kraft af deres bestyrelseshverv varetager. Der synes heller ikke at eksistere undersøgelser, der belyser relationen mellem stakeholder teorien og medarbejderrepræsentation i bestyrelsen. En mulig forklaring er, at medarbejderne i lande med Common Law ikke har denne ret, hvilket har bevirket at forskningen, der er meget domineret af den amerikanske dagsorden, ikke har fundet dette emne af tilstrækkelig stor betydning. Common Law lande bygger hovedsageligt deres retssystem på dommerskabet ret og i mindre

grad på en detaljeret kodifikation af retstilstanden f.eks. i love, bekendtgørelser etc., som bl.a. genkendes i Danmark.

Royle (2003) foretager et case-studie af fastfood restauranten McDonalds' forhold til de ansatte i syv europæiske lande, der alle har en eller anden form for lovbestemt medarbejderrepræsentation. Det konkluderes, at McDonalds har haft held til at underminere de ansattes ret til repræsentation, selvom de nationale lovgivninger på området synes at yde de ansatte en forholdsmæssig stor grad af repræsentation i virksomhedens ledelse. Dette er sket ved at finde 'huller' i de respektive landes lovgivning, og Royle (2003) stiller spørgsmålstegn ved, om de nationale love på området er gearet til at multinationale virksomheder som McDonalds.

Dinh (1999) foretager et case-studie af dannelsen af den enorme amerikansk-tyske bilkoncern, Daimler-Chrysler, hvor der fokuseres på de konflikter, der opstår når to bilfabrikker med så vidt forskellige grader af medbestemmelsesret for de ansatte skal integreres. Dinh (1999) viser, at i multinationale selskaber som Daimler-Chrysler er der en risiko for, at ledelsen vil forsøge at stække de arbejdere, hvis rettigheder er stærkest sikret, dvs. i dette tilfælde de tyske arbejderes indflydelse. Dette er ud fra den betragtning, at ledelsen i højere grad ikke ønsker at dele sin beslutningskompetence med virksomhedens øvrige ansatte.

Hoepner (2001) foretager en analyse af de 40 største tyske børsnoterede virksomheders grad af shareholder value orientering. På baggrund af et shareholder value index baseret på data fra årsregnskaber, investor relations, ledelsens aflønning og gennemførelsen af vækstmålsætninger, kvantificeres hver virksomheds shareholder value orientering. Hoepner finder imidlertid, at en højere grad af orientering mod shareholder value ikke bevirker, at selskabet sø-

ger at undgå kollektive aftaler med arbejderne eller underminerer medarbejderens medbestemmelsesret, eller fører til en mere markedsorienteret adfærd over for virksomhedens øvrige interessenter.

Tiras, Ruf & Brown (1999) foretager en sjælden kvantitativ analyse af sammenhængen mellem et selskabs forhold til udvalgte stakeholdere og selskabet værdiskabelse. De tester bl.a. hypotesen om, at selskaber, der fremstår som havende en godt forhold til virksomhedens stakeholdere, herunder ansatte, er i stand til at generere mere værdi end selskaber, der har et mindre godt forhold til virksomhedens stakeholdere. Generelt finder de, at der er en positiv sammenhæng mellem selskaber med gode stakeholder relationer og værdiskabelsen, målt på indtjeningen og udviklingen af egenkapitalen. Dog påpeger forfatterne, at man skal være varsom med at drage entydige konklusioner, eftersom der er et problem med bestemmelsen af kausaliteten i undersøgelsen mellem variablene.

Christensen og Westenholtz (1999) analyserer, hvilke hensyn medarbejderrepræsentanterne tillægger udvalgte kriterier. De medarbejdervalgte vægter selv markeds-kriteriet højst, efterfulgt af nytækningskriteriet og medarbejderkriteriet. Hensynet til samfundet tillægges næsten lige så meget vægt som hensynet til medarbejderne. Mindst hensyn tillægges hensynet til afkastet og ejerne. Det fremgår desuden af deres undersøgelse, at de medarbejdervalgte næsten har de samme præferencer som de generalforsamlingsvalgte, dog med undtagelse af ejerkriteriet, som de generalforsamlingsvalgte tillægger mere vægt. Christensen og Westenholtz' undersøgelser tyder således ikke på, at de medarbejdervalgte tillægger stakeholder hensynet afgørende betydning, men at de derimod er mere bekymrede om at varetage selskabets strategiske position.

Steen Thomsen (2004) har ligeledes undersøgt bestyrelsesstrukturen i danske virksomheder, hvoraf det fremgår, at danske bestyrelser er forholdsvis beskedne, da de i gennemsnit består af 7 medlemmer. Af Steen Thomsens undersøgelse fremgår det bl.a., at der kun i 12 procent af bestyrelserne var en kvinde repræsenteret i år 2000 og andelen af generalforsamlingsvalgte kvinder faldt fra 4,3 procent i 1994 til 2,1 procent i år 2000, hvilket ifølge forfatteren forekommer absurd lavt. Steen Thomsen påpeger endvidere (s. 146), at der ikke synes at være tegn på utilfredshed med medarbejderrepræsentationen, men at det kan skabe nogle forklaringsproblemer i forhold til udenlandske investorer; "der ikke kan forventes at bruge at for meget tid på et kompliceret dansk regelsæt". Samtidig påpeger forfatteren, at der er en uoverensstemmelse mellem den øgede prioritering af bestyrelsesmedlemmernes kompetencer og et system, hvor bestemte medarbejdere udpeges til at sidde i en bestyrelse.

Hypoteser

I det følgende redegøres for otte hypoteser, som knytter sig til, hvilke interesser medarbejderrepræsentanterne varetager, set i forhold til deres opfattelse af, hvad bestyrelsen som sådan lægger vægt på.

