

Bestyrelser i unoterede danske virksomheder

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>.

Kasper Nielsen

Centre for Economic and Business Research og Centre for Applied Microeconometrics, Københavns Universitet, www.cebr.dk. Email: kn@cebr.dk

SUMMARY: This article analyses board organization in closely held corporations in Denmark. First, we identify companies' motives for having a board. Second, we analyse motives for having larger boards than the minimum sized required by the company law. Finally we test whether the organization of the board affects firm performance and discuss the policy implications of our results in relationship to the recent debate in Denmark on good corporate governance.

1. Indledning

I den internationale selskabstyringslitteratur omtales bestyrelser ofte som virksomhedens vigtigste interne kontrolmekanisme (se f.eks. Jensen 1993) og bestyrelsens rolle og organisering er intensivt diskuteret i såvel den juridiske (Easterbrook and Fischel 1991), i den organisationsteoretiske (Harvard Business Review 2000) som i den nyere økonomiske litteratur (Fama og Jensen 1983). I medierne har der også været et kraftig fokus på bestyrelsers rolle, ofte drevet af bestyrelsers tvivlsomme optræden i nogle spektakulære virksomhedssammenbrud såsom Nordisk Fjer og Hafnia i Danmark og den nyere Enron-skandale i USA. I en dansk kontekst er bestyrelsens rolle for alvor kommet på dagsordenen med Nørby-udvalgets retningslinier for god selskabsstyring. Disse retningslinier inkluderer en række specifikke anbefalinger for fordeling af ansvar og opgaver mellem bestyrelse og direktionen, og for bestyrelsens størrelse, sammensætning og aflønning.

På denne baggrund kan det derfor virke overraskende, at der stort set kun findes empiriske studier af bestyrelsesorganisering i store børsnoterede amerikanske virksomheder. I denne artikel analyserer vi bestyrelser i unoterede danske virksomheder. Artiklen udgør anden del af et større forskningsprojekt under *Centre for Economic and Business Research* (www.cebr.dk) omkring selskabstyring i små virksomheder. I Bennedsen og Nielsen (2001) analyserede vi ejerskabsstrukturer og allokering af kontrol i unoterede danske virksomheder. Hovedkonklusionerne

Tak til Hans Christian Kongsted og to anonyme referees for konstruktive kommentarer og forbedringsforslag.

i artiklen var: (a) at ejerskabet af unoterede virksomheder er meget koncentreret, ofte med kun en eller to ejere, (b) for virksomheder med flere end to ejere er der en signifikant tendens til strategisk kontroludvaskning og (c) den dominerende form for kontrolallokering er, at den kontrollerende ejer er direktør, mens bestyrelsesformanden er outsider.

Vi vil i denne artikel besvare en række fundamentale spørgsmål omkring etablering og organiseringen af bestyrelser: Hvorfor har virksomheder bestyrelser? Hvad er bestyrelsens fundamentale rolle? Er der sammenhæng mellem ejerskab og sammensætningen af bestyrelsen? Hvad bestemmer størrelsen af en bestyrelse? Skaber bestyrelser værdi? Påvirker bestyrelsens størrelse virksomhedens performance? Disse spørgsmål besvarer vi i en teoretisk motiveret empirisk analyse. Vores implicite teoretiske grundlag for dette studie er således såvel den klassiske agentmodel, hvor der fokuseres på potentielle konflikter mellem ejergruppen af og ledelsen i en virksomhed og en udvidet agentmodel hvor vi særligt fokuserer på interessekonflikter mellem gruppen af ejere.

Indenfor den teoretiske selskabsstyrings litteratur har man traditionelt betragtet en bestyrelse som en - fra selskabsloven - given institution. Således har alle hidtidige empiriske analyser været baseret på noterede virksomheder, hvor det er et lovkrav at have bestyrelser. Der har derfor været fokus på organiseringen af bestyrelser og ikke på det mere fundamentale spørgsmål, hvorfor virksomheder ville vælge at etablere en sådan ressourceforbrugende institution, hvis det ikke var et lovmæssigt krav, eller sagt på en anden måde: Hvad er bestyrelsens grundlæggende funktion(er) i virksomheden?

