



Copenhagen
Business School
HANDELSHØJSKOLEN

Department of Economics

Copenhagen Business School

Working paper 2-2004

**SELSKABSSTYRING I UNOTEREDE VIRKSOM-
HEDER: Hvad ved vi, og hvad kan det bruges til?**

Morten Bennedsen

Selskabsstyring i unoterede virksomheder: Hvad ved vi og hvad kan det bruges til?¹

Morten Bennedsen

Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København og Centre for Economic and Business Research (www.cebr.dk). Email: mb.eco@cbs.dk. WEB: <http://www.cbs.dk/staff/mortenbennedsen>.

SUMMARY: I provide a short survey on recent research on the governance of closely held corporations. I focus on the strategic choice of ownership structure, the creation of family firms and the role of the board in the closely held corporation. Attention is paid to policy implications of the research results.

1. Indledning

Det unoterede selskab er paradoksalt nok et sort forskningshul: Selvom der i de sidste to årtier har været meget fokus på selskabsstyring i forskningsverdenen, i den enkelte virksomhed, i medierne, i organisationerne og ikke mindst i ministerieregi, og selvom det unoterede selskab er den mest typiske selskabsstruktur, har vi i dag stadig en meget begrænset viden om hvilke implikationer selskabsstyring har for denne selskabsform. Vi har diskuteret store spektakulære skandaler; vi har fået Nørby udvalgets danske anbefalinger og mere end 30 tilsvarende internationale anbefalinger for god selskabsledelse; vi har diskuteret regnskabsprocedurer både nationalt og internationalt, der har været brugt meget energi på harmoniseringen af selskabslovgivningen indenfor EU, f.eks. omkring fordele og ulemper ved fortsat brug af flere aktieklasser i europæiske virksomheder. Alle disse tiltag og diskussioner omhandler vilkårene for mindre end 200 børsnoterede selskaber i Danmark og mindre end 10.000 børsnoterede selskaber i EU.

Overordnet set handler selskabsstyring om hvilke målsætninger et selskab bør forfølge, og hvorledes selskabers ledelsesstrukturer og –opgaver mest hensigtsmæssigt tilrettelægges og føres ud i livet. Der er special fokus på relationerne mellem en virksomheds ejere, dens bestyrelse og dens daglige ledelse.

¹ Denne korte oversigtsartikel er baseret på mit foredrag "Selskabsstyring i unoterede virksomheder" afholdt på Nationaløkonomisk Forenings Årsmøde på Koldinghus d.9 & 10. januar 2004. Jeg takker Hans Christian Kongsted, Kasper Nielsen og Daniel Wolfenzon for brug af fælles arbejde. Ligeledes takker jeg Kasper Nielsen for gode kommentarer og diskussioner ved udarbejdelsen af dette manuskript.

Der er flere end 80.000 unoterede selskaber i Danmark og flere millioner unoterede selskaber i EU. Der er en meget lille indsigt i Danmark såvel som internationalt omkring hvad der driver disse virksomheder og hvilke selskabsstyringsmæssige vilkår de opererer under. Er der systematik i deres ejerskabsstrukturer? Er der sammenhæng mellem kontrolallokering og fordeling af ejerskab? Hvor udbredt er familieejerskabet og hvordan er det organiseret? Hvilke fordele og hvilke ulemper indebærer det, at unoterede selskaber styres og ejes af en familie? Hvad er forholdet mellem virksomhedens ejere, den daglige ledelse og bestyrelsen?

Denne lille oversigtsartikel beskriver en række nye forskningsresultater omkring disse emner. Af pladsmæssige hensyn fokuseres der på tre emner: ejerskabsstrukturer, familie kontrol og bestyrelsens rolle.

Mange mindre og større unoterede virksomheder er usikre på hvordan forholdet mellem ledelse, bestyrelse og ejere skal organiseres i det daglige således at virksomheden bliver drevet så efficient som muligt samtidigt med at de selskabsstyringsmæssige institutioner ikke bliver for omkostningsfulde for disse virksomheder. Der er et behov for en bedre rådgivning til unoterede virksomheder omkring disse forhold, ligesom det til stadighed vil være gavnligt at revidere de relevante selskabsmæssige love og regler baseret på vores øgede viden om hvad der foregår ude i virksomhederne. Jeg vil afslutningsvist forsøge at ridse op, hvor jeg ser at vi står i forhold til at anvende de nuværende forskningsresultater til disse formål. Det grundlæggende budskab er, at der forestår et væsentligt forsknings- og udredningsarbejde på et område der er betydningsfuldt for driften af især små og mellemstore virksomheder og dermed også for den fremtidige virksomheds- og erhvervsudvikling i Danmark og i andre lande.