Hensynet til de ansatte

Som valgt af medarbejderne er det klart, at medarbejderrepræsentanterne nødvendigvis ikke kan være ligeglade med de ansattes interesser. For at blive genvalgt blandt virksomhedens ansatte kan en medarbejderrepræsentant ikke tåle at fremstå, som om vedkommende ikke varetager de ansattes interesser, men kun sidder i bestyrelsen, fordi der følger en attraktiv aflønning (tantieme) med, kombineret med en vis prestige. Dette gælder i særdeleshed, hvis den faglige akti-

vitet i virksomheden er høj, hvor de ansatte derfor forventer, at medarbejderrepræsentanterne varetager deres interesser.

H1: Medarbejderrepræsentanterne tillægger medarbejderens reaktion stor betydning

Hensynet til fagforeningerne

Fagforeningerne har en naturlig interesse i at påvirke de medarbejdervalgte, således at de bedst muligt varetager fagforeningens interesser, hvilket i teorien er identisk med at sikre de ansatte bedst mulige arbejdsvilkår i virksomheden. Fagbevægelsen afholder bl.a. forskellige bestyrelseskurser for de medarbejdervalgte, der søger at ruste de medarbejdervalgte bedre til deres hverv som bestyrelsesmedlem. Desuden har flere karteller og fagforeninger en rådgivningsfunktion, som de medarbejdervalgte kan trække på, hvis de har behov herfor. Fællesskabet mellem den medarbejdervalgte og dens fagforening fører til, at medarbejderrepræsentanterne vil tillægge fagforeningens reaktion stor betydning.

H2: Medarbejderrepræsentanterne tillægger fagforeningernes reaktion stor betydning

Hensynet til lokalsamfundet

I mange tilfælde vil medarbejderrepræsentanterne, lige som virksomhedens øvrige ansatte, selv bo i nærheden af virksomheden. Dette er især tilfældet, hvis virksomheden er forholdsvis ene om at være repræsenteret i området og dermed fremstår som en slags repræsentant for byen jf. f.eks. LEGO i Billund, Jyske Bank i Silkeborg, Stålvalseværket i Frederikssund etc. I sådanne tilfælde er der et skæbnefællesskab mellem lokalsamfundet og virksomheden, dvs. hvis det går godt for virksomheden, går det også godt for lokalsamfundet og omvendt.

H3: Medarbejderrepræsentanterne tillægger lokalsamfundets reaktion stor betydning

Hensynet til miljøet

Den øgede fokus på miljøet i de senere år har bevirket, at Folketinget stiller stadig større krav til virksomhedens rapportering af, hvor meget virksomheden forurenar. Denne rapportering kan således fungere som et styringsredskab i forsøget på at mindske forureningen for de virksomheder, der er mest til gene for omgivelserne. I nogle tilfælde kan der være en konflikt mellem hensynet til profitmaksimering og hensynet til et rent miljø, da en reduktion af forureningen ofte vil kræve større investeringer i miljørigtig teknologi. I dilemmaet mellem overskud og miljøhensyn kan man ikke afvise, at de medarbejdervalgte ikke kun ser på virksomhedens drift fra ejernes øjne, men tillige tillægger miljøhensyn stor betydning.

H4: Medarbejderrepræsentanterne tillægger miljøhensyn stor betydning

Hensynet til ejerne

Ejerskabet i unoterede virksomheder er langt mere koncentreret end i børsnoterede selskaber, hvor der ofte er tusinder af aktionærer. For at minimere risikoen (den virksomhedsspecifikke risiko) ved en investering i børsnoterede værdipapirer, bør en aktionær holde en diversificeret portefølje. Dermed besidder investor aktier i flere selskaber, og jo mere selskaberne er negativt korreleret (når aktiekursen stiger på den ene aktie, så falder aktiekursen for den anden aktie), des mindre er risikoen (målt som variansen på porteføljen). Som konsekvens heraf har den enkelte aktionær ikke noget incitament til selv at overvåge og kontrollere ledelsen i det enkelte selskab. Dette skyldes, at en evt. gevinst herved skal deles med de øvrige passive aktionærer, mens den aktive aktionær derimod selv afholder alle omkostningerne hertil. Dette fører til, at ledelsen i mange tilfælde ikke er effektivt

kontrolleret (dette betegnes som free rider problemet). Medarbejderrepræsentanterne skal ikke genvælges af ejerne på generalforsamlingen og kan på kort sigt være mindre bekymrede for aktionærernes reaktion.

I unoterede selskaber er ejerskabet langt mindre spredt, hvilket betyder at bestyrelsesmedlemmerne ved, hvem de står til ansvar over for. Ejeren har desuden et stærkt incitament til at overvåge om ledelsen nu også varetager ejernes interesser. I unoterede selskaber er der således en klar ejerprofil, og modsætningsforholdet mellem de ansatte og ejerne, hvoraf sidstnævnte i mange tilfælde deltager i ledelsen, er tydeligt.

H5: Medarbejderrepræsentanterne tillægger ejerens reaktion mindre betydning

Hensynet til langsigtet afkast

Medarbejderrepræsentanterne har typisk et langt ansættelsesforhold bag sig, inden de bliver valgt til bestyrelsen. I modsætning til de generalforsamlingsvalgte er de medarbejdervalgte i princippet mere loyale, da de ikke på samme måde bare kan sælge deres aktier og forlade selskabet, og dermed bestyrelsen. Det, der afgørende, er således selskabets langsigtede overlevelse og dermed sikringen af arbejdspladser – ikke kun kortsigtede profitmuligheder.

H6: Medarbejderrepræsentanter tillægger langsigtet økonomisk afkast mere betydning frem for hurtigt økonomisk afkast

Hensynet til aktiemarkedet

Når et selskab er børsnoteret, er ledelsen på godt og ondt undergivet markeds kræfterne, også i de situationer, hvor investorerne ikke agerer rationalt. Som konsekvens heraf vil mange bestyrelsesmedlemmer i børsnoterede selskaber derfor opleve, at markedet ikke retter sig efter, hvad man selv synes f.eks. at selskabet egentlig klarer sig fint, men at

markedet ikke altid er af den samme holdning. Derfor må bestyrelsen i børsnoterede selskaber tillægge selskabets værdiskabelse, som afspejler sig i aktiekursen for selskabets aktier, stor betydning..

