

Institut for Nationaløkonomi

Handelshøjskolen i København

Working paper 4-2001

**EJERSKABSSTRUKTURER OG KONTROL-
ALLOKERING I UNOTEREDE DANSKE
VIRKSOMHEDER**

Morten Bennedsen

Kasper Nielsen

Ejerskabsstrukturer og kontrolallokering i unoterede danske virksomheder

Af Morten Bennedsen* og Kasper Nielsen**

SUMMARY: *We analyse the relationship between the distribution of ownership and the allocation of control in Danish closely held corporations. First, we investigate why firms have boards. Second, we identify relationships between owners, boardmembers and CEOs in these firms. Third, we show the presence of control dilution in firms with multiple owners. Finally, we discuss some implications for Danish corporate law of our findings.*

1) Indledning

Er der systematik i virksomheders ejerskabsfordeling? Er der en sammenhæng mellem fordelingen af ejerskab og kontrolallokering? Hvorfor har virksomheder bestyrelser og hvad er forholdet mellem direktører, bestyrelsesmedlemmer og bestyrelsesformænd på den ene side og kredsen af en virksomheds ejere på den anden? Der findes stort set ikke nogen empirisk belysning af disse emner, hverken i Danmark eller i udlandet, selvom de har været centrale i de sidste tyve års teoretiske analyser af selskabsstyring. Dette fravær af empirisk analyse skyldes, at der hidtil ikke har været adgang til nogen datasæt, der har indeholdt ejerskabs- og kontroldata for en større mængde virksomheder. I denne artikel præsenterer vi således resultaterne fra et større forskningsprojekt, der har konstrueret et datasæt, som kan bruges til at analysere ejerskabs- og kontrolstrukturer for unoterede danske virksomheder.

I den teoretiske selskabsstyringslitteratur har forholdet mellem ledelse og ejere været et centralt omdrejningspunkt siden Berle og Means (1932) berømte studie af den moderne amerikanske virksomhedsstruktur og Jensen og Mecklings (1976) konsekvensanalyse af adskillelsen mellem

* Korresponderende forfatter. Institut for Nationaløkonomi, Copenhagen Business School og Center for Erhvervsøkonomisk Forskning (www.cebr.dk). Email: mb.eco@cbs.dk. WEB: <http://www.cbs.dk/staff/mortenbennedsen>.

** Center for Erhvervsøkonomisk Forskning. Email: kn@cebr.dk. WEB: <http://www.cebr.dk>.

En stor tak til Mette Neville for udbytterige selskabsretlige diskussioner og til Mogens Fosgerau og Daniel Wolfenzon for tilladelse til at bruge fælles arbejde i dette papir.

ejerskab og kontrol i store virksomheder. Motiveret af den empiriske observation at de fleste virksomheder, bortset fra de allerstørste amerikanske og engelske selskaber, har både store kontrollerende og små mindretals aktionærer (se f.eks. La Porta *et al.* (1999)) er fokus det sidste tiår flyttet mod analyse af konflikter mellem forskellige grupper af aktionærer (Shleifer og Vishny (1997)). Den teoretiske litteratur har primært fokuseret på virksomheder, der opererer på et aktivt marked for virksomhedskontrol, dvs. store selskaber der er noteret på en fondsbørs, mens der eksisterer meget lidt økonomisk analyse af unoterede virksomheder. En undtagelse herfra er Bennedsen og Wolfenzon (2000), der viser, at når ejerskabsandele er fordelt på en gruppe af ejere, der alle har en ikke trivial ejerskabsandel, så bliver kontroldannelsesprocessen vigtig. Der peges bl.a. på, at det sommetider kan være fordelagtigt at vælge en ejerskabsstruktur, hvor kontrollen bliver udvasket ved bevidst at sørge for, at der ikke er en dominerende ejer. Dette tvinger ejere til at samarbejde og dermed internalisere en større del af omkostningerne ved at afvige fra profitmaksimerende adfærd.

Demsetz og Lehn (1985) analyserer om det er muligt at observere nogle af disse teoretiske overvejelser i den faktiske ejerskabskoncentration i store amerikanske virksomheder. Ejerskabskoncentration er her defineret som antallet af ejere med mere end en eksogent givet andel (10 pct.) af en virksomheds aktier. Demsetz og Lehn viser at (a) jo mindre en virksomhed er, (b) jo mere usikkerhed virksomheden opererer i, og (c) jo mere ikke transferabel nytte der knytter sig til ejerskab (f.eks. giver ejerskab af en sportsklub en høj ikke transferabel nytte), jo mere koncentreret er en virksomheds ejerskabsstruktur. Efterfølgende har der været en hel række artikler, der har udvidet analysen af hvad der bestemmer (oftest store noterede) virksomheders ejerskabsstruktur og sammenhængen mellem ejerskabsstruktur og virksomheders profitabilitet (se Morck *et al.* (1988) og Himmelberg *et al.* (1999) og referencer heri). Hele denne litteratur har anvendt et eksogent ejerskabskoncentrationsmål.

Udgangspunktet for vores analyse er, at *ejerskabskoncentration* ikke er identisk med *kontrolallokeringen*, som den teoretiske litteratur fokuserer på. Hvor meget kontrol en given ejerskabsandel giver afhænger ikke kun af dens størrelse, men også af fordelingen af det øvrige ejerskab. F.eks. viser studier, at en ejerskabsandel på 20 procent af en stor amerikansk virksomhed, hvor resten af aktierne er spredt ud blandt mange ejere, giver næsten fuldkommen kontrol over virksomheden (La Porta *et al.* 1998). På den anden side kan man sagtens være en ubetydelig

mindretalsaktionær uden nogen form for reel indflydelse i en unoteret dansk virksomhed selvom man ejer 20 procent af aktierne. Generelt gælder der derfor, at det eksogene koncentrationsmål er analytisk problematisk, hvilket især er væsentligt for små unoterede virksomheder med få og store ejere.

I denne analyse tager vi således et mere nuanceret syn på kontrolallokering og vi bidrager med tre nye (både på nationalt og internationalt niveau) tilgange til at analysere kontrolallokering i små virksomheder. For det første analyserer vi hvorfor virksomheder har bestyrelser. Vi identificerer et *strategisk-* og et *kontrolallokerings-*motiv for at have bestyrelser og tester disse motiver på 13.355 anpartsselskaber, for hvilke det er frivilligt om virksomhederne etableres med bestyrelse eller ej. Vi finder klar evidens for, at kontrolallokeringsmotivet er en væsentlig forklaringsfaktor for hvorfor virksomheder har bestyrelser.

For det andet analyserer vi, hvem der faktisk kontrollerer virksomhederne (dvs. hvem der er direktører, bestyrelsesformænd og almindelige bestyrelsesmedlemmer). Vi viser, at der er to typiske måder at allokere kontrol i virksomheden på: Enten har virksomhederne en stor dominerende ejer, der også er direktør i virksomheden og som har indsat en udefrakommende bestyrelsesformand, eller også er der ikke nogen dominerende ejer og så er direktøren typisk en outsider.

For det tredje analyserer vi, hvad der bestemmer den ultimative ejerskabsfordeling i en virksomhed. Især er vi interesseret i, om der er systematisk kontroludvaskning i unoterede virksomheder som forudsagt af Bennedsen og Wolfenzon (2000). Hermed bringer vi den empiriske litteratur i bedre overensstemmelse med hvad den teoretiske litteratur beskæftiger sig med.

Unoterede selskaber er generelt set karakteriserede ved ikke at have et aktivt marked for ejerskabsandele og at der næsten altid er tale om få og relativt store ejere (dvs. målt med den traditionelle *eksogene* definition af ejerskabskoncentration har næsten alle unoterede selskaber fuldstændigt koncentreret ejerskab). De er derfor vældigt interessante analyseobjekter for den del af selskabsstyringslitteraturen, der fokuserer på forholdet mellem kontrollerende flertals- og ikke-kontrollerende mindretalsaktionærer. Den internationale selskabsretslige litteratur har da også

tidligere påvist, at der ofte er store konfliktpotentialer mellem forskellige ejergrupper i sådanne virksomheder (se O'Neals (1987) og Easterbrook og Fischel (1991)).