2. Ejerskabsstrukturer²

Teorier om ejerskabsstrukturer har fokuseret på betydningen af ejerskabskoncentration. Lidt forsimplet har der været en diskussion af to ejerskabstyper blandt noterede selskaber: den ”anglo-saxiske” virksomhedsstruktur med mange små ejere og en stærk ledelse versus den kontinental europæiske virksomhedsstruktur med store kontrollerende aktionærer, der ofte er

² Dette afsnit bygger primært på Bennedsen og Wolfenzon (2000), Bennedsen og Nielsen (2001) og Bennedsen, Fosgerau og Nielsen (2003).

deltagende i den daglige ledelse (se teoretiske bidrag fra Berle and Means (1932), Jensen og Meckling (1976), Shleifer og Vishny (1986), og empiriske bidrag fra bla. Demsetz og Lehn (1985), Morck, Shleifer og Vishny (1988)).

Det unoterede selskab er karakteriseret ved at der er få store ejere og et fravær af et aktivt marked for ejerskabsandele. Ejerskabsstrukturen er således meget koncentreret og kontrollerende ejere er ofte en del af eller i tæt kontakt med den daglige ledelse. Det væsentligste selskabsstyringsmæssige problem er derfor om der er - eller potentielt kan opstå - konflikter mellem kontrollerende flertalsaktionærer og ikke-kontrollerende mindretalsaktionærer. Dette har længe været diskuteret i den juridiske og retsøkonomiske forskning (se f.eks. O'Neals (1987) og Easterbrook og Fischel (1991)). Denne retsøkonomiske tilgang ser denne potentielle konfliktskabelse mellem det unoterede selskabs få ejere og ledere som den måske væsentligste selskabsstyringsmæssige udfordring. Der er således mange eksempler på hvordan unoterede virksomheder er kørt i sæk på grund uenighed og deraf følgende konflikter mellem ejerne.

Den første formelle økonomiske analyse af ejerskabsstrukturer i det unoterede selskab med fokus på potentiel konfliktdannelse mellem ejere er Bennedsen og Wolfenzon (2000). Vi analyserer den teoretiske sammenhæng mellem fordelingen af ejerskab og den deraf følgende allokering af kontrol mellem de enkelte ejere i det unoterede selskab. Det vises at spredt ejerskab fører til kontrolkampe og at der gennem disse formes en gruppe af kontrollerende aktionærer. Analysen når til følgende resultater: 1) Det er ønskeligt at koncentrere ejerskabet på få personer; 2) Hvis det er nødvendigt at have multiple ejere, kan det være en fordel at udvaske kontrollen mellem disse, så en større del af ejerne tvinges til at samarbejde for at opnå og opretholde kontrol med virksomheden; og, 3) Den optimale ejerskabsstruktur for den enkelte virksomhed kan altid opnås ved brug af én og kun én aktieklasser.

Den teoretiske litteratur om ejerskabsstrukturer i det unoterede selskab er stadig i sin begyndelse. Udover samarbejdsmotivets som blev analyseret ovenfor har der været et par enkelte bidrag der har fokuseret på betydningen af at undgå situationer hvor ejerne låser hinanden fast i konflikter der blokerer for enhver beslutningstagning i virksomheden (se Easterbrook og Fischel (1991)). Den grundlæggende fokusering på potentielle konflikter mellem ejerne af unoterede selskaber er relativt begrænsende. Der er behov for at udvide dette til at inkludere analyse af hvad forskellige

ejeretyper bidrager med af ressourcer til virksomheden iform af f.eks. strategikompetence, netværk, organisationskompetence, etc.

Et interessant spørgsmål er om den faktiske ejerskabsstruktur i unoterede selskaber afspejler disse strategiske selskabsstyringsmæssige overvejelser. Kan vi f.eks. genfinde de få teoretiske resultater i virklighedens ejerskabsstruktur? Et første svar på dette spørgsmål kan fås ved at kigge på tabellen nedenfor, viser ejerskabsstrukturen i unoterede danske selskaber:

Tabel 1, Antal virksomheder fordelt på antallet af ejere

Antal ejere	Alle inkl. datterselskaber	Alle aktive virksomheder med minimum ejerskabsinformation ekskl. datterselskaber.	Alle aktive virksomheder ekskl. datterselskaber og med kendt ultimativ ejerskabsfordeling.
Ukendt	21.513		
1	44.680	22.444	13.848
2	9.929	9.839	2.859
3	3.310	3.198	664
4	1.655	1.490	222
5	827	533	64
6+	827	521	48
Total	82741	38.025	17.705

Anm.: Første søjle indeholder alle registrerede danske selskaber. I anden søjle fratrækkes datterselskaber og ikke-aktive selskaber. I 3. søjle kræves yderligere at det er muligt at karakterisere den ultimative ejerskabskreds i virksomhederne. Kilde: Bennedsen og Nielsen (2001).