H7: Medarbejderrepræsentanter i børsnoterede virksomheder tillægger aktiemarkedets reaktion mindre betydning end de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer.

Stakeholder hensynet

Som nævnt indebærer stakeholder orientering, at man ikke udelukkende varetager en bestemt gruppes interesser, hvad enten det er aktionærernes eller de ansattes. Nedenfor er forsøgt specificeret, hvilke interesser henholdsvis shareholder value doktrinen og stakeholder orientering søger at varetage. De hensyn ledelsen forventes at varetage, er således markant forskellige, alt efter om man anlægger et shareholder value perspektiv eller et stakeholder hensyn.

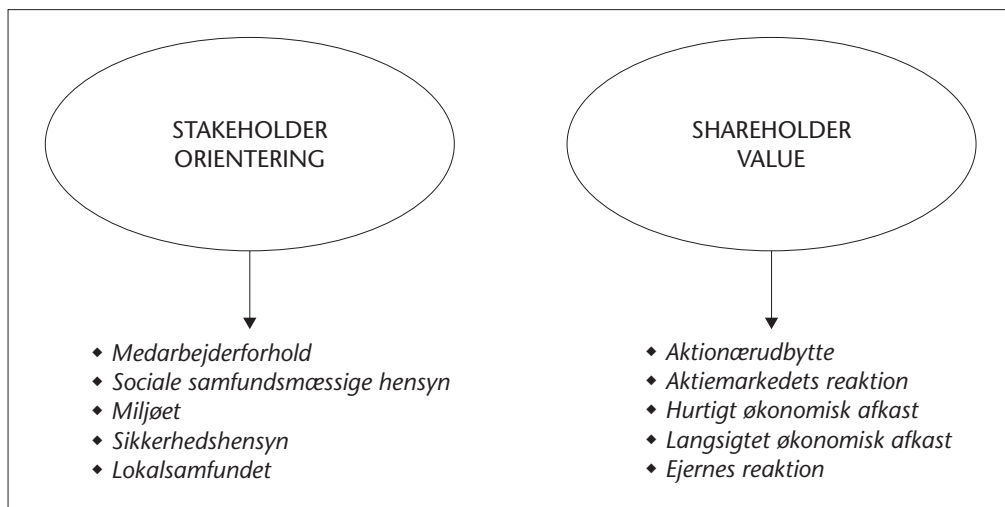
Som repræsentanter for de ansatte må de medarbejdervalgte nødvendigvis tage hensyn til de ansattes arbejdsforhold. Virksomheden påvirker omverdenen gennem sine aktiviteter, men påvirkningen er gensidig. Samtidig er det nærliggende at antage, at

medarbejderrepræsentanterne vil anlægge et bredere perspektiv for virksomhedens eksistens frem for udelukkende at fokusere på en snæver målsætning om profitmaksimering. Dette kan f.eks. ske ved en erkendelse af, at virksomheden bør varetage en bredere målsætning f.eks. ved at udvise social ansvarlighed over for det omgivende samfund, således maksimeringen af det økonomiske afkast ikke er virksomhedens eneste eksistensberettigelse.

Medarbejderrepræsentanterne får alt andet lige en aflønning, der ikke afhænger af virksomhedens overskud (typisk får bestyrelsen en fast gage, uafhængig af hvor stort årets overskud er). Samtidig er det sandsynligt, at der indgår andre forhold i medarbejderrepræsentanternes nyttefunktion end løn og gage, herunder andre interessenters velfærd. Virksomheden kan således påvirke den enkelte medarbejderrepræsentants velfærd negativt ved dens aktiviteter f.eks. ved forurening.

Dette er eksempelvis tilfældet, hvis en medarbejderrepræsentant ansat på Stålvalseværket i Frederikssund selv bor i byen, så vil personen ikke uden videre tolerere, at værket udleder en mængde farlige stoffer, selvom dette er billigere, sammenlignet

Illustration af shareholder value vs. stakeholder teorien



med at investere i foreningsbegrænsende foranstaltninger.

Forestillingen om, at medarbejderne kan betragtes som 'borgere i virksomheden' understøtter også tesen om, at medarbejderne i højere grad repræsenterer stakeholder hensynet (jf. Christensen & Westenholtz (1999, 27) for en diskussion heraf). Borgerrollen er et supplement til lønarbejderrollen, hvor den ansatte ikke bare betragtes som input i produktionsprocessen, men at virksomheden derimod består af en mængde borgere, der tilsammen udgør virksomhedens eksistens. På baggrund heraf opfatter medarbejderrepræsentanten sig ikke kun som de ansattes talerør, men ligeledes som 'samfundets repræsentant', der ikke er begrænset af profithensyn, men derimod indtager et mere holistisk billede af virksomhedens aktiviteter og forhold til omverdenen.