I en dansk juridisk, politisk og økonomisk kontekst mener vi, at den præsenterede analyse vil være brugbar på flere niveauer: For det første eksisterer der en meget lille viden om ejerskabs- og kontrolstrukturer i mindre danske virksomheder. Det hidtidige udredningsarbejde har primært været baseret på de største (noterede) selskaber (som f.eks. Erhvervsministeriet *et al.* (1999) og DØR (1999)) og det har et metodemæssigt problem, fordi det *ultimative* ejerskab ikke analyseres (dvs. oprulning af virksomhedernes ejere gennem flere led). Materialet og metodeudviklingen i dette papir kan således forhåbentligt være en kvalificeret hjælp til fremtidigt udredningsarbejde. For det andet kan dette materiale være brugbart i lovgivningsarbejde omkring selskabsstyringsmæssige initiativer, der f.eks. sigter på at regulere forholdet mellem direktion, bestyrelse og ejere af en virksomhed, eller som sigter særligt på små virksomheder, hvilket eksempelvis var tilfældet med revisionen af anpartsselskabsloven i 1996.

Artiklen er i det følgende struktureret således: I det næste afsnit diskuterer vi vort datasæt, dernæst definerer vi begrebet ultimativt ejerskab og viser et par eksempler på dette. I afsnit 4 kigger vi på hvorfor anpartsselskaber har bestyrelser. Afsnit 5 analyserer kontrolallokering i forbindelse med bestyrelse og direktion. Afsnit 6 bygger på Bennedsen *et al.* (2000) og fokuserer på strategisk kontroludvaskning i unoterede virksomheder. Endeligt diskuterer vi hvilke juridiske og økonomiske overvejelser vores analyse implicerer i afsnit 7.

2) Unoterede selskaber og deres ejerskabsstruktur

Databasen som anvendes i analysen af ultimativt ejerskab er indsamlet af Købmandsstandens Oplysningsbureau (KOB) ud fra virksomhedernes indberetninger til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Den samlede database består af omkring 83.022 unoterede aktive virksomheder, for hvilke der er tilgængelige regnskabsmæssige oplysninger.

Tabel 1 sammenligner antallet af aktive (unoterede) virksomheder i KOB databasen med antallet af momsregistrerede virksomheder. Det ses at databasen dækker selskabsformerne A/S og ApS bedst. Partnerskaber er ikke reguleret via lovgivningen, hvorfor virksomheder af denne type kun

indberetter årsregnskabet i henhold til årsregnskabsloven, hvilket forklarer det store frafald af partnerskaber, når KOB databasen sammenholdes med oplysningerne fra momsregistreret.

Tabel 1, Antal aktive virksomheder i KOB databasen fordelt på selskabsformer

Selskabsform	Antal virksomheder i KOB	Antal momsregistrerede virksomheder (1998)
Aktieselskab (A/S)	27.727	27.554
Andelsselskab	801	3.713
Anpartsselskab (ApS)	50.986	43.981
Fond	1.104	n.a.
Partnerskab	1.564	30.541
Andre	840	n.a.
Total	83.022	n.a.

Anm.: Tabellen indeholder alle aktive virksomheder med mindst et regnskab i KOB databasen. Oplysninger vedrørende antallet af momsregistrerede virksomheder er hentet fra Statistisk Tiårsoversigt 2000. Afvigelserne i antallet af virksomheder for aktie- og anpartsselskaber kan skyldes momsfrigtagelse for bestemte erhverv.

Virksomhedernes gennemsnitlige størrelse fordelt på selskabsformen er vist i tabel 2. Som mål for størrelsen er medtaget nettoomsætning, egenkapital og status balancen. Bemærk at ikke alle virksomheder oplyser nettoomsætningen, hvorfor antallet af virksomheder som indgår i gennemsnittet er vist særskilt. For egenkapital og status balancen er de 83.022 virksomheder fordelt med henholdsvis 27.727, 50.986 og 4.309 på aktie-, anpartsselskaber og andre.

Tabel 2, Gennemsnitlig størrelse fordelt på selskabsformer

Beløb i 1.000 kr.

Selskabsform	Omsætning			Egenkapital		Status Balance	
	Gns.	Median	Antal	Gns.	Median	Gns.	Median
A/S	92.332	(13.452)	8.345	16.761	(2230)	69.097	(8.317)
ApS	3.058	(2.982)	15.940	2.381	(391)	5.168	(1580)
Andre	3.238.101	(6.114)	2.882	82.389	(2792)	3.460.766	(10.441)
Total	373.669	(8.693)	27.167	64.132	(777)	205.607	(2.882)

Anm.: Tabellen indeholder alle 83.022 aktive virksomheder i KOB databasen med mindst et regnskab. Årsregnskabsloven indeholder mulighed for ikke at offentliggøre virksomhedens omsætning, såfremt dette kan begrundes ud fra konkurrencemæssige hensyn. I praksis betyder dette at kun 27.167 ud af de i alt 83.022 virksomheder, som er indeholdt i tabellen, offentliggør omsætningen. Bemærk at specielt ”andre” selskabsformer er præget af en række meget store virksomheder.

Ejerskabsinformation

De forskellige virksomhedsformer efterlader forskellige krav til offentliggørelse af virksomhedens ejere. Tabel 3 viser antallet af virksomheder fordelt efter antallet af ejere. Kategorien ukendt dækker

over virksomheder, hvor der ingen ejere er pr. definition (f.eks. fonde) samt virksomheder, som ikke offentliggør navnet på ejerne. Vi noterer at langt de fleste af de virksomheder, hvor vi ikke har nogen ejerskabsinformation, er anpartsselskaber. Ser vi bort fra virksomhederne med ukendt ejerskab har omkring 90 procent af virksomhederne i databasen enten 1 eller 2 ejere. Bemærk at datterselskaber er indeholdt i antallet af virksomhederne med 1 ejer.

Tabel 3, Fordeling af virksomhederne på selskabsform og antal ejere

Selskabsform	Antal ejere							Antal
	Ukendt	1	2	3	4	5	6+	
A/S	0,04	0,66	0,16	0,07	0,04	0,01	0,01	27.727
ApS	0,38	0,49	0,10	0,02	0,01	0,00	0,00	50.986
Partner	0,05	0,65	0,22	0,04	0,02	0,01	0,01	1.564
Andre	0,91	0,07	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	2.745
Total	0,28	0,54	0,12	0,04	0,02	0,01	0,01	83.022

Anm.: Tabellen indeholder alle 83.022 aktive virksomheder i KOB databasen med mindst et regnskab. Idet andelsselskaber, foreninger, fonde m.v. ofte er selskabsformer hvor antallet af ejere er definatorisk lig 0, er disse slået sammen under kategorien andre.

Der er således 60.030 virksomheder i KOB databasen, hvor vi kender hele eller dele af ejerkredsen. Heraf udgør datterselskaber 22.005 virksomheder. Ekskluderes datterselskaberne har vi således 38.025 virksomheder, hvor vi kan undersøge ejerskabsfordelingen.

Oplysning af ejerskabsandele

Lovgivningen rummer ikke alene forskelle mellem de forskellige selskabsformer vedrørende oplysning af ejerens identitet, men også til *hvad* ejerskabsinformationen skal indeholde. Oplysningsforpligtelserne vedrørende virksomhedens ejere er mest omfattende for aktieselskaber, hvor aktionærer er forpligtet til at give meddelelse til selskabet når stemmeandelen eller kapitalandelen passerer intervaller på 5%. Hvad angår selskabets offentliggørelse, så skal en liste over større aktionærer i princippet være offentligt tilgængelig samt optages i selskabets årsopgørelse. I forbindelse med aflæggelse af årsregnskabet er virksomheden kun forpligtet til at oplyse navnet på de store aktionærer, hvorved virksomheden selv bestemmer om den eksakte andel skal offentliggøres. For anpartsselskaber er reglerne ganske anderledes. Internt i virksomheden skal der føres en liste over anpartshaverne, som dog først bliver tilgængelig for offentligheden når selskabets anpartskapital overstiger 500.000 kr. Yderligere er der knyttet en særlig pligt om meddelelse når ejerskabet koncentrerer på en enkelt person. Navne på selskabets

store ejere skal ligesom i tilfældet med aktieselskaberne offentliggøres i årsregnskabet. Endeligt er partnerskaber og andre selskabstypers offentliggørelse af ejerne ikke reguleret og dermed ikke direkte omfattet af et krav om offentliggørelse.¹ Vi kan således konkludere at for virksomhederne i vores datasæt bliver oplysningerne omkring ejerskabsandele reelt kun offentliggjort i årsregnskabet, hvis den pågældende virksomhed selv ønsker det.