Første søjle viser alle de danske selskaber vi har kunnet observere i udtræk fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Der er således tale om både aktieselskaber, anpartsselskaber, partnerskaber og andre selskabsformer. I søjle 2 er der selskaber tilbage der opfylder tre yderligere kriterier: De er ikke datterselskaber af andre virksomheder, vi kender navnet på mindst en ejer, og virksomheden er aktiv, dvs. at vi har mindst et regnskab for virksomheden. Endeligt har vi i søjle 3 yderligere udvalgt de virksomheder fra søjle 2 hvor vi kender hele fordelingen af ultimativ ejerskab, dvs. det er muligt at oprulle ejerskabet gennem flere lag, hvis der er selskaber blandt ejerskabet. Søjle 3 er interessant fordi vi i disse virksomheder kan koble ejerskabsfordeling og kontrolstruktur.

Tabel 1 viser at ejerskabsstrukturen i unoterede selskaber er endog meget koncentreret. I aktive virksomheder der ikke er datterselskaber (søjle 2) har ca. 60 pct. af virksomhederne kun en ejer. Kun omkring 15 pct. af de unoterede selskaber har således tre eller flere ejere.

Hvem kontrollerer så disse virksomheder? I to ud af tre af disse virksomheder er både direktøren og mindst et bestyrelsesmedlem ejere af virksomheden. I den sidste tredjedel er direktøren typisk ikke ejer. Mere overraskende er det måske, at der er en tendens til at bestyrelsesformanden ikke er insider. I de virksomheder hvor vi kender bestyrelsesformandens identitet er der ca. tre gange så mange bestyrelsesformænd der er outsiders end insiders. Dvs. den mest almindelige kontrolstruktur i det unoterede selskab er at den største (eller eneste) ejer også er direktør i virksomheden, mens denne typisk har indsat en outsider som bestyrelsesformand.

Vi kan bruge virksomhederne i den sidste søjle i Tabel 1 til at analysere om der også er en tendens til kontroludvaskning i unoterede selskaber som forudsagt i den teoretiske analyse. Indledningsvist kan det konstateres at der for alle virksomheder som helhed er meget lidt kontroludvaskning, idet vi jo konstaterede, at de fleste virksomheder kun har en ejer. Vi undersøger dernæst om der er en tendens til, at man undgår ejerskabsstrukturer, hvori der sidder en dominerende ejer sammen med en række indflydelsesløse mindretalsaktionærer. For at teste dette fokuserer vi på virksomheder hvor vi kender de ultimative ejere og som har mindst tre ejere. Blandt disse virksomheder er der en klar tendens til at udvaske kontrollen, dvs. sørge for at ingen ejer kan bestemme unilateralt i virksomheden. Generelt set må en ejer samarbejde med en eller flere ejere for at opnå et stemmeflertal. Ligeledes er det værd at notere at stort set alle unoterede selskaber har en ligelig fordeling mellem nominelle indkomstrettigheder og indflydelse via stemmerettigheder.

Vi kan tage et spadestik dybere og prøve at forstå hvorfor virksomheder vælger at udvaske kontrollen hvis de har flere ejere. Vores hovedhypotese er at kontroludvaskning er et middel til at reducere kontrollerende agents muligheder for at foretage handling, der ikke er i hele ejerskabskredsens interesse. Denne – strategiske - hypotese bekræftes af at frekvensen for kontroludvaskning er større i virksomheder hvor direktøren også er (den dominerende) ejer. Det vil sige, at når en af ejerne er særligt stærk gennem at besidde direktør posten, så bliver vedkommendes indflydelse ofte stækket ved at undgå at vedkommende er en dominerende ejer.

Vi kan også forestille os andre forklaringer på kontroludvaskning end dette strategiske motiv. F.eks. kunne det være et resultat af familieejerskab, hvor ejerskabet spredes ud på familiemedlemmer men at kontrollen stadig er samlet indenfor familien. Pudsigt nok kan denne hypotese afvises direkte: I virksomheder med familieejerskab er der mindre kontroludvaskning end i virksomheder uden familieejerskab. Det vil sige, at en virksomhedsejer måske nok giver ejerandele til familiemedlemmer, men vedkommende sørger for at beholde en dominerende ejerpost på egne hænder. Endeligt kunne man forestille sig at der af tradition er en tendens til at når virksomheder etableres fordeles ejerskabet ligeligt blandt stifterne. Dette er muligvis rigtigt, men det er væsentligt at understrege at der også er en signifikant tendens til kontroludvaskning i virksomheder hvor der er multiple ejere og hvor disse har forskellige ejerandele.

Opsummerende kan vi konstatere at der er en tendens til at ejerskabsstrukturen i det unoterede selskab til dels afspejler strategiske overvejelser omkring hvordan potentielle selskabsstyringsmæssige konflikter reduceres. Som forudsagt af den teoretiske litteratur er der en meget koncentreret kontrol i virksomhederne og for virksomheder med multiple ejere er der en tendens til at give kontrollerende ejere incitament til at samarbejde.