En række studier forsøger at estimere sammenhænge mellem bestyrelsens sammensætning og virksomhedens performance. Generelt set har disse analyser ikke fundet nogen signifikant sammenhæng mellem antallet af outsiders i bestyrelsen og virksomhedens profitabilitet (se Baysinger og Butler 1985, Hermalin og Weisbach 1991 o.a.). I et tilsvarende studie analyserer Rosenstein og Wyatt (1990) effekten af annonceringen af nye bestyrelsesmedlemmer, som ikke tilhører ejerkredsen/ledelsen og finder en positiv effekt på aktiepriserne af en sådan nyhed. En anden gren af litteraturen har analyseret bestyrelsens adfærd og ikke overraskende fundet en positiv sammenhæng mellem udskiftningen af direktionen og utilfredsstillende performance, defineret som en profitabilitet under gennemsnittet i branchen (se Weisbach 1988 samt Denis og Denis 1995).

Tilsvarende finder Yarmick (1996) empirisk belæg for, at små bestyrelser er bedre til effektivt at overvåge ledelsen end større bestyrelser. En tredje gren af litteraturen har studeret hvilke faktorer, der påvirker sammensætningen af en bestyrelse. Såvel Hermalin og Weisbach (1988) som Denis *et al.* (1999) finder, at sandsynligheden for en outsider i bestyrelsen stiger, når virksomheden klarer sig dårligt, mens andre artikler har dokumenteret, at ledelsen har en ikke ubetydelig indflydelse på bestyrelsens sammensætning (se Shivdassmi og Yermack 1999 samt Baker og Gompers 2000). Endelig beskæftiger en række artikler sig med sammenhængen mellem andelen af outsiders i bestyrelsen og en række interessante komponenter i forbindelse med forsøg på overtagelse af en anden virksomhed (sandsynligheden for overtagelse, præmien i forbindelse med overtagelse, etc.). Alle disse artikler analyserer børsnoterede angloamerikanske virksomheder.¹

I forhold til den eksisterende internationale litteratur bidrager denne artikel på tre områder: For det første analyserer vi et stort antal unoterede virksomheder, hvilket står i kontrast til det meste af den eksisterende litteratur, som hovedsageligt beskæftiger sig med et relativt lille antal store børsnoterede virksomheder, primært fra USA og Storbritannien. For det andet analyserer vi, hvorfor virksomheder vælger at etablere en bestyrelse. Så vidt vi ved, er dette den første empiriske analyse af dette centrale spørgsmål.² For det tredje undersøger vi, om den eksisterende empiriske litteraturs resultater vedrørende sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens performance kan overføres til unoterede virksomheder, hvor bestyrelser generelt set er relativt små.

Resten af artiklen er struktureret således: Det næste afsnit indeholder en juridisk og deskriptiv oversigt over de virksomheds typer, som vi anvender i de efterfølgende analyser. Afsnit 3 analyserer motiverne for etablering af bestyrelser, mens spørgsmålet om hvad der bestemmer størrelsen af en bestyrelse behandles i afsnit 4. I afsnit 5 tester vi hvilke effekter, valget af intern organisering har på virksomhedernes performance, mens afsnit 6 diskuterer politik-implikationerne af vores analyse og relaterer dem til den aktuelle debat om bestyrelsens rolle i dansk erhvervsliv.

2. Juridisk og deskriptiv oversigt

Databasen som anvendes i analysen er indsamlet af Købmandsstandens Oplysningsbureau (KOB) udfra virksomhedernes indberetning af årsregnskab til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Samlet set

¹ Se Hermalin og Weisbach (2001) for en nyere survey.