Tabel 4, Oplysning af ejerskabsandele fordelt på selskabstype

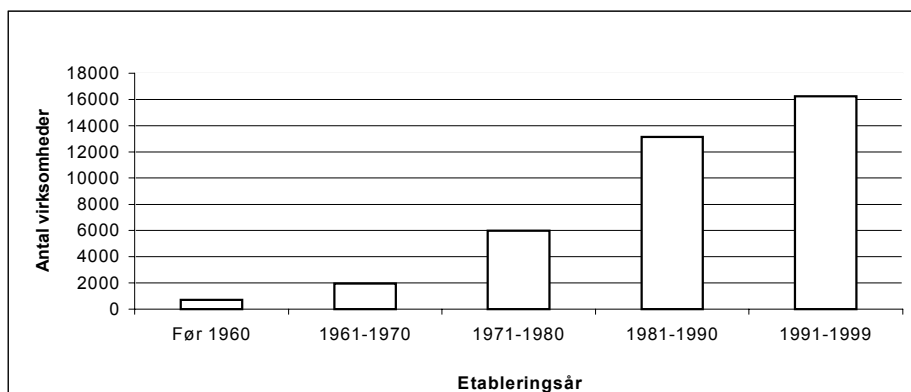
Selskabsform	Sum af oplyste ejerskabsandele					Antal
	0	1-29	30-89	90-99	100	
A/S	0%	55%	10%	3%	32%	14.296
ApS	2%	37%	3%	2%	57%	23.192
Partnerskab	58%	5%	13%	1%	22%	490
Andre	13%	45%	17%	4%	21%	47
Alle	2%	43%	6%	2%	47%	38.025

Anm.: Tabellen indeholder alle aktive virksomheder i KOB med mindst et regnskab, hvor ejernes identitet er oplyst. Procenttallene angiver hvor stor en andel af virksomhederne som oplyser en given samlet ejerskabsandel.

Det fremgår af tabel 4, at virksomhederne overordnet fordeler sig i to kategorier med hensyn til oplysningen af ejerskabsandelene. Enten så oplyses stort set intet eller også oplyses ejerskabsandelene for alle ejere.

Et af de spørgsmål vi senere tager op i analysen er hvordan kontrolallokering udvikler sig med virksomhedens alder. I den forbindelse viser figur 1 aldersfordeling af de 38.025 virksomheder som ikke er datterselskaber og for hvilke vi har nogen ejerskabsinformation.

Figur 1, Antal virksomheder fordelt på etableringsår



Anm.: Figuren indeholder alle 38.025 aktive virksomheder i KOB, hvor ejernes identitet oplyses.

¹ For yderligere information omkring oplysningskrav m.v. henvises til Andersen (2000).

Figur 1 viser at vores virksomheder er relativt unge, idet langt de fleste er under 20 år gamle. Dette kan skyldes flere forhold: frafald af virksomheder over tid, stigende etablering af ”små” selskaber efter 1974, hvor anpartsselskabsloven trådte i kraft og endeligt at nyere virksomheder måske har en større åbenhed med hensyn til oplysninger vedrørende virksomhedens ejere.

3) Ultimativt Ejerskab

Et af hovedformålene med denne analyse er at afdække sammenhænge mellem dem der ejer og dem der kontrollerer en virksomhed. Mange af vores virksomheder har holdingselskaber eller andre virksomheder som ejere. For at forstå den reelle sammenhæng mellem kontrol og ejerskab er vi derfor nødt til at lokalisere virksomhedernes *ultimate ejere*. Vi definerer ultimativt ejerskab som den ejerskabsfordeling, der fremstår når vi har oprullet ejerskabsstrukturen, således at virksomhedens ejerkreds udelukkende består af personer eller virksomheder, som definatorisk ingen ejere har (f.eks. fonde). Vi illustrerer begrebet ultimativ ejerskab med følgende to eksempler, der yderligere præsenterer to typiske kontrolallokeringsstrukturer:

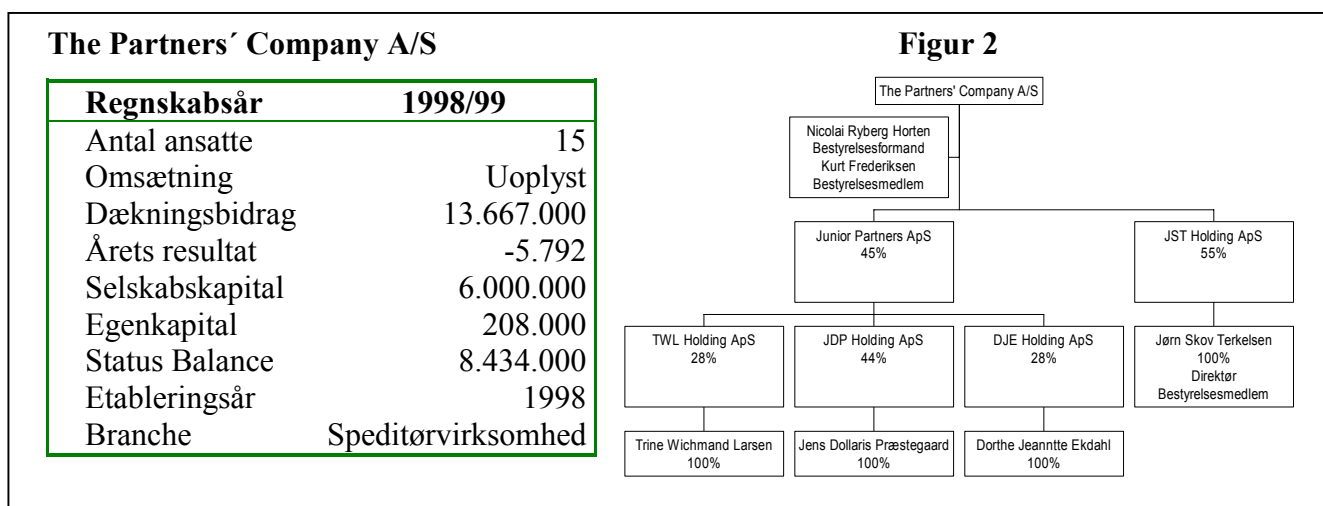
- *The Partners' Company A/S*
- *Dansystem – Christensen & Arndt A/S*

The Partners Company er et speditjonsfirma, som har specialiseret sig i transport af spiritus, herunder betydelige aktiviteter i Østeuropa. Dansystem – Christensen & Arndt er en engrosvirksomhed, der hovedsageligt handler med elektroniske komponenter til det danske marked².

For at finde de ultimative ejere af virksomhederne kræves perfekt ejerskabsinformation i 1. led, som defineres som virksomhedernes ejere uanset type. Idet det er tilladt for virksomheder at besidde en egenbeholdning på op til 10 procent defineres perfekt ejerskabsinformation, således at summen af ejernes opgivne andele skal overstige 90 procent. Udfra dette kriterium findes der i KOB databasen 18.525 virksomheder med perfekt ejerskabsinformation i første led (se tabel 4). Vi ønsker derefter at finde disse virksomheders ultimative ejere. For virksomheder der alene har personlige ejere gøres dette ved blot at normere, så der summeres til 100 procent. For virksomheder med andre virksomheder i ejerkredsen kræver oprulningen af ultimativ ejerskab, at vi kan finde de (ultimative) ejere for de virksomheder, som er ejer i første led. Dermed kræves yderligere perfekt

² Kilde: Børsens internetressourcer: www.borsen.dk.

ejerskabsinformation ned i gennem kæden af virksomheder, som enten er direkte ejere i første led eller indirekte ejere gennem ejerskab af en virksomhed, som er ejer i første led. Betragt ejerskabet af virksomheden The Partners' Company, som er illustreret i figur 2. Virksomheden har to ejere i første led, nemlig Junior Partners ApS og JST Holding ApS med henholdsvis 45 og 55 procent af aktiekapitalen. Vi har perfekt ejerskabsinformation i første led, idet ejerskabsandelene summer til 100 procent. Virksomhederne i andet led er ejet af henholdsvis tre holdingselskaber og en personlig ejer. I begge tilfælde er der perfekt ejerskabsinformation, men kun i det sidste tilfælde identificeres en ultimativ ejer. De 3 holdingselskaber er ejet af personer, som således sammen med J.S. Terkelsen udgør de ultimative ejer for virksomheden The Partners' Company.