2. Hvad skaber familieejede og familiekontrollerede virksomheder.³

En meget stor andel af de unoterede selskaber er familieejede. Da de fleste virksomheder er enkeltmandsejede er det svært at definere hvad en familieejet virksomhed er. Men i mange af disse virksomheder vil stifteren inddrage familien aktivt, enten mens stifteren selv er aktiv eller når denne ønsker at forlade virksomheden, dvs. når der sker en transition af kontrol og/eller ejerskab mellem familiemedlemmer.

Hyppigheden af familie ejerskab i unoterede virksomheder rejser en række udfordrende spørgsmål: Hvad skaber den familiekontrollerede virksomhed? Eller sagt på en anden måde, hvorfor vælger nogle virksomhedsejere at foretage en transition indenfor familien og andre vælger at få outsiders ind som direktører og/eller nye ejere, måske endda helt at sælge virksomheden til disse. Er familieejerskab værdiskabende for den enkelte virksomhed? Er familieejerskab således noget de økonomisk politiske institutioner skal prøve at støtte eller skal der gives større incitament til at opløse familie ejerskabet og familie kontrollen?

³ Dette afsnit er baseret på Bennedsen, Nielsen og Wolfenzon (2004).

Der findes overraskende mange teoretiske bidrag indenfor økonomi, sociologi, organisationsteori og ledelsesforskning omkring, hvad der skaber den familie kontrollerede virksomhed. Dette afspejler formodentligt bl.a. efterspørgslen efter vejledning i virksomhedstransition hos mange virksomhedsstiftere over hele verden. Lidt firkantet kan vi skelne mellem to grupper af forklaringer: *Intra*-familieforklaringer, der typisk fokuserer på familiestrukturer som determinanter for succesfuld transition, og *ekstra*-familieforklaringer, der fokuserer på determinanter udenfor familien. For nemheds skyld vil jeg kalde den første gruppe af forklaringer for familie determinanter og den sidste gruppe af forklaringer for økonomiske determinanter.⁴

Familieforklaringer for valget mellem familie- eller outsidertransition fokuserer på den enkelte families opbygning. Grundlæggende set vælges familietransition med mindre der er nogle blokerende forhold, som gør det umuligt eller som vil resultere i for meget konflikt indenfor familien. Typiske determinanter er således antallet af børn, hvilket køn disse børn har, stifterens nuværende og tidligere ægteskabelige stilling, aldersforskellen mellem børn, osv. (Se bla. Barnes and Hershon (1976), Gersick *et.al.* (1997) og Lansberg (1999) og referencerne heri).

Økonomiske forklaringer har fokuseret på en række forskellige forhold. Som udgangspunkt er den udbredte familie transition et paradoks for økonomer. Grundlæggende set er der tale om at en succesfuld stifter ofte har haft talenter større end gennemsnittet. Statistisk set skulle man derfor forvente at den næste generation har færre talenter end stifteren. Hvis der er et stort og aktivt marked for potentielle virksomhedsdirektører vil man derfor konkludere at en outside direktør formodentligt vil kunne drive virksomheden mere rentabelt end et familiemedlem.

Økonomer har på denne baggrund listet en række forhold der alligevel kan forklare, at så mange virksomheder over hele verden vælger at foretage transitionen indenfor familien. For det første kan det være en efficient måde at investere i relationsspecifik humankapital. For det andet har det været foreslået at familiemedlemmer typisk har en længere horisont en outsiders. For det tredje kan det tænkes at stifteren og de øvrige familiemedlemmer har altruistiske motiver, dvs. at de foretrækker familieejerskabet af hensyn til familien selv i situationer hvor det ikke er en efficient

⁴ Intra-familie determinanter kan selvfølgelig også være økonomisk determinerede. Dette er et grundlæggende tema i Gary Beckers forskning.

virksomhedsform - og for det fjerde kan det være et udtryk for svag investorbekyttelse, således at en outsider vil erhverve sig visse eller alle de ikke-kontrakterbare fordele som ellers var tilfaldet familien. (Se bla. Chami (2001), Burchart, Shleifer og Vishny (2003), Casseli og Gennaioli (2003) og referencerne heri).

Da det således ikke skorter på mulige teoretiske forklaringer på udbredelsen af det familie kontrollerede selskab er det væsentligt at samle evidens for hvilke af disse teorier der rent faktisk kan forklare de transitionsmønstre, der eksisterer i unoterede selskaber.

For at teste disse teorier, identificerer vi 5120 virksomhedstransitioner i unoterede danske selskaber hvor en ejer-direktør erstattes af en ny direktør i perioden 1995-2001. Ud af disse virksomheder identificerer vi 3111 virksomheder der som udgangspunkt er familie kontrollerede. Blandt disse kommer den nye direktør fra familien i ca. fire ud af ti tilfælde, mens resten af virksomhederne vælger en direktør, der ikke er i direkte familierelation med den afgangende ejer-direktør.