H8: Medarbejderrepræsentanter tillægger stakeholder hensynet mere betydning end hensynet til shareholder value

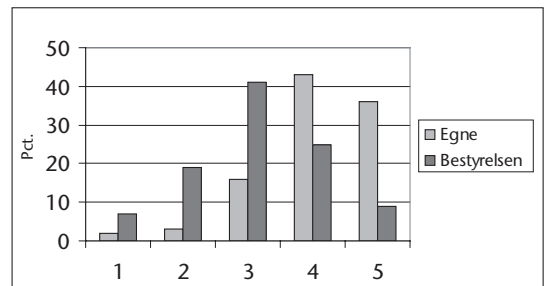
En ulempe ved denne udprægede 'holistiske' synsvinkel kan dog være at investorer, især amerikanske og britiske, vil blive mere tilbageholdende med at investere i danske virksomheder, hvilket øger kapitalomkostningerne. Hvad der er optimalt for samfundet som helhed, beror således på en afvejning af øgede kapitalomkostninger for danske virksomheder imod at man i højere grad sikrer interessenter, der direkte eller indirekte berøres af virksomhedens aktiviteter. Antag eksempelvis at en virksomhed forurener betydeligt og bestyrelsen derfor beslutter at investere et større beløb i foreningsbekæmpelse for ikke at skade lokalbeboernes sundhed. Dette meddeler bestyrelsen fondsbørsen og aktiemarkedet reagerer negativt, da udenlandske investorer sælger ud af deres beholdning. Dette medfører, at det bliver dyrere for virksomheden at skaffe

de fornødne midler, hvis man ikke selv har den tilstrækkelige likviditet. Men i en situation, hvor hensynet til lokalsamfundet er afgørende, kan det ud fra en samfundøkonomisk betragtning, godt accepteres at kapitalomkostningerne for danske virksomheder stiger.

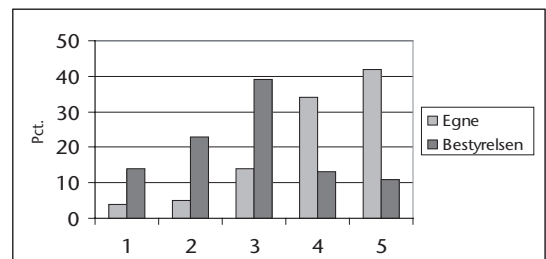
Resultater

Resultaterne viser, hvor meget vægt medarbejderrepræsentanterne tillægger en bestemt stakeholder gruppe samt hvor stor betydning de selv mener, bestyrelsen som sådan, tillægger den pågældende stakeholder (på en skala fra 1 til 5, hvor 5 er maksimal betydning). I det følgende er kun vist de såkaldte marginalfordelinger for svarene i de to kategorier (egne og bestyrelsen).

Tabel 1a: *Holdninger til medarbejdernes reaktion i noterede virksomheder*



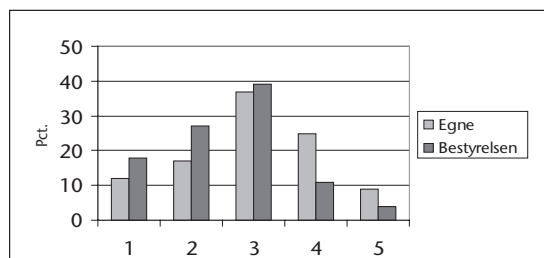
Tabel 1b: *Holdninger til medarbejdernes reaktion i unoterede virksomheder*



Det fremgår således af tabel 1a, at 36 procent giver udtryk for, at de medarbejder-

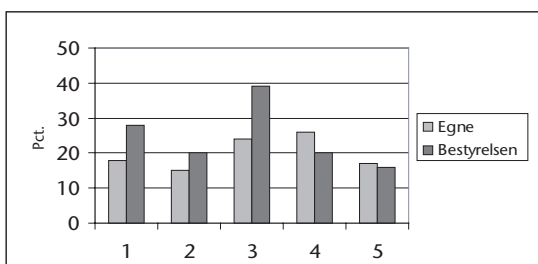
valgte i noterede virksomheder vægter hensynet til medarbejderens hensyn mest, mens kun 2 procent vægter hensynet til medarbejderne mindst. Af tabel 1a fremgår ligeledes, at der er 9 procent, som mener, at bestyrelsen som sådan vægter hensynet til medarbejderne højest, mens 7 procent siger, at bestyrelsen som sådan varetager hensynet til medarbejderne mindst. Angående de medarbejdervalgte i de unoterede selskaber ses det, at 42 procent mener de vægter hensynet til medarbejderne højest, mens kun 4 procent vægter hensynet til medarbejderne mindst. Det fremgår desuden, at der ikke er den store forskel på besvarelserne i de noterede og de unoterede selskaber (et chi i anden test, som er et test for, om de to marginalfordelinger for de to kategorier er ens under hensyntagen til at de ikke er uafhængige, viser en signifikant forskel dvs. medarbejderne mener selv, at de i langt højere grad varetager hensynet til det medarbejdervalgte end, hvad bestyrelsen efter deres opfattelse gør). Man kan dermed ikke afvise hypotesen (H1).

Tabel 2a: *Holdninger til fagforeningernes reaktion i noterede virksomheder*



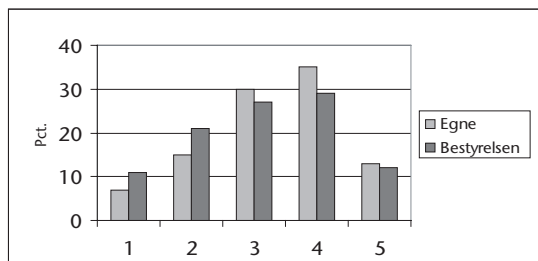
Ad H2 var tesen, at medarbejderrepræsentanterne tillægger fagforeningernes reaktion mere betydning, end de synes bestyrelsen som sådan gør. Det ses tydeligt af tabel 2a og 2b, at de medarbejdervalgte i både børsnoterede virksomheder og i de unoterede virksomheder tillægger fagforeningen en betydelig større betydning, hvilket hel-

Tabel 2b: *Holdninger til fagforeningernes reaktion i unoterede virksomheder*

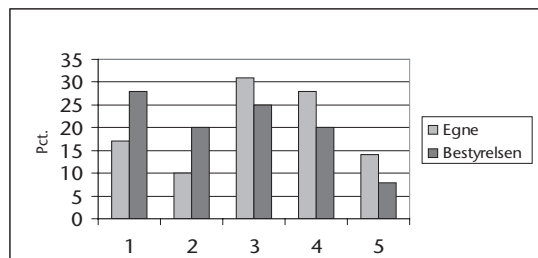


ler ikke synes overraskende, eftersom der ofte er tætte bånd mellem medarbejderrepræsentanterne og fagforeningen.