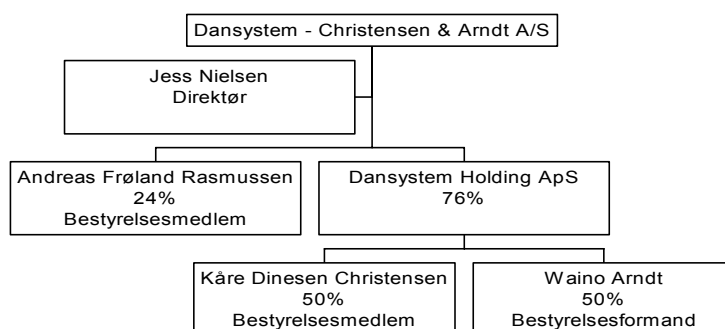
The Partners' Company har således fire ultimative ejere: J.S. Terkelsen med 55% af aktiekapitalen, J.D. Præstegaard med 20%, samt T.W. Larsen og D.J. Ekdahl med 13% hver.

Vores andet eksempel, Dansystem, som er illustreret i figur 3, har tre ultimative ejere med følgende andele: K.D. Christensen og W. Arndt begge med 38% samt A.F. Rasmussen med 24%. Bemærk at i The Partners' Company er den dominerende ejer J.S. Terkelsen samtidig direktør, modsat Dansystem, som hverken har en dominerende ejer eller en insider direktør. Eksemplerne viser således to mønstre af ejerskabs- og kontrolallokering, nemlig et mønster hvor der er en dominerende ejer, der også er direktør i virksomheden og dermed sidder med næsten alt kontrol (The Partners Company), og et andet hvor kontrolallokeringen er mere udvasket (dvs. der er ingen dominerende ejer) og direktøren er hentet udefra (Dansystem). Vi vil i det følgende påvise at disse to ejerskabs- og kontrolallokeringer er typiske for små unoterede danske virksomheder.

Dansystem – Christensen & Arndt A/S

Figur 3

Regnskabsår	1998
Antal ansatte	15
Omsætning	Uoplyst
Dækningsbidrag	14.469.000
Årets resultat	269.000
Selskabskapital	500.000
Egenkapital	883.000
Status Balance	17.802.000
Etableringsår	1988
Branche	En gros, elektronik



Som illustreret i de to eksempler oprulles ejerskabet i virksomheder forudsat, at der er perfekt ejerskabsinformation for virksomhederne i andet led. Således fortsættes indtil virksomhedernes ultimative ejere er fundet. Grundet imperfekt ejerskabsinformation i andet eller tredje led er det ikke muligt at finde de ultimative ejere for 820 af de 18.525 virksomheder. Det er således muligt at finde de ultimative ejere for 17.705 virksomheder.

Tabel 5, Antal virksomheder fordelt på antallet af ejere

Antal ejere	KOB	Ultimativ 1. led	Andel af KOB	Ultimativ
1	22.444	13.801	0,61	13.848
2	9.839	2.935	0,30	2.859
3	3.198	653	0,20	664
4	1.490	216	0,14	222
5	533	55	0,10	64
6+	521	45	0,09	48
Total	38.025	17.705	0,47	17.705

Ann.: KOB indeholder alle aktive virksomheder med et regnskab som oplyser ejernes identitet. Ultimativ 1. led indeholder alle virksomheder i KOB, hvor de ultimative ejere kan findes fordelt på antallet af ejere i 1. led, mens Ultimativ indeholder de virksomheder i KOB, hvor de ultimative ejere kan findes fordelt på antallet af ultimative ejere.

I tabel 5 er antallet af virksomheder fordelt på antallet af ejere. KOB udgør de 38.025 virksomheder, hvor vi kender ejerne, men ikke nødvendigvis har perfekt ejerskabsinformation. Ultimativ 1. led er de 17.705 virksomheder, hvor de ultimative ejere kan oprulles fordelt på antallet af ejere i første led, mens ultimativ fordeler de 17.705 virksomheder på antallet af ultimative ejere. Forskellene mellem antallet af virksomheder i ultimativ 1. led og ultimativ illustrerer således bevægelserne, som følge af opgørelsen af ultimativt ejerskab fremfor ejerne i første led.

Tabel 5 viser yderligere, at ejerskabet af noterede virksomheder er koncentreret, hvilket er konsistent med den teoretiske selskabsstyringslitteratur for noterede selskaber (se Bennedsen og Wolfenzon (2000) og referencerne heri).

Fordelt på selskabsformerne finder vi de ultimative ejere for 4.304 aktie-, 13.357 anpartsselskaber og 44 virksomheder med anden selskabsform. For aktieselskabernes vedkommende slår lovgivningens oplysningsregler vedrørende ejerskabet igennem, idet kravet om opgivelse af ejerskabsandelen i intervaller (>5%, >10%) betyder jf. tabel 2, at enten er summen af de opgivne andele ganske lille eller perfekt. For anpartsselskaber kan de ultimative ejere findes for næsten alle virksomhederne med perfekt ejerskabsinformation i første led, hvilket tyder på at frivillighed vedrørende ejerskabsinformationen også er implementeret ”nedad”.

4) Hvorfor har anpartsselskaber bestyrelser?

I dette afsnit påbegynder vi analysen af kontrolallokering i noterede danske virksomheder. Vi fokuserer på et helt fundamentalt spørgsmål, nemlig hvorfor har en virksomhed en bestyrelse? Selvom dette spørgsmål umiddelbart virker helt centralt, har der såvidt vi ved ikke før (hverken nationalt eller internationalt) været empiriske analyser af dette spørgsmål.³

Hvorfor etablerer en virksomhed sig med en bestyrelse? Vi kan lidt forsimplet tænke på to brede formål med en bestyrelse. Den ene funktion er at være en aktiv sparringspartner med en ledelse, vi kan kalde dette for en *strategi*-funktion. I denne funktion er det bestyrelsens rolle at vurdere overordnede aktiviteter og strategioplæg og prøve at styre virksomheden i konstruktiv samarbejde med den daglige ledelse. Den anden rolle er en *kontrolallokerings*-funktion, hvor bestyrelsesmedlemmerne er agenter for forskellige ejerskabsgrupper og i denne funktion skal sikre, at de enkelte investorers interesser bliver taget seriøst i virksomheden. Et centralt element i dette

³ Den internationale corporate governance litteratur har taget bestyrelsesetableringen for givet og analyseret emner som f.eks. bestyrelsessammensætning, organisering og incitamentsstrukturer (se blandt andet Shleifer og Vishny 1997). At vi ikke har kunnet finde empiriske analyser af, hvorfor en virksomhed overhovedet har en bestyrelse, kan tænkes at skyldes det oplagte svar, at de fleste aktieselskaber har en bestyrelse, fordi det er krævet i lovgivningen. Men som vi analyserer i det følgende gælder dette ikke for de 13.357 anpartsselskaber, som vi har ultimativ ejerskabsfordeling over. Ved at analysere disse virksomheder kan vi muligvis også kaste lys på, hvorfor aktielovgivningen kræver at virksomheder etablerer sig med en bestyrelse.

motiv er at monitorere virksomhedsledelsen og overvåge at alle ejerne (eller i hvert fald alle de ejere, der er repræsenteret i bestyrelsen) bliver behandlet ens af den daglige ledelse.

Vi vil i det følgende teste hvorledes disse funktioner har indflydelse på om virksomheder har en bestyrelse. Selskabslovgivningen foreskriver at aktieselskaber skal have en bestyrelse, så i disse virksomheder kan vi ikke umiddelbart vurdere den relative vægt af de to funktioner. I anpartsselskaber har det derimod siden 1996 været frivilligt om selskabet skal have en bestyrelse og vi vil derfor i det følgende fokusere på de 13.357 anpartsselskaber i KOB datasættet.