Vi ønsker at undersøge hvilke af disse teorier der har størst forklaringsstyrke. Til det formål introducerer vi tre grupper af variable. Den første gruppe tester direkte for familieteoriene og inkluderer en række familie variable, der karakteriser antallet af børn, deres alder og køn, hvilken aldersforskel der er på børnene og om hovedejers ægteskabelige status nu og tidligere.

Det er ikke muligt at teste direkte for de økonomiske motiver. Men vi introducerer to grupper af variable der fanger disse teorier mere indirekte. Den anden gruppe af variable omhandler således virksomhedernes økonomiske og konkurrencemæssige forhold og inkluderer størrelse, gældssituation, rentabilitet, industri, proxy for hvor mange ressourcer virksomhederne bruger på forskning og udvikling og konkurrencemål for relevante industrier.

Den tredje gruppe af variable forsøger at måle hvor meget tillid der er i det lokal miljø som virksomhederne opererer i. Ideen er at teste for om ikke-kontrakterbare fordele er med til at forklare hvorfor familietransition vælges. Helt firkantet kan man forestille sig at der f.eks. er mere status i at drive en virksomhed i en mindre by med stærkt lokalt netværk end en storby hvor virksomhedsejers lokale sociale status er mindre. Disse variable inkluderer en række kommunale data, såsom kommunestørrelse, valgdeltagelse ved kommunalvalg, andel af stemmer på den yderste

højrefløj, andel af stemmer på lokallister og kriminalitetsniveau fordelt på alle former for kriminalitet under et og specifikt virksomhedsøkonomisk kriminalitet.

Vores multiple regressionsanalyser viser en række interessante indsigter i forhold der er med til at bestemme hvorfor familietransition foretrækkes. Opsummerende kan vi konstatere at familietransition er

- stigende i antal børn,
- faldende hvis der er stor aldersforskel mellem børn,
- faldende hvis børnene mest er piger,
- faldende hvis ejer-direktøren aldrig har været gift,
- stigende ved kun et ægteskab,
- faldende ved multiple ægteskaber,
- først stigende og siden faldende i virksomhedsstørrelse,
- stigende jo mere gældfrit virksomheden er,
- først stigende og så faldende i virksomhedens profitabilitet,
- faldende i virksomhedens udgifter til forskning og udvikling,
- først faldende og så stigende i graden af konkurrence på de markeder virksomheden opererer,
- stigende jo mindre en kommune virksomheden er lokaliseret i,
- stigende jo mere tillid der er i lokalmiljøet målt ved valgdeltagelse ved kommunalvalg.

Jeg er overbevidst om at der er en række interessante ting at lære fra disse stiliserede fakta. For det første kan det helt grundlæggende konstateres at familieejerskabet ikke bare er en historisk givet størrelse der bare er der for at blive til virksomheden forsvinder. Vores analyser viser at familie ejerskab er noget der til stadighed vælges til og fra. Dette valg er influeret af både intra-familiære overvejelser om egnede ledere indenfor familien der rent faktisk ønsker at indtræde i virksomheden og af økonomiske incitament, både hvad angår virksomhedens økonomiske situation og de incitament til familieejerskab der kommer fra det omkringliggende lokal samfund.

For det andet bekræfter vores undersøgelse at familie transition kræver a) at der er familie medlemmer der er egnede og villige til at overtage virksomheden og b) at familien er tilstrækkelig homogen til at en familietransition ikke fører til ødelæggende kampe indenfor familien.

For det tredje bekræfter vores data visse af de økonomiske incitamentet diskuteret ovenfor. Graden af ikke-kontrakterbare private fordele ved at drive en virksomhed påvirker positivt frekvensen af familietransition. Det er konsistent med teorier der forklarer familievirksomheden som *second-best* løsning af en markedsfejl, der er opstået fordi fordele og ulemper ikke kan afregnes monetært ved en transition. For det fjerde er de U-formede resultater på størrelse og profitabilitet konsistent med altruistiske motiver for familietransition.

For det femte kan vi tilsyneladende også afvise nogle af de nævnte teorier. Der er således intet der tyder på at familietransition sker hyppigere i virksomheder der opererer under en længere horisont, f.eks. fordi de bruger mange ressourcer på forskning og udvikling eller er i brancher der traditionelt opererer på et længere sigt.

Hvis vi opsummerende prøver at analysere den relative betydning af de to grupper af teorier, kan vi konstatere, at de familie relaterede forklaringer bidrager med en større forklaringsgrad end de økonomiske, selvom begge grupper er stærkt signifikante. Det kan ikke udelukkes at dette skyldes at vi tester disse teorier langt mere direkte end vi tester de økonomiske. Men det er også konsistent med at mange virksomheder vælger transitionsform mere på grund af de muligheder der findes indenfor familien ind de økonomiske incitamentet der findes udenfor familien.

3. Bestyrelsens rolle og organisering.⁵

Blandt en bestyrelses mange roller fremhæves i den internationale selskabslitteratur ofte dens funktion som virksomhedens interne kontrolmekanisme (Fama og Jensen (1983), Easterbrook og Fischel (1991), Harvard Business Review (2000), Jensen (1993)). Dette er også udgangspunktet for hjemlige diskussioner og politikforslag f.eks. i forbindelse med Nørby udvalgets anbefalinger.