Tabel 3a: *Holdninger til lokalsamfundets reaktion i noterede virksomheder*



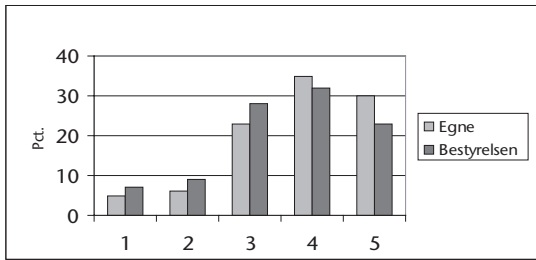
Tabel 3b: *Holdninger til lokalsamfundets reaktion i unoterede virksomheder*



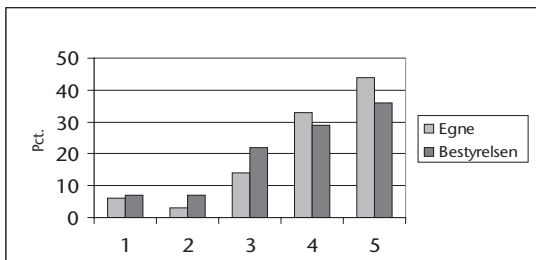
Af tabel 3a og 3b fremgår det, at de medarbejdervalgte i begge typer af selskaber, giver udtryk for, at de tillægger hensynet til lokalsamfundet væsentlig mere betydning end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør (hvilket bekræftes af et chi i anden test). Man kan på den baggrund ikke afvise H3. En nærliggende forklaring er, at de med-

arbejdervalgte personligt er tæt tilknyttet til lokalsamfundet, hvor virksomheden er beliggende, hvilket langt fra er tilfældet for bestyrelsesmedlemmerne udpeget af generalforsamlingen. Dog tyder det på, at man i unoterede selskaber tillægger lokalsamfundets reaktion noget mere betydning end i de børsnoterede virksomheder.

Tabel 4a: *Holdninger til miljøhensyn i noterede virksomheder*

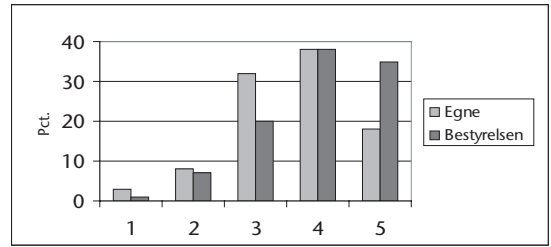


Tabel 4b: *Holdninger til miljøhensyn i unoterede virksomheder*

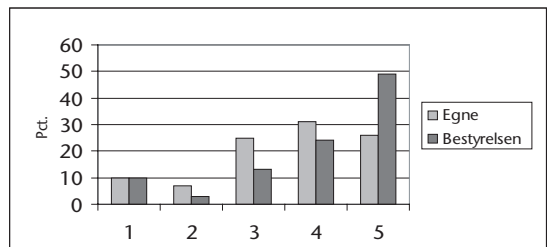


Under H4 blev det fremført, hvorfor de medarbejdervalgte kan tænkes at varetage hensynet til miljøet højere end bestyrelsen som sådan. Af tabel 4a og 4b ses en interessant forskel, nemlig at medarbejderrepræsentanterne i både børsnoterede og i unoterede selskaber vægter hensynet til miljøet højere end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør, mens denne tendens ikke kan siges at være tilstrækkelig signifikant, når det gælder de medarbejdervalgte i unoterede virksomheder (et signifikansniveau på 0,07).

Tabel 5a: *Holdninger til ejernes reaktion i noterede virksomheder*

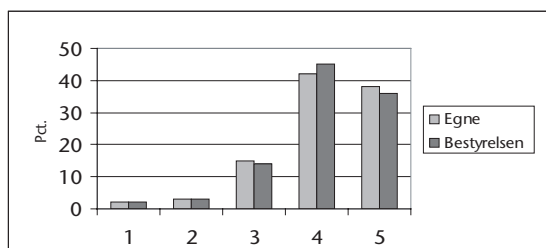


Tabel 5b: *Holdninger til ejernes reaktion i unoterede virksomheder*

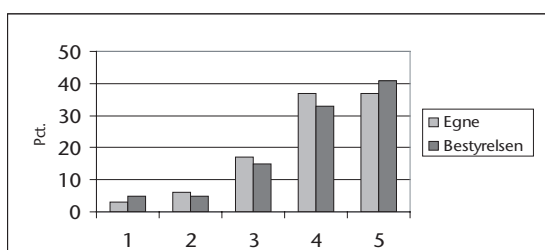


Set ud fra en traditionel politisk økonomisk synsvinkel er der et modsætningsforhold mellem de ansatte på den ene side og ejerne af produktionsmidlerne på den anden side. Selv om dette forhold nu til dags ikke fremtræder lige så klart, er det indlysende, at medarbejderne ønsker højst mulig løn, mens ejerne, repræsenteret ved de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, ønsker at betale den lavest mulige løn, i bestræbelserne på at maksimere profitten. H5 antager, at medarbejderrepræsentanterne tillægger ejernes reaktion mindre betydning end bestyrelsen som sådan. I tabel 5a og 5b ses, at man ikke kan afvise hypotesen, eftersom de medarbejdervalgte i begge typer af virksomheder tillægger hensynet til ejerne markant mindre betydning end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør (dette bekræftes af et chi i anden test).