Vores hypoteser er følgende: For det første, hvis strategi-motivet for bestyrelsesetablering er stærkt skal vi se, at virksomhedens størrelse er en væsentlig forklaringsfaktor for om et anpartsselskab vælger at etablere en bestyrelse, idet store virksomheder generelt set må formodes at være mere uoverskuelige og dermed skulle organisationsafkastet af en aktiv bestyrelse være større. For det andet, hvis kontrolallokerings-motivet er væsentligt, så må der være en sammenhæng mellem fordelingen af ejerskab og etableringen af bestyrelsen. Hvis der f.eks. kun er en ejer, eller en altdominerende ejer og de andre ejere samtidig er af ubetydelig størrelse, så formoder vi, at der er en lavere sandsynlighed for, at et selskab vælger at etablere en bestyrelse. Omvendt hvis der er mange ejere, der alle søger kontrol, så stiger sandsynligheden for, at der etableres en bestyrelse hvor disse kontrolinteresser kan plejes.

Før vi går til en egentlig test af disse hypoteser prøver vi i tabel 6 at se på andelen af anpartsselskaber med bestyrelse fordelt efter antallet af ejere og om der findes en dominerende ejer eller ej.

Tabel 6, Andel af ApS med bestyrelse fordelt efter antal ultimative ejere og dominans

Selskabsform	Antal ultimative ejere						Total
	1	2	3	4	5	6+	
Ingen dominerende ejer	n.a.	n.a.	0,49	0,55	0,52	0,69	0,51
Dominerende ejer	0,10	0,21	0,36	0,44	0,20	n.a.	0,37
Total	0,10	0,21	0,45	0,53	0,47	0,69	0,47
Antal total	11005	1823	372	112	32	13	13.357

Anm.: Tabellen indeholder alle 13.357 aktive anpartsselskaber i KOB med et regnskab, hvor de ultimative ejere kan findes.

Bemærk at anpartsselskaber med 1 eller 2 ejere pr. definition har en dominerende ejer. Tendensen til etablering af bestyrelse syntes ud fra tabel 6, at være stigende i antallet af ejere samt fravær af en

dominerende ejer. Med andre ord etableres en bestyrelse i højere grad i virksomheder, hvor kontrollen er udvasket. Dette indikerer at kontrolallokerings-motivet er væsentligt, når anpartsselskaber beslutter om de skal have en bestyrelse eller ej.

Tabel 6 viser at kontrolallokerings-motivet spiller en rolle for valget af bestyrelse, men den isolerer ikke de to motiver fra hinanden. Derfor præsenterer vi nu en logit test for, om anpartsselskaber har valgt at etablere sig med bestyrelser eller ej, der simultant kan analysere de to motiver.

Tabel 7, Variable i Logit-test

Bestyrelse	Afhængig variabel, Dummy som har værdien 1 eller 0, hvis virksomheden hhv. har eller ikke har en bestyrelse
AE2	Dummy, antal af ultimative ejere lig 2
AE3	Dummy, antal af ultimative ejere lig 3
AE4	Dummy, antal af ultimative ejere lig 4
AE5	Dummy, antal af ultimative ejere lig 5+
DOME	Dummy for dominerende ejer
EA	Etableringsår, f.eks. 1988
SB	Status balancen målt i 1.000.000 kr.

Anm.: Tabellen indeholder forklaring af de variable som anvendes i Logit-testen af bestyrelsesetablering som præsenteres i tabel 8.

Bestyrelse er den endogene variabel, mens de fire første variable er dummies for antallet af ultimative ejere, hvorfor testen sker relativt til etablering af bestyrelser med 1 ultimativ ejer. Der kontrolleres for virksomhedens størrelse vha. balancesummen, mens etableringsåret fanger strukturelle ændringer over tid⁴. Endelig har vi inkluderet en variabel for eksistens af en dominerende ejer. Resultaterne fra logit-testen er præsenteret i tabel 8.

⁴ Ligeledes har vi gennemført logit-testen med interaktionseffekter mellem etableringsår og en dummy for om virksomheder er etableret efter 1996, hvilket ikke ændrer resultatet præsenteret i tabel 8 nævneværdigt.

Tabel 8, Logit-test af etablering af bestyrelse

Dependent Variable: Bestyrelse				
n = 13355.				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
AE2	0.814	0.066	12.266	0.0000
AE3	1.666	0.181	9.193	0.0000
AE4	1.881	0.249	7.547	0.0000
AE5	1.893	0.352	5.381	0.0000
DOME	-0.454	0.201	-2.256	0.0241
EA	-0.001	0.000	-8.934	0.0000
SB	0.023	0.003	8.957	0.0000

Ann.: Tabellen indeholder en logit-test af etablering af bestyrelse i de 13.357 aktive anpartsselskaber med mindst et regnskab, hvor de ultimative ejere kan findes. To virksomheder blev ekskluderet under testen.

Sandsynligheden for etablering af en bestyrelse er således stigende i antallet af ejere i virksomheden. Denne tendens er særdeles signifikant i data. Derudover ses det at tilstedeværelsen af en dominerende ejer påvirker sandsynligheden for, at virksomheden har en bestyrelse negativt, dvs. at virksomheder med flere lige store ejere hyppigere etablerer en bestyrelse. Denne effekt er signifikant på et 2,5 pct. niveau. Begge disse tendenser medfører at testen viser en klar dokumentation for betydningen af kontrolallokerings-motivet, når anpartsselskaber etablerer sig med en bestyrelse.

Ligeledes stiger sandsynligheden med virksomhedens størrelse målt ved balancesummen⁵. Der er således også signifikant evidens for strategimotivet, men det er vigtigt at understrege at denne effekt er relativ lille. Virksomhedens alder påvirker etableringen af bestyrelse positivt, således at jo yngre virksomheden er, jo mindre er sandsynligheden for, at der etableres en bestyrelse.

⁵ Ideelt set skulle testen for størrelse også indeholde antallet af ansatte, idet de ansatte i virksomheder med mere end 35 ansatte har krav på medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. KOB databasen indeholder kun information om antallet af virksomheder med mere end 20 ejere. Da der er meget få anpartsselskaber med flere end 35 ansatte, vurderer vi, at udeladelsen af antal ansatte ikke påvirker vores resultater nævneværdigt.

5) Kontrolallokering

Efter at have dokumenteret et kontrolallokerings-motiv i beslutningen om etablering af en bestyrelse i anpartsselskaber, forsøger vi i dette afsnit at svare på nogle meget simple, men også meget fundamentale spørgsmål om hvem der kontrollerer små unoterede danske virksomheder. Vi er fokuserede på hvilke sammenfald der eksisterer mellem direktøren, bestyrelsesformanden og almindelige bestyrelsesmedlemmer på den ene side og ejerkredsen på den anden side. Vores udgangspunkt er således de 38.025 aktive virksomheder hvor vi har nogen ejerskabsinformation, men vi reducerer dette antal ved at kræve at der er bestyrelsesoplysninger i vores data (dvs. at vi kan se, at virksomheden har en bestyrelse). Efterfølgende reducerer vi antallet af virksomheder yderligere ved at kræve ultimativ ejerskabsinformation.

Tabel 9, Ledelse & bestyrelse i virksomheder hvor ejernes identitet er kendt

Direktør	Bestyrelsesformand	Bestyrelsesmedlem	Antal (total = 18.694)	Andel
Ikke Ejer	Ikke ejer	Ikke ejer	1.920	0,10
		Ejer	424	0,02
	Uoplyst	Ikke ejer	1.999	0,11
		Ejer	1.275	0,07
	Ejer	Ikke ejer	422	0,02
		Ejer	165	0,01
Ejer	Ikke ejer	Ikke ejer	158	0,01
		Ejer	2.729	0,15
	Uoplyst	Ikke ejer	246	0,01
		Ejer	8.240	0,44
	Ejer	Ikke ejer	141	0,01
		Ejer	975	0,05

Anm.: Tabellen indeholder alle 18.694 aktive virksomheder med et regnskab, hvor antallet af ejere og deres identitet er kendt. Yderligere kræves det at virksomhederne har en bestyrelse. Uoplyst betyder i denne sammenhæng, at navne på bestyrelsesmedlemmerne er kendt, men at det er uoplyst, hvem af dem der er formand. Bemærk at der er tale om første leds ejere og dermed ikke ultimative ejere. Tredje søjle viser om mindst et af bestyrelsesmedlemmerne tilhører ejerkredsen.