Bestyrelser har ikke nødvendigvis samme rolle i noterede og unoterede selskaber. I noterede selskaber sidder ejerne ofte længere væk fra den daglige ledelse end de gør i unoterede selskaber. Samtidig vil ledelsen i det unoterede selskab ofte have større frihedsgrader til at operere på grund af

⁵ Dette afsnit er baseret på Bennedsen (2002), Bennedsen og Nielsen (2002) og Bennedsen, Kongsted og Nielsen (2004).

fraværet af et aktivt marked for aktiehandel og den dertil hørende overvågning og informationsafgivelse.

Der er således helt grundlæggende spørgsmål omkring bestyrelsens rolle i unoterede selskaber som fortsat er ubesvarede: Hvorfor har unoterede virksomheder bestyrelser? Hvilken rolle spiller de i virksomheden? Hvad er den optimale organisering af bestyrelsen? Skaber en bestyrelse værdi for virksomheden? Det er klart at svarerne på disse spørgsmål vil have stor relevans for det enkelte selskab til i praksis at organisere dens bestyrelse så den bidrager mest muligt til virksomhedens værdiskabelse.

Traditionelt set fremhæves bestyrelsens duale funktion som kontrolmekanisme og sparringspartner i bred forstand overfor den siddende ledelse. I unoterede selskaber kan bestyrelsen have en tredje funktion, nemlig en fordelingsmæssig funktion, hvor bestyrelsesmedlemmerne sidder som agenter for virksomhedens ejere med det formål at sikre sig at disse ejere får et maksimalt udbytte af deres investering.

Vi har testet disse motiver for alle danske anpartsselskaber i Danmark. Anpartsselskaber er særligt velegnede til at teste motiver for bestyrelsesetablering på grund af at det for denne selskabstype er frivilligt om der etableres en bestyrelse. Vi viser at der er økonomiske forhold der påvirker om en bestyrelse etableres. Konsistent med kontrolmotivet stiger bestyrelsesetableringsfrekvensen i virksomhedens størrelse og i hvor usikkert et forretningsmiljø virksomheden opererer i.

Mere interessant er det formodentligt at vores data også viser at der er stærke distributive motiver til etablering af en bestyrelse. For det første stiger bestyrelsesfrekvensen i antallet af ejere når vi kontrollerer for størrelse og andre relevante variable. Dette er ikke umiddelbart konsistent med kontrolmotivet og sparringsmotivet, men det passer fint med at en væsentlig bestyrelsesfunktion er at repræsentere de enkelte ejeres interesser. For det andet etableres bestyrelsen oftere når kontrollen er udvasket i virksomheden eller rettere sagt når der er en stor dominerende ejer er der en tendens til at denne fravælger bestyrelsen.

Fordelingsmotivet kommer også til syne når vi analyserer den faktiske sammensætning af bestyrelsen. Vi kan således teste fordelingsmotivet op mod kontrolmotivet ved at kigge på hvordan

bestyrelsessammensætningen påvirkes af om direktøren er en ejer eller ej. Hvis direktøren er en ejer skulle han have stærke incitamentter til at maksimere virksomhedens rentabilitet og der er mindre brug for kontrolfunktionen i bestyrelsen. Ifølge kontrolmotivet skulle vi således observere flere outsiders i bestyrelsen når direktøren er en insider. Fordelingsmotivet vil derimod forudsige at når en af ejerne er særligt stærk, f.eks. ved også at være direktør, så bliver det endnu vigtigere for de øvrige ejere at gøre deres indflydelse gældende gennem repræsentation i en bestyrelse. Data viser at når direktøren er en insider er der signifikant tendens til at de andre ejere oftere er i bestyrelsen og der derfor er færre outsiders i disse bestyrelser relativt til organiseringen af bestyrelser hvor direktøren ikke er en ejer.

Et andet interessant spørgsmål er om der er en optimal størrelse på bestyrelser i unoterede selskaber. For noterede selskaber er der en hvis konsensus om at meget store bestyrelser påvirker virksomhedens performance negativt (se Yermack (1996) og Eisenberg *et.al.* (1999)).

Bestyrelser i unoterede selskaber er relativt små, i størrelsesorden 3-7 medlemmer. Problemet med at teste relationen mellem bestyrelsesstørrelse og performance unoterede selskaber er at bestyrelsesstørrelsen ikke er nogen eksogen variabel. Vi har således analyseret sammenhængen mellem bestyrelsesstørrelse og performance ud fra to tilgange: Først har vi prøvet at opstille en model for bestyrelsesstørrelse og dernæst har vi prøvet at instrumentere for bestyrelsesstørrelsen. Det viser sig at den største ejers familieforhold er et godt instrument for bestyrelsens størrelse da det på den ene side er stærkt korelateret med bestyrelsens størrelsen og på grund af tidsafstande er uafhængigt af virksomhedens nuværende performance.