Tabel 6a: *Holdninger til langsigtet økonomisk afkast i noterede virksomheder*



Tabel 6b: *Holdninger til langsigtet økonomisk afkast i unoterede virksomheder*

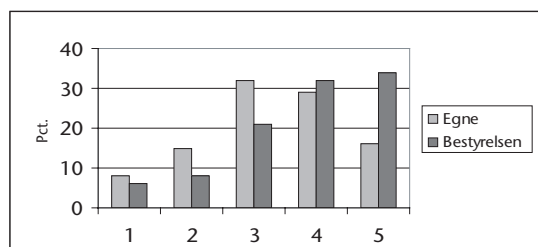


Under H6 argumenteredes for, at medarbejderne kunne tænkes at være mere langsigtede, således at de vægter hensynet til langsigtet økonomisk afkast højere end den øvrige bestyrelse. Resultaterne i tabel 6a og 6b viser imidlertid, at dette ikke er tilfældet. Både når det gælder medarbejdervalgte i børsnoterede og i unoterede virksomheder, så må det klart afvises, at de medarbejdervalgte selv mener, at de prioriterer hensynet til langsigtet afkast højere, eftersom differencen på deres gennemsnitlige scorer ikke kan siges at være signifikant forskellig fra nul. Dog er det interessant at se, at for begge kategorier vægtes hensynet til langsigtet økonomisk afkast forholdsvis højt.

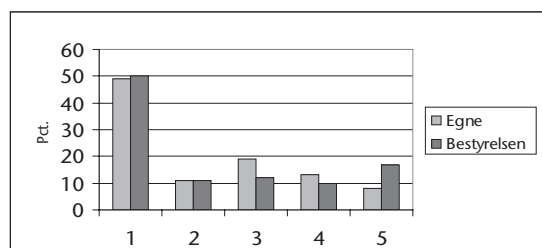
Tabel 7a og 7b viser, at medarbejdervalgte i unoterede selskaber ikke vægter hensynet til aktiemarkedet anderledes end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør. For begge kategorier er det omkring halvdelen af respondenterne, som giver udtryk for,

at de tillægger hensynet til aktiemarkedet lavest prioritet, hvilket næppe forekommer overraskende. Derimod viser tabel 7a, at de medarbejdervalgte i de børsnoterede virksomheder tillægger hensynet til aktiemarkedet betydelig mindre vægt end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør, hvilket bekræftes af et chi i anden test. H7 kan derfor ikke afvises. En mulig forklaring er, at når aktiekursen kommer under pres, så stiger risikoen for at de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer afsættes, hvilket ikke er tilfældet med medarbejderrepræsentanterne, som vælges af medarbejderne hvert 4. år.

Tabel 7a: *Holdninger til aktiemarkedets reaktion i noterede virksomheder*

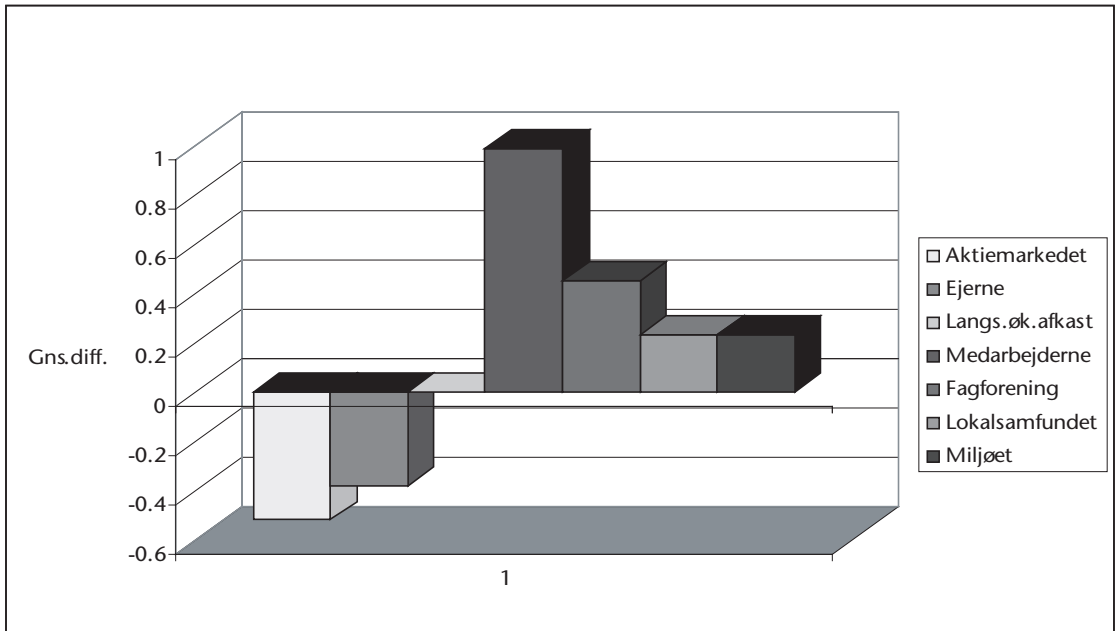


Tabel 7b: *Holdninger til aktiemarkedets reaktion i unoterede virksomheder*



Det gøres gældende i H8, at de medarbejdervalgte i højere grad varetager *stakeholder hensynet* frem for hensynet til *shareholder value*. Som tidligere nævnt er shareholder value doktrinen ensbetydende med, at man i høj grad ønsker at varetager ejernes økonomiske interesser, for derved at sikre, at

Tabel 8: Hvilke interesser varetages i noterede selskaber?



investorer har tillid til, at deres investering ikke undermineres eller udhules. Stakeholder orientering er derimod ensbetydende med, at man ikke udelukkende snævert bør varetage aktionærernes interesser, men ligeledes bør inddrage hensynet til andre stakeholdere, som direkte eller indirekte er berørt af selskabets aktiviteter.

Tabel 8 og 9 viser opgørelser over de gennemsnitlige svar-differencer fordelt på de enkelte interessenter, der er forskellen i scoren for de to kategoriers marginal-fordelinger i alle de forrige grafer.