² Denne del af vores analyse bygger på det engelsksprogede arbejdspapir, Bennedsen (2001).

består databasen derfor af samtlige virksomheder som jf. *Årsregnskabsloven* skal aflægge årsregnskab. Kort fortalt omfatter dette alle aktie- og anpartsselskaber samt de virksomheder med anden selskabsform, som opfylder en række krav relateret til virksomhedens størrelse. Da vi i denne artikel udelukkende fokuserer på unoterede aktie- og anpartsselskaber har vi dermed hele populationen af relevante virksomheder til rådighed. Vi ekskluderer alle datterselskaber og anvender dermed konsoliderede tal på koncern-niveau fra 1999, idet vi er interesseret i at sammenholde virksomhedens ultimative ejerskabsstruktur med dens valg af intern organisering.

Et vigtig komponent i denne analyse er de juridiske forskelle i selskabslovgivningen mellem aktie- og anpartsselskaber. Populært sagt betragtes anpartsselskaber som en mindre reguleret udgave af et aktieselskab, hvor de stiftende parter i højere grad har aftalefrihed, hvad angår selskabets organisering.³ Konkret betyder dette, at anpartsselskaber siden lovændringen i 1996, i modsætning til aktieselskaber, frit har kunnet vælge om de ville etablere en bestyrelse. Denne valgfrihed giver os mulighed for at teste de bagved liggende motiver for etableringen af en bestyrelse.

Virksomhedernes gennemsnitlige størrelse fordelt på de to selskabstyper er vist i tabel 1. Størrelsen er målt ved aktiver, egenkapital og omsætning. Bemærk at ikke alle selskaber offentliggør deres omsætning, hvorfor antallet af virksomheder reduceres til godt en tredjedel af det samlede antal. Tabel 1 omfatter henholdsvis alle anpartsselskaber, alle aktieselskaber samt de anpartsselskaber, som har en bestyrelse. Den første kolonne relaterer sig derfor til analysen i afsnit 3, mens de to sidste anvendes til analysen af determinanter for bestyrelsens størrelse i afsnit 4.

Tabel 1: Virksomheds gennemsnitlige størrelse, beløb i 1.000 kr.

		ApS	ApS m. bestyrelse	A/S
Aktiver	Gns.	5.076	8.642	31.551
	Median	1.665	2.474	6.915
	N	23.188	4.137	14.278
Egenkapital	Gns.	2.422	5.444	17.353
	Median	456	644	2.189
	N	23.188	4.137	14.278
Omsætning	Gns.	6.121	3.793	44.929
	Median	1.091	1.064	3.701
	N	7.232	1.261	3.739

Anm: Tabellen omfatter alle anpartsselskaber og alle aktieselskaber samt anpartsselskaber med en bestyrelse, som optræder i data med mindst et årsregnskab og hvor ejernes identitet er oplyst. Bemærk at ikke alle virksomheder offentliggør omsætningen, hvorfor antallet af virksomheder er opgjort særskilt. Analysen er foretaget på konsoliderede koncern-tal, idet datterselskaber er ekskluderet.

³ For yderligere informationer vedrørende forskellene mellem de to selskabstyper henvises til Andersen (2000).

I gennemsnit er aktieselskaber væsentlig større end anpartsselskaber, hvilket i høj grad skyldes en større andel af store virksomheder blandt aktieselskaber i forhold til anpartsselskaber. Således er blot 79 af de 1.000 største virksomheder (målt på aktiver) anpartsselskaber. Det fremgår ligeledes fra tabel 1, at der er betydelig variation i størrelsen. Det mindste anpartsselskab i vores data har således blot aktiver på 1.000 kr., mens det største har aktiver for 1,7 mia. kr. Samme tendens gør sig gældende for aktieselskaberne, som dog i gennemsnit er større, hvorfor det største aktieselskab har aktiver for 45 mia. kr.