Vores resultater afhænger af hvilken metode vi bruger. Når vi endogeniserer bestyrelsesstørrelsen finder vi ingen signifikant sammenhæng mellem bestyrelsesstørrelse og virksomhedsperformance. Når vi derimod instrumenterer bestyrelsesstørrelsen kan vi verificere den negative sammenhæng mellem bestyrelsesstørrelse og virksomhedsperformance. Der er således noget der tyder på at den enkelte virksomhed måske bør gå efter en lille og effektive bestyrelse.

4. Politikimplikationer for selskabsstyring i det unoterede selskab.

Forskningen i selskabsstyring for unoterede selskaber er som nævnt indledningsvist meget tilbagestående, særligt set i sammenligning med de enorme ressourcer der er investeret i at forstå hvilken rolle selskabsstyring spiller for det noterede selskab. Dette skyldes formodentligt at de unoterede selskaber er langt dårligere belyst statistisk, snarere end en mangel på interesse for de resultater forskningen genererer.

På virksomhedsniveau er der en stor efterspørgsel efter rådgivning for hvordan det unoterede selskab skal organiseres generelt. Dette afspejles bla. i det enorme antal artikler, journals, konsulentrapporter og anden materiale der er rette direkte mod ledelsen og ejerne af unoterede selskaber. De enkelte virksomhedsejere står ofte på bar bund overfor hvordan virksomhedens selskabsstyring skal organiseres.

Jeg tror at forskningen i det unoterede selskab i fremtiden kan have en del at tilbyde såvel de enkelte virksomheder som de politisk økonomiske institutioner der har en legitim interesse i at skabe et rum hvori det unoterede selskab kan udvikle sig og vokse til størst muligt gavn for dets interessenter og samfundet i øvrigt. Helt konkret vil det være gavnligt i forbindelse med fremtidige revisioner af selskabsretlige regler og love der sigter på små og mellemstore virksomheder. Vi er på nuværende tidspunkt et stykke vej fra at kunne komme med præcise anbefalinger for hvordan selskabsstyring bedst muligt implementeres i det unoterede selskab. Det nuværende arbejde har dog vist at der er en række strategiske forhold der bestemmer organiseringen af ejerskabet og ledelsen af den enkelte virksomheder og at disse forhold er væsentlige for værdiskabelsen i virksomhederne.

Det er væsentligt at fremhæve de familieejede virksomheder. Familie ejerskab og kontrol er den typiske ejerskabsform i verden og vi ved meget lidt om hvad der skaber denne ejerskabsform og hvilke økonomiske konsekvenser det har. Det er helt afgørende at øge vores indsigt omkring disse virksomheder, ikke mindst for at kunne give de rigtige incitamentter til at finde den bedst mulige ejerskabs- og kontrol struktur på den ene side og hjælpe de familiekontrollerede virksomheder på den anden side med deres specifikke selskabsstyringsmæssige udfordringer, f.eks. når nye generationer skal til at overtage kontrollen med virksomhederne.

Børsen kørte i efteråret 2003 en serie af artikler baseret på et interessant spørgeskema studie af de familieejede virksomheder i Danmark (Greens 2003). Denne undersøgelse viste bla. at generationsskifte problematikken fylder meget i den enkelte familieejede virksomhed. Virksomhederne forholder sig meget konkret til problemer som familiemedlemmers rolle og uddannelse i virksomheden, om der skal outsiders ind på ledende poster, om det er økonomisk muligt at overføre virksomheden helt til næste generation, om konflikter i familien påvirker virksomhedsdriften og mange andre af de særlige problemstillinger der opstår i familie ejede virksomheder. Det vil i det fremtidige arbejde omkring forståelsen af familieejerskab være særdeles frugtbart at fortsat kombinere den registerbaserede tilgang med mere kvalitative data som denne undersøgelse fra Green.

Afslutningsvist vil jeg gerne understrege, at jeg tror at vi har et væsentligt bidrag at yde både nationalt og internationalt til forståelsen af hvordan selskabsstyring påvirker det unoterede selskab. Vi har et stærkt udgangspunkt i det vi kan skaffe data om det unoterede selskab af en kvalitet der ikke eksisterer udenfor de skandinaviske lande. Ligeledes tror jeg på, at hvis ressourcerne er der er det muligt at skabe en parallel proces til den vi er midt i for det noterede selskab og jeg tror at det vil kan have en positiv effekt og at der vil blive lyttet til dette ude i den enkelte virksomhed.