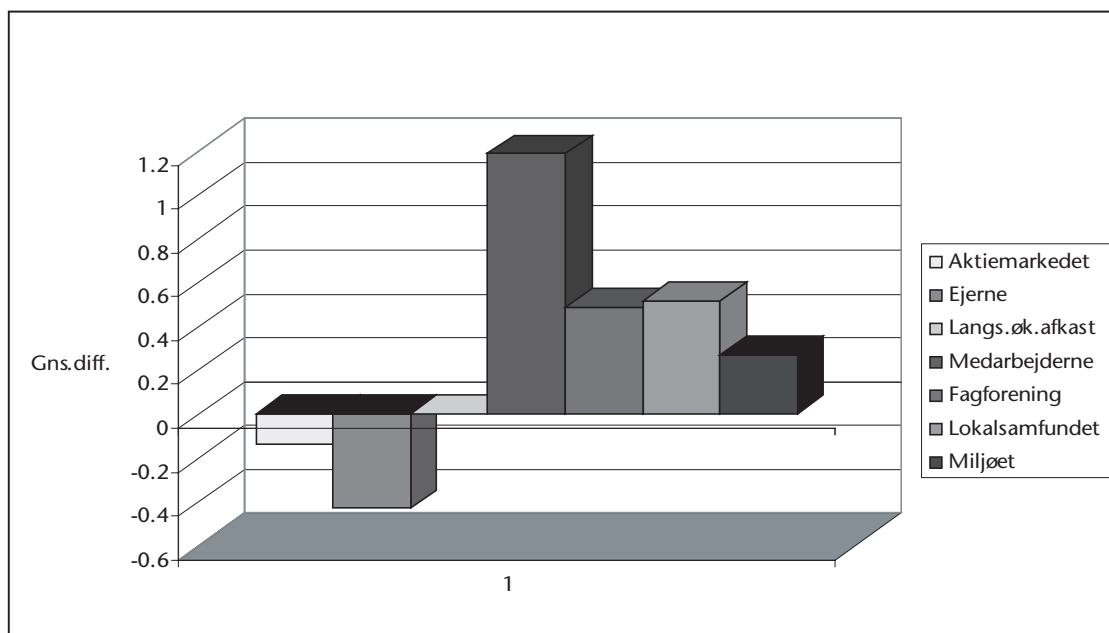
De gennemsnitlige differencer er således fremkommet ved at tage forskellen i det vægtede gennemsnit mellem de to fordelinger for de to kategorier (egne og bestyrelsen). I den første række i tabel 8 er det vægtede gennemsnit for egen holdning således 3,3 procent, mens tallet for bestyrelsens holdning er 3,83 dvs. en differens på -0,52. Talværdier over nul er således udtryk for hensyn, som de medarbejdervalgte selv mener de vægter mere end bestyrelsen som

sådan, modsat med talværdier under nul. Talværdier tæt på 0 er således udtryk for, at de ikke mener, at der er nogen forskel mellem deres syn og hvordan bestyrelsen efter deres mening ser på den pågældende stakeholder gruppe.

Det ses, at de medarbejdervalgte i børsnoterede selskaber giver udtryk for, at de selv mener, at de i højere grad varetager stakeholder hensyn end bestyrelsen som sådan (forskellen er endvidere statistisk signifikant). En mulig fortolkning er derfor, at de medarbejdervalgte kan siges at være garant for, at især børsnoterede virksomheder, ikke udelukkende drives med henblik på at skabe størst mulig profit til ejerne.

På denne baggrund kan man sige, at medarbejderrepræsentanterne ikke kun opfatter sig som de ansattes talerør og repræsentant, men desuden føler en forpligtelse til at varetage andre væsentlige hensyn, der ikke kun begrænser sig til snævre profithensyn.

Tabel 9: Hvilke interesser varetages i unoterede selskaber?



Tabel 9 viser, at der ikke er den store forskel på de medarbejdervalgte i børsnoterede og i unoterede selskaber. Dog er hensynet til aktiemarkedet lavere, mens derimod hensynet til de ansatte er noget højere.

Perspektivering

Det er nu over 30 år siden, at medarbejderne fik en frivillig ret til at lade sig repræsentere i virksomhedens bestyrelse. Først i de senere år er der for alvor kommet fokus på de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Dette skyldes navnlig, at Nørby-rapporten om god corporate governance forholder sig kritisk over for medarbejdernes ret til at lade sig repræsentere i virksomhedens bestyrelse. Det gøres bl.a. gældende, at de medarbejdervalgte per definition ikke kan anses som uafhængige, eftersom de er ansat i selskabet, hvilket kan medføre, at deres overvågning og kontrol med direktionen svækkes. Samtidig anbefaler rapporten, at danske virksomheder bør beskrive

det danske system over for de udenlandske investorer.

Tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentation i bestyrelsen er et udtryk for en højere grad af stakeholder orientering dvs. at ledelsen ikke udelukkende bør søge at maksimere aktionærernes afkast, men ligeledes inddrage hensynet til andre grupper, herunder medarbejdere, kunder, leverandører, lokalsamfundet etc. I diskussionen om god corporate governance hersker der ikke enighed om, hvorvidt ledelsen bør anlægge en snæver eller bred loyalitetsforpligtelse. Ved at virksomheden ikke udelukkende drives ud fra et snævert profithensyn, er der en chance for, at virksomheden ikke i samme grad pålægger andre interessenter negative eksternaliteter i bestræbelserne på at maksimere aktionærernes afkast. Man kan derfor argumentere for, at de medarbejdervalgte fungerer som en sund modvægt mod en ensidig fokusering på shareholder value.