I godt to tredjedele af virksomhederne er både direktøren og mindst et bestyrelsesmedlem ejer, mens direktøren ikke er ejer i den sidste tredjedel af virksomhederne. Vores første indsigt er derfor at generelt set er direktører i små unoterede virksomheder insidere, hvilket må siges at være forventeligt, da mange af disse virksomheder er personligt ejede. Mere overraskende er det måske, at der er en vis evidens for at bestyrelsesformanden ikke er insider. I de fleste af virksomheder har vi ikke oplysninger om bestyrelsesformandens identitet, men blandt dem der oplyser det, er der mere end tre gange så mange outsiders som insidere blandt bestyrelsesformændene. Der er således

en tendens til at direktøren er insider, men at bestyrelsesformanden er outsider i forhold til ejerkredsen.

I tabel 9 analyserede vi alle virksomheder, der opgav nogen ejerskabsinformation. For at få et mere præcist indblik i sammenfald mellem ledelse og ejerskabskreds fokuserer vi nu på de virksomheder, hvor vi har ultimativ ejerskabsinformation og som optræder med en bestyrelse i vores data. Tabel 10 viser kontrolfordelingen i virksomhederne i vores ultimativ datasæt, hvor der eksisterer en bestyrelse. Vi har angivet resultaterne for alle virksomheder, for alle virksomheder med henholdsvis mindst to og mindst tre ultimative ejere. Kolonnen hvor alle virksomheder medtages viser, at direktøren er største ejer i tre fjerdedele af virksomhederne, hvilket dog falder til 60 procent, når virksomheder med blot en ultimativ ejer ekskluderes. Fjernes virksomhederne med to ultimative ejere falder andelen ikke yderligere. For alle tre kategorier gælder der, at generelt set er direktøren den største ejer i virksomheden. Det er især tydeligt for virksomheder med en enkelt ejer men også en klar tendens i virksomheder med flere ejere. Ligesom i tabel 9 er der også her evidens for, at bestyrelsesformanden oftere er outsider end insider i forhold til ejerskabskredsen.

Tabel 10, Direktør eller bestyrelsesformand er største ejer

Direktør	Bestyrelsesformand	Andel alle ejere (total=6217)	Andel for 2+ ejere (total=2198)	Andel for 3+ ejere (total=717)
Ikke ejer	Ikke ejer	0.07	0.11	0.06
	Uoplyst	0.12	0.14	0.11
	Ejer, men ikke største	0.00	0.01	0.01
	Største ejer	0.03	0.02	0.02
Ejer, men ikke største	Ikke ejer	0.01	0.03	0.03
	Uoplyst	0.02	0.04	0.08
	Ejer, men ikke største	0.00	0.00	0.01
	Største ejer	0.01	0.02	0.02
Største ejer	Ikke ejer	0.18	0.11	0.08
	Uoplyst	0.53	0.40	0.44
	Ejer, men ikke største	0.01	0.02	0.03
	Største ejer	0.04	0.10	0.10
Total		1.00	1.00	1.00

Ann.: Tabellen indeholder aktive virksomheder med mindst et regnskab, hvor de ultimative ejere kan findes. Kun virksomheder med en bestyrelse er medtaget. Uoplyst betyder i denne sammenhæng, at navne på bestyrelsesmedlemmerne er kendt, men at det er uoplyst, hvem af dem der er formand. Kolonnerne "Andel for 2+ ejere" og "Andel for 3+ ejere" indeholder henholdsvis virksomheder med mere end 2 og 3 ultimative ejere.

Vi har således påvist, at kontrollen i unoterede danske virksomheder er allokeret således, at den største (eller eneste) ejer generelt set også er direktør i virksomheden. Til gengæld vælges bestyrelsesformanden oftest udenfor ejerskabskredsen både når der er tale om virksomheder med en eller flere ejere. I virksomheder med flere ejere er de øvrige ejere menige bestyrelsesmedlemmer. Den typiske kontrolallokering er derfor som i *The Partners' Company A/S*, som vi gennemgik i afsnit 3 ovenfor.

6) Kontroludvaskning⁶

Vi vender os nu mod selve ejerskabsstrukturen i virksomhederne. Små unoterede virksomheder yder en relativ lille beskyttelse af mindretalsaktionærer (*La Porta et al. (2000)*), især fordi der ikke er et aktivt marked for ejerskabsandele, som er i stand til at disciplinere virksomhederne. Et interessant teoretisk spørgsmål er hvorledes dette påvirker unoterede selskabers ejerskabsstruktur. *Bennedsen og Wolfenzon (2000)* argumenterer for, at hvis en virksomhed ønsker at vælge en ejerskabsstruktur, der maksimerer dens værdi, da er der to implikationer af fraværet af beskyttelse for ikke-kontrollerende aktionærer: For det første giver det et incitament til at have få ejere, da mange ejere fører til at de kontrollerende ejere oftest vil internalisere en relativ lille del af virksomhedernes cashflow. For det andet vil der, hvis virksomheden har flere ejere, være en tendens til kontroludvaskning i ejerskabsstrukturen, forstået på den måde at man vil prøve at få ejere af nogenlunde samme størrelse og undgå situationer med en dominerende ejer, der alene kan kontrollere hele virksomheden. Grunden hertil er, at kontroludvaskning medfører at ejerne må danne koalitioner for at komme til at kontrollere virksomheden og sådanne samarbejdende koalitioner internaliserer dermed en større del af virksomhedens cashflow, end en enkelt ejer ville have gjort.

Tendensen til at unoterede virksomheder har få ejere fremgår tydeligt af tabel 3 ovenfor. Selvom vi ikke har fuldstændig ejerskabsinformation for alle disse virksomheder, er det tydeligt at langt de fleste af disse virksomheder, enten er personligt ejede eller at virksomhederne er stiftet af et par entreprenører, der ejer virksomhederne sammen. Dette er i sig selv forventeligt, ikke mindst når det tages i betragtning, at de fleste af vores virksomheder er meget små, jvf. tabel 2 ovenfor.

⁶ Dette afsnit bygger på *Bennedsen et al. 2000*.

Vi vil i det følgende frembringe evidens for den anden af de effekter Bennesen og Wolfenzon udleder, nemlig tilstedeværelsen af strategisk kontroludvaskning i virksomheder med flere end to ejere. Vi vil lidt simplificeret antage, at kontrollen i en virksomhed er *udvasket (diluted)*, når ingen ejer er dominerende, dvs. besidder en aktiepost på 50 procent eller mere. Hvis kontrollen er udvasket, skal enhver ejer dermed opnå støtte fra mindst en anden ejer for at opnå kontrol over virksomheden.⁷

Analysen bygger på anvendelse af den ultimative ejerskabs information, som blev præsenteret i afsnit 3. For at påvise tendenser til kontroludvaskning er vi nødt til at have en benchmark, som vi kan måle det op imod. Vores benchmark model er at antage, at for et givent antal ejere er ejerskabsandelene tilfældigt fordelt og følger en uniform fordelingsfunktion. Denne benchmark model er teoriløs, og valgt for dens operationelle simplicitet.

Venstre del af tabel 12 viser fordelingen af virksomheder på antallet af ejere samt eksistensen af en dominerende ejer. Tallene i parentes er det forventede antal fra benchmark-modellen for virksomheder med mere end to ejere.

Tabel 12, Test af kontrol udvaskning

Antal ejere	Alle virksomheder				1/n ekskluderet			
	Ingen dominerende ejer	En dominerende ejer	Sig.		Ingen dominerende ejer	En dominerende ejer	Sig.	
3	442 (166)	222 (498)	0,00		120 (86)	222 (257)	0,00	
4	170 (111)	52 (111)	0,00		61 (52)	52 (57)	0,40	
5	55 (44)	9 (20)	0,00		26 (24)	9 (11)	0,48	
6+	45 (43)	3 (5)	0,30		28 (28)	3 (3)	0,79	
Alle	712 (364)	286 (634)	0,00		235 (190)	286 (328)	0,00	

Ann.: Kontrol udvaskning testes ved at sammenholde tilstedeværelsen af en dominerende ejer med en benchmark-model, hvor ejerskabsandelene er tilfældigt fordelt mellem et givent antal ejere. Tabellen indeholder aktive virksomheder med mindst et regnskab, hvor de ultimative ejere kan findes og hvor antallet er højere end eller lig tre. I højre del af tabellen under "1/n-ekskluderet" er virksomheder hvor ejerskabsandelene er ligeligt fordelt mellem de ultimative ejere ekskluderet.