Litteratur

- Andersen, P.K. (2000). *Aktie og anpartsselskabsret*, Jurist og Økonomforbundets Forlag, København.
- Baker, M. og P. Gompers (2000). The Determinants of Board Structures and Function in Entrepreneurial Firms, *Working Paper, Harvard Business School*.
- Barnes, L.B. and S.A. Hershon (1976). Transferring Power in the Family Business. *Harvard Business Review*.
- Baysinger, B. og H. Butler (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol 1.
- Bebchuk, L. 1999. The Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Working Paper. Harvard Law School.
- Bennedsen, M. (2001). Why do Firms have Boards?, *CEBR Discussion Paper*, 2001, 14.
- Bennedsen, M., M. Fosgerau og K.Nielsen (2003), The Strategic Choice of Control Allocation and Ownership Distribution in Closely Held Corporations. *CEBR Discussion Paper, 2001-14*.
- Bennedsen, M. H.C. Kongsted og K. Nielsen, (2004) *Boardsize in closely held corporations*. Manuscript in preparation.
- Bennedsen, M. og K. Nielsen (2002). Bestyrelser i unoterede danske virksomheder. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 2002 (140): 129-151..
- Bennedsen, M. og K. Nielsen (2001). Ejerskabsstrukturer og kontrolallokering i unoterede danske virksomheder, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 2001, 3.
- Bennedsen, M., K.M.Nielsen og D.Wolfenzon (2004). The creation of family controlled firms. Manuscript in preparation.

- Bennedsen, M. og D. Wolfenzon (2000). The Balance of Power in Closely Held Corporations, *Journal of Financial Economics*, October, 2000.
- Berle, A. og G. Means (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Burchart, Shleifer og Vishny (2003). Family Firms, *Journal of Finance* Vol. 58. October 2003.
- Casseli, F. og N. Gennaioli (2003). *Dynastic management*, NBER, Working Paper No.9442.
- Chami, R. (2001). What Is Different About Family Businesses?, IMF Working Papers 01/70. *International Monetary Fund*.
- Danmarks Statistik. 2000. Statistisk Tiårsoversigt 2000.
- Demsetz, H og K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*.
- Denis, D. og D. Denis (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals, *Journal of Finance* Vol. 50.
- Denis, D., D. Dennis og A. Sarin (1999). Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 52.
- Det Økonomiske Råd. (1999). Dansk Økonomi, forår 1999, København.
- Easterbrook, F.H. og D.R. Fischel (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press.
- Eisenberg, T., S. Sundgren and M. T. Wells (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economics*, (48).
- Erhvervs-, Finans, Skatte og Økonomiministeriet (1999). *Debatoplæg om Aktivt Ejerskab*, København.
- Fama, E. og M. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26.
- Gersick, K.E., J.A. Davis, M.M. Hampton and I. Lansberg, (1997). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*, Harvard Business School Press.
- Greens Analyseinstitut (2003). I Familiens Eje: En Undersøgelse af Familieejede Virksomheder i Danmark. August 2003.
- Harvard Business Review on Corporate Governance (2000).
- Hermalin, B. og M. Weisbach (1988). The Determinants of Board Composition, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 19, 4.
- Hermalin, B. og M. Weisbach (1991). The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Journal of Financial Management*, Vol. 20, 4.
- Hermalin, B. og M. Weisbach (2001). Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, *NBER Working Paper Series*, 8181.
- Himmelberg, C.P., R.G. Hubbard og D. Palia, 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48, 3.
- Jensen, M. og W. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3.
- Lansberg, I. (1999). *Succeeding Generations: Realizing the Dream of Families in Business*, Harvard Business School Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R.W. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, December 1998, 222-279.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R.W. Vishny. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58.
- Lipton, M. og J. Lorsch (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, 48, 1.
- Mace, M. *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, 1971.

- Morck, R.K., A. Shleifer og R.W. Vishny. 1988.
Management Ownership and Corporate
Performance: An Empirical Analysis, *Journal of
Financial Economics*, Vol. 20, No. 2.
- Nørby-udvalget (2001). *Nørbyudvalgets rapport om
Corporate governance i Danmark*. 2001.
- O'Neals, F.H. 1987. Oppression of Minority
Shareholders: Protecting Minority Rights, *Close
Corporations Law Symposium*, Cleveland State
Law Review.
- Pettigrew A. (1992). On Studying Managerial Elites,
Strategic Management Journal, 13.
- Rosenstein, S. og J. Waytt (1990). Outside Directors,
Board Independence, and Shareholders Wealth,
Journal of Financial Economics, Vol. 44.
- Shivdassmi,, A. og D. Yermack (1999). CEO
Involvement in the Selection of New Board
Members: An Empirical Analysis, *Journal of
Finance*, Vol. 54.
- Shleifer, A. og R. Vishny (1986?). Large
Owners.....*Journal of Political Economics*....
- Shleifer, A. og R. Vishny (1997). A Survey of
Corporate Governance; *Journal of Financial
Economics*, Vol 62, 3.
- Weisbach (1988). Outside Directors and CEO
Turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53.
- Yermack, D. (1996). Higher Valuation of Companies
with Small Board of Directors, *Journal of Financial
Economics*, Vol. 40.