I takt med, at de finansielle markeder bliver stadig mere integrerede, er det tydeligt,

at den angloamerikanske dominans forekommer stadig stærkere. Dette indebærer, en højere grad af fokusering på aktionærenes værdiskabelse, benævnt shareholder value, som ikke harmonerer med tilstedeværelsen af medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen. Der er således en risiko for, at danske virksomheder kan få sværere ved at tiltrække kapital, da udenlandske investorer kan frygte, at medarbejderrepræsentanterne udhuler aktionærenes ejendomsret. Undersøgelsen viser, at de medarbejdervalgte giver udtryk for, at de vægter hensynet til lokalsamfundet samt miljøet højere end, hvad de mener bestyrelsen som sådan gør. Det kan således ikke afvises, at f.eks. amerikanske pensionskasser, vil være mere tilbageholdende med

at investere i danske virksomheder. Derfor synes det at være en udfordring for danske virksomheder at kommunikere de fordele, som medarbejderrepræsentation medfører. Dette kan eksempelvis være at beslutningsprocessen forbedres, som følge af, at de medarbejdervalgte har mulighed for at bidrage med intern viden om virksomhedens forhold. Desuden bør man også lægge vægt på at informere de udenlandske investorer om, at medarbejderne har en egen interesse i at virksomheden opnår et fornuftigt økonomisk afkast (jf. tabellerne 6a og 6b), da dette er nødvendigt for at sikre medarbejderes job, hvilket i sidste ende er til gavn for aktionærerne.

REFERENCER

- Armour, John & Simon Deakin (2003): Insolvency and employment protection: the mixed effects of the Acquired Rights Directive, i *International Review of Law and Economics*, 22, 443-463.
- Blair, Margaret (1995): *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty first Century*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Blair, Margaret & Mark J. Roe (1999): *Employees and Corporate Governance*, The Brookings Press.
- Christensen, Søren & Ann Westenholtz (1999): *Medarbejdervalgte i danske virksomheder. Fra lønarbejder til borger i virksomhedssamfundet*, Copenhagen Business School Press.
- Dinh, D. Viet (1999): *Codetermination and Corporate Governance in a multinational Corporation*, Working paper series No. 169870, Georgetown University Law Centre.
- Fama, E. F. & Michael Jensen (1983): Agency Problems and Residual Claims, i *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Freeman R.E. (1984): *Strategic Planning: A Stakeholder Approach*, London, Pitmann
- Gamble, Andrew & Gavin Kelly (2001): Stakeholder Value and the Stakeholder Debate in the UK, i *Corporate Governance: An International Perspective*, 9, 2.
- Goodjick, Rienk (2000): Corporate Governance and Workers Participation, i *Corporate Governance: An International Review*, 8, 4.
- Hart, Oliver (1993): An economists Perspective on Fiduciary Duty, i *University of Toronto Law Journal*, 43, 299-313.
- Hoepner, Martin (2001): *Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany*, Working Paper from Max-Planck Institute for the Study of Societies, 5.
- Hopt, Klaus J. (1994): Labor Representation on Corporate Boards: Impacts and Problems for Corporate Governance and Economic Integration in Europe, i *International Review of Law and Economics*, 14, 203-214.
- Jensen, Michael (2001): Value maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, i *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 3.
- Kelly, Gavin, Dominic Kelly & Andrew Gamble (1997): *Stakeholder Capitalism*, MacMillan

- Press PERC, Political Economy Research Centre, University of Sheffield.
- Knudsen, Herman (1995): *Employee Participation in Europe*, SAGE Publications Ltd.
- Martin, James E. (1985): Employee Characteristics and Representation Election Outcomes, i *Industrial and Labor Relations Review*, 38, 3, 365-376.
- Monks, Robert A.G. & Nell Minow (2001): *Corporate Governance*, Cambridge, Blackwell Business.
- Nørby-udvalgets rapport om *Corporate Governance i Danmark. Anbefalinger for god selskabsledelse*. Kan downloades på www.corporategovernance.dk
- Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005*, Kan downloades på Københavns Fondsbørs hjemmeside: www.cse.dk.
- Roe, Mark (1999): *German Codetermination and German Securities Markets*, Working paper No. 128, Columbia University School of Law.
- Royle, Tony (2003): Worker Representation under Threat? The McDonalds Corporation and the Effectiveness of Statutory Works Councils in seven European Union Countries, i *Comparative Labor Law and Policy Journal*, 22, 2/3.
- Rose, Caspar (2004): Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value – a matter of Contractual Failures”, i *European Journal of Law and Economics*, 18, 1, 77-97.
- Rose, Caspar & Carsten Mejer (2003): The Danish Corporate Governance System: From Stakeholder Orientation towards Shareholder Value, i *Corporate Governance: An International Review*, 11, 4.
- Shleifer, Andrei & Robert W. Vishny (1997): A Survey of Corporate Governance, i *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Sternberg, Elaine (1997): The Defects of Stakeholder Theory, i *Corporate Governance: An International Perspective*, 5, 1.
- Tiras, Samuel L., Ruf M. Barnadette & Robert M. Brown (1999): *The Relation Between Stakeholders Implicit Claims and Firm Value*, Working paper series, State University of New York at Buffalo, School of Management and Virginia Polytechnic Institute and State University, Pamplin College of Business.
- Tirole, Jean (2001): Corporate Governance, i *Econometrica*, 69, 1-35.
- Thomsen, Steen (red.) & Jens Valdemar Krenchel (2004): *Corporate Governance i Danmark. Om god selskabsledelse i et dansk og internationalt perspektiv*, Dansk Industri.
- Turnbull, Shann (1997), Stakeholder Governance: A Cybernetic and Property Rights Approach, i *Corporate Governance: An International Perspective*, 5, 1.
- Vinten, Gerald (2001): Shareholder vs. Stakeholder is there a governance dilemma?, i *Corporate Governance: An international Perspective*, 9, 1.

Caspar Rose, ph.d., lektor på Handelshøjskolen i København, tilknyttet Center for Kredit- og Kapitalmarkedsret. Forskningen fokuserer på corporate governance og selskabsret, der bl.a. analyseres ved anvendelsen af kvantitative empiriske metoder samt formuleringen af spilteoretiske modeller af retsøkonomiske problemstillinger. Jeg er taknemmelig for kommentarer fra to anonyme referees samt Steen Navrbjerg.