⁷ I Bennesen *et al.* (2000) analyseres der et mere generaliseret mål for kontroludvaskning, nemlig den geometriske afstand mellem den aktuelle ejerskabsfordeling og den lige (1/n) ejerskabsfordeling. Resultaterne ændres ikke signifikant og vi henviser derfor den interesserede læser til arbejdsrapporten for at se den generaliserede analyse.

Relativt til benchmark-modellen er der i data en meget klar tendens til kontrol udvaskning. For alle antal ejere er der langt flere virksomheder med en ejerskabsstruktur, hvor der ikke er en dominerende ejer end benchmark modellen forudsiger. Testes fordelingen vha. af en χ^2 -fordeling forkastes hypotesen om, at fordelingen er ens på et 0.5 procents niveau. Kun for virksomheder med 6 eller flere ejere kan hypotesen om ligelig fordeling ikke afvises, selvom antallet af virksomheder med kontrol udvaskning er større end det forventede.

Dette resultat kan dog være drevet af det faktum, at en del af de 998 virksomheder er såkaldte 1/n-virksomheder, hvor ejerskabsandelene er ligeligt fordelt mellem antallet af ejere, hvorfor en dominerende ejer er udelukket. Lige ejerskabsfordeling har pr. definition kontroludvaskning, men det er ikke givet, at det er direkte strategiske motiver der medfører et valg af en 1/n-ejerskabsstruktur. F.eks. kunne det være fremkommet gennem det forhold, at en virksomhedsstifter har overdraget virksomheden til sine arvinger. For at teste dette har vi udelukket 1/n-virksomhederne i højre del af tabel 12. Bemærk at vi bevidst har fjernet virksomheder, hvor vi ved at kontrollen er udvasket, derfor forventes det at kontroludvasknings tendenser er svagere. Tabellen viser, at der stadig er en tendens til kontroludvaskning, idet der er færre virksomheder end forventet med en dominerende ejer. For virksomheder med mere end tre ejere kan hypotesen ikke afvises, men der er langt færre virksomheder i disse grupper end med tre ejere. Virksomheder med mere end tre ejere udgør over 50 procent af det samlede antal, hvorfor kontrol udvaskning overordnet er signifikant på et 10 pct. niveau, selv når 1/n-virksomhederne er ekskluderet.

Tabel 12 dokumenterede tilstedeværelsen af kontroludvaskning i noterede danske virksomheder. I det følgende vil vi undersøge, om der ligger påviselige strategiske motiver bag denne kontroludvaskning. Vi gør dette ved at foretage en Logit-test for frekvensen af kontroludvaskning i virksomhederne.

Vores hovedhypotese er, at kontroludvaskning er et middel til at reducere kontrollerende agents muligheder for at foretage handlinger, der ikke er i hele ejerskabskredsens interesser. Den første implikation af dette er, at jo flere ejere der er i virksomheden, jo større skulle sandsynligheden for kontroludvaskning være. Derfor inkluderer vi antallet af ejere på højresiden i vores model. Et argument mod denne hypotese kunne være, at en virksomhed har flere ejere fordi virksomheden er

stor og at der derfor vil være en risiko omkostning for en enkelt investor, hvis denne ejer hele virksomheden. Vi kontrollerer derfor for virksomhedens størrelse i testen.

En anden direkte implikation af vores hovedhypotese er, at frekvensen af kontroludvaskning vil være større i virksomheder, hvor direktøren er ejer, end i virksomheder hvor direktøren er outsider. En ejer der også er direktør, vil have endnu mere kontrol over virksomheden og behovet for at udvaske kontrollen ved at undgå at denne direktør ejer mere end halvdelen af virksomheden bliver derfor større. Derfor introducerer vi en variabel for om en virksomhed har en direktør, der også er ejer.⁸

De fleste selskabsstyringsteorier har hidtil haft et statisk approach. Selvom ejerskab er mere stabilt i unoterede virksomheder end i noterede sker der dog en del ændringer i ejerskabsstrukturer over tid. F.eks. er det ca. 1/3 af alle virksomheder, der har oplyst ændringer i ejerskabsstrukturen i løbet af perioden fra 1994-98. I manglen på teorier kan vi forestille os såvel mere som mindre kontroludvaskning over tid. F.eks. kunne man forestille sig en situation, hvor en entreprenør først etablerer en 1/n-ejerskabsstruktur af strategiske årsager. Derefter kunne det på et senere tidspunkt være i en eller flere af ejernes interesser at opnå mere kontrol over virksomheden ved at koncentrere ejerskabsstrukturen. Selvom dette måske nedbringer virksomhedens samlede værdi, kan det alligevel godt tænkes at øge værdien for den kontrollerende aktionær. På den anden side kan man argumentere for, at hvis virksomhedens værdi er størst, når ejerskabsandelene er jævnbyrdige, kan der være andre faktorer som medfører kontroludvaskning over tid. F.eks. kan det være i en dominerende ejers interesse at nedbringe sin ejerskabsandel for på denne måde at binde sig til ikke at udføre handlinger, der ikke er i alle aktionærers interesser. I sidste instans må den dynamiske effekt på kontroludvaskning derfor blive et empirisk spørgsmål og vi inkluderer således virksomhedens etableringsår som en forklarende variabel.

Endeligt kontrollerer vi for to ikke-strategiske motiver for kontroludvaskning. For det første har mange familieejede virksomheder en stor grad af kontroludvaskning, hvilket vi formoder primært skyldes, at familiemedlemmer behandler hinanden ens. For det andet kontrollerer vi for selskabsformen, da vi forventer, at en række anpartsselskaber er blevet etableret af en gruppe

⁸ Vi vælger en grænse på 10 pct. for at adskille kontrol udvaskningsmotivet fra incitamentskontraktmotivet, idet mange udefra kommende direktører får aktier eller aktieoptioner, eller bliver opfordret til at investere i virksomheden, som en del af deres kompensationspakke.

partnere, der hver har fået samme ejerskabsandel. Logit-testens variable er defineret i tabel 13 og resultaterne af testen er præsenteret i tabel 14.

Tabel 13, Forklaring af variable

NoDom	Ingen dominerende ejer
DirEjer	Dummy, når direktøren ejer mere end 10% af aktierne
Familie	Dummy, når mindst to af ejerne har samme efternavn
Selskabsform	Dummy, når virksomheden er et aktieselskab
Ejere4	Virksomheden har 4 ejere
Ejere5	Virksomheden har 5 ejere
Ejere6+	Virksomheden har 6 ejere eller mere
Aktiver	Balancesum, fra sidste regnskab
Etableringsår	Etableringsår, f.eks. 1966

Anm.: Tabellen indeholder forklaringen af de variable som anvendes i Logit-testen af kontrol udvaskning som præsenteres i tabel 14.

Tabel 14, Logit regression, Standard afvigelse i parentes

	Model 1		Model 2	
DirEjer	0.3778	(0.1709)		
Familie	-0.4644	(0.1524)		
Familie =1* DirEjer =0			0.1064	(0.2971)
Familie =0* DirEjer =1			0.8057	(0.2539)
Familie =1* DirEjer =1			0.1555	(0.2451)
Selskabsform	-0.3396	(0.1487)	-0.3203	(0.1493)
Etableringsår	0.0183	(0.0056)	0.0186	(0.0056)
Aktiver	-3.15E-7	(4.87E-7)	-3.48E-7	(4.82E-7)
Ejere4	0.6584	(0.1857)	0.6505	(0.1855)
Ejere5	1.2906	(0.3775)	1.2787	(0.3769)
Ejere6+	2.0091	(0.6088)	2.053	(0.6112)
Konstant	-35.5268	(11.1965)	-36.4575	(11.1478)
-2log likelihood		1121.0		1116.1
-2log likelihood kun konstant		1195.7		1195.7
Observationer		998		998

Anm.: Logit-regressionen tester determinanterne for tilstedeværelsen af en dominerende ejer i de 998 aktive virksomheder med et regnskab, hvor der er tre eller flere ultimative ejere.

Model 1 medtager alene effekterne af de forskellige variable, mens model 2 inkluderer interaktionen mellem direktørejerskab, som overstiger 10 procent og familieejerskab.

Model 1 bekræfter, at tilstedeværelsen af en direktør med mere end 10 procent forøger sandsynligheden for kontrol udvaskning. Ligeledes stiger sandsynligheden for kontrol udvaskning med antallet af ejere, mens virksomhedens størrelse ikke påvirker sandsynligheden for kontrol udvaskning, da koefficienten for aktiverne er insignifikant. Effekten af aktieselskaber er negativ,

hvilket medfører at kontrol udvaskning er mindre sandsynligt for virksomheder med denne selskabsform.

Etableringsåret er positivt korreleret med kontrol udvaskning, hvilket medfører at yngre virksomheder har en højere grad af kontrol udvaskning. Dette er således konsistent med vores teori om, at den optimale kontroludvaskning ikke er stabil over tid, da enkelte ejere kan have incitamenten til at øge deres ejerskabsandele, selvom det har en negativ effekt på virksomhedens samlede værdi.⁹ I model 2 inkluderes interaktionen mellem direktør- og familieejerskab. Sandsynligheden for kontrol udvaskning stiger i virksomheder uden familieejerskab, når direktøren ejer mere end 10 procent af aktierne. Fortegnene for de øvrige variable ændres ikke nævneværdigt i model 2, hvilket i øvrigt også gælder hvad angår signifikans.

7) Politik implikationer.

Vi har i de foregående afsnit præsenteret en række sammenhænge mellem ejerskabsstrukturer, kontrolallokering og bestyrelsessammensætninger i unoterede danske virksomheder. Vi har påvist at beslutningen om en virksomhed overhoved skal have en bestyrelse, når det ikke er obligatorisk, er stærkt påvirket af ejerskabsstrukturen. Ligeledes har vi vist, at den dominerende form for kontrolallokering er at have en dominerende ejer, der også er direktør i virksomheden og som sørger for at bestyrelsesformanden er outsider, mens de øvrige ejere så kan være menige bestyrelsesmedlemmer.

Vi har også afdækket en række signifikante sammenhænge omkring ejerskabsstrukturer i små unoterede danske virksomheder. For det første er der en klar tendens til generelt set at have et meget koncentreret ejerskab, ofte gennem kun en eller to ejere. For det andet vil der i virksomheder med flere end to ejere, ofte være en tendens til at vælge en ejerskabsstruktur der udvasker kontrollen, således at der ikke er nogen enkelt ejer, der kan kontrollere hele virksomheden. Vi har også dokumenteret, at der kan være strategiske motiver til denne kontroludvaskning. Det må endda formodes at denne kontroludvaskning kan være endnu større end dokumenteret i vores analyse på

⁹ Vores resultat er ligeledes konsistent med modellen i Bebchuck (1999), hvori det påpeges at kontroludvaskning ikke er dynamisk stabilt.

grund af tilstedeværelsen af juridisk bindende ejerskabsaftaler. Ejerskabsaftaler har ofte til formål at reducere den enkelte ejers muligheder for at foretage unilaterale handlinger.

Det er fundamentalt at vide noget om de dokumenterede sammenhænge for at kunne evaluere og revidere den del af selskabs- og anpartslovgivningen i Danmark, der sigter på at regulere selskabsstyringsmæssige forhold for unoterede virksomheder. Selvom hovedformålet med denne artikel har været at afdække disse sammenhænge, vil vi i det følgende prøve at diskutere et par eksempler på, hvilke politik implikationer vores analyse lægger op til.

For det første har der de sidste tre-fire år foregået et ministerielt udredningsarbejde omkring selskabsstyring i Danmark. Et fokusområde for dette arbejde har været bestyrelses rolle og sammensætninger. Traditionelt set betragtes bestyrelser ofte som en institution der skal få virksomheden til at fungere så effektivt som muligt. Vi har ovenfor dokumenteret at bestyrelser i danske virksomheder i høj grad spiller en rolle i at koordinere ejerskabsgruppens interesser. Således dokumenterede vi, at i virksomheder hvor det ikke er obligatorisk at have en bestyrelse, der er den primære grund til at have bestyrelser at beskytte mindretalsaktionærens interesser mod en eller flere kontrollerende ejere. I et reformarbejde af selskabslovgivningen der forsøger at gøre bestyrelser bedre til at give virksomheder et aktivt input, er det derfor væsentligt ikke at glemme den anden side af bestyrelsesarbejdet, nemlig beskyttelse af mindretalsaktionærerne.

For det andet har det eksisterende dokumentationsarbejde fokuseret udelukkende på de store, oftest børsnoterede, danske virksomheder (se Erhvervsministeriet *et al.* (1999) og Det Økonomiske Råd (1999)). Der har hidtidigt været en meget lille viden om organiseringen af de mindre unoterede virksomheder. For at forstå fremtidige konsekvenser af nye selskabsretlige initiativer vil det være væsentligt også at overveje konsekvenserne for små virksomheder, især fordi vi har dokumenteret at deres organisering er væsentligt forskellig fra de store børsnoterede virksomheder. I fremtidigt revisionsarbejde vil det således være relevant at indrage dette materiale.

For det tredje er der et meget stort antal anpartsselskaber i vores data og derfor vil analysen særligt kunne bruges til at evaluere initiativer indenfor anpartslovgivningen. For eksempel var en præmis for revisionen af anpartsselskabslovgivning i 1996, at anpartsselskaber for det meste kun havde en

ejer.¹⁰ Denne præmis førte til, at der blev lagt vægt på langt større kontraktfrihed i anpartslovgivningen end der før havde været. Vores analyse har vist at mellem en fjerdedel og halvdelen af de ca. 51.000 anpartsselskaber i KOB databasen har mere end en ejer. For disse virksomheder må det formodes, at den øgede kontraktfrihed kan have formindsket beskyttelsen af ikke-kontrollerende partnere.

For det fjerde rejser vores arbejde en ny dimension i diskussion om det ønskværdige i at have beskyttelse af ikke kontrollerende investorer som et formål i fremtidige selskabsretslige initiativer. La Porta *et al.* (1998) og (2000) viser, at der er en overraskende lille beskyttelse af ikke-kontrollerende investorer i Danmark. Yderligere påvises det at dårlig investorbeskyttelse påvirker aktiviteten på kapitalmarkeder negativt og giver mindre incitament for unoterede selskaber til at lade sig børsnotere. Et stort spørgsmål i denne forbindelse er om virksomheder i lande med dårlig investorbeskyttelse kan benytte organisationsformer og frivillige kontrakter som effektive substitutter til lovmæssigt induceret beskyttelse. Vi har påvist i denne artikel, at der er strategiske motiver i organiseringen af en virksomheds ejerskabs- og ledelsesstruktur, dvs. det virker som om, at virksomheders valg af organisationsform er et alternativ til juridiske initiativer til beskyttelse af ikke-kontrollerende investorer. Det vil derfor være interessant i et fremtidigt analysearbejde at vurdere hvor efficient dette alternativ er, for dermed at kunne vurdere hvor store velfærdsomkostningerne af den relativt ringe investorbeskyttelse i Danmark er.

¹⁰ Vi er Mette Neville taknemmelig for at gøre os opmærksomme på 1996 revisionen af anpartsselskabslovgivningen.

Litteratur

- Andersen, P.K. 2000. Aktie og anpartsselskabsret. Jurist og Økonomforbundets Forlag.
- Bebchuk, L. 1999. The Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control. Working Paper. Harvard Law School.
- Bennedsen, M. og D. Wolfenzon. 2000. The Balance of Power in Closely Held Corporations, Journal of Financial Economics, October, 2000.
- Bennedsen, M., M. Fosgerau, og D. Wolfenzon. 2000. Control Dilution and Distribution of Ownership, Working Paper, Center for Erhvervsøkonomisk Forskning.
- Berle, A. og G. Means. 1932. The Modern Corporation and Private Property, Macmillan, New York.
- Danmarks Statistik. 2000. Statistisk Tiårsoversigt 2000.
- Demsetz, H og K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, Journal of Political Economy.
- 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.
- Erhvervs-, Finans-, Skatte og Økonomiministeriet. 1999. Debatoplæg om aktivt ejerskab.
- 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. og W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and the link between Ownership and Performance.
- 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 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. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics, 58.
- 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.
- O'Neals, F.H. 1987. Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights, Close Corporations Law Symposium, Cleveland State Law Review.
- Shleifer, A. og R.W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance 52, 737-783.