I såvel analysen af hvorfor unoterede virksomheder vælger at etablere en bestyrelse, som i analysen af bestyrelsens størrelse, vil vi sammenholde virksomhedens valg af intern organisering med dens ejerskabsstruktur. I den forbindelse anvender vi begrebet ultimativt ejerskab, defineret som de ejere der fremstår, når virksomhedens ejerkreds oprulles, indtil denne består af personer eller virksomheder, som definatorisk ingen ejere har.⁴ Da vi ikke er i stand til at identificere de ultimative ejere i alle virksomheder, vil vi i det følgende arbejde videre med to forskellige datasæt. I det første er ejerskabsstrukturen givet ved de direkte ejere, mens det andet anvender den ultimative ejerskabsfordeling. Formålet hermed er, at kunne sammenligne virksomhedens ledelse med den reelle ejerkreds samt kontrollere for selektionsbias, som følge af frasorteringen af de virksomheder for hvilke det ikke er muligt at identificere de ultimative ejere. Endelig forbedrer sondringen mellem direkte og ultimativt ejerskab data kvaliteten, idet vi er i stand til at identificere personerne bag en række holdingselskaber og således sammenholde de ultimative ejere med ledelsen.

Vi definerer en person der deltager i virksomhedens ledelse, enten som direktør eller bestyrelsesmedlem, som insider hvis vedkommende tilhører ejerskabskredsen. Hvis en ledelsesrepræsentant ikke er insider, så er hun outsider. Ved at anvende den ultimative ejerskabsfordeling får vi således et helt præcist mål for om ledelsen består af in- eller outsiders, idet den direkte ejerskabsfordeling ikke tager højde for ejerskab gennem f.eks. holdingselskaber.

Tabel 2 giver en deskriptiv oversigt over antallet af virksomheder fordelt efter antallet af direkte ejere og valget af intern organisering målt ved, om direktøren er insider, om virksomheden har en bestyrelse samt bestyrelsens størrelse.

⁴ For en mere detaljeret gennemgang og illustration af begrebet ultimativt ejerskab henvises til Bennedsen og Nielsen (2001).

Tabel 2: Antal virksomheder fordelt på antal ejere og intern organisering

		ApS		ApS m. bestyrelse		A/S	
		Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Antal direkte ejere	1	16.388	0,71	1.858	0,45	6.028	0,42
	2	4.902	0,21	1.276	0,31	4.565	0,32
	3	1.196	0,05	592	0,14	1.928	0,14
	4	467	0,02	268	0,06	981	0,07
	5+	235	0,01	143	0,03	776	0,05
	N	23.188	1,00	4.137	1,00	14.278	1,00
Insider direktør	Ja	17.685	0,76	2.785	0,67	9.688	0,68
	Nej	5.503	0,24	1.352	0,33	4.590	0,32
	N	23.188	1,00	4.137	1,00	14.278	1,00
Bestyrelses frekvens		0,18		1,00		1,00	
Bestyrelses størrelse	3	3.165	0,76	3.165	0,76	8.827	0,62
	4	657	0,16	657	0,16	2.982	0,21
	5	212	0,05	212	0,05	1.572	0,11
	6	75	0,02	75	0,02	526	0,04
	7+	41	0,01	41	0,01	371	0,03

Anm: Tabellen indeholder alle anpartsselskaber, alle aktieselskaber samt anpartsselskaber med en bestyrelse, som optræder i data med mindst et årsregnskab og hvor ejernes identitet er oplyst.

Tabellen viser, at cirka 18 pct. af de 23.188 anpartsselskaber har valgt at etablere en bestyrelse og at disse virksomheder tenderer til at have flere direkte ejere end dem, der har valgt ikke at etablere en bestyrelse. Ligeledes fremgår det, at knap tre fjerdedele af virksomhederne har en direktør, som også er ejer i virksomheden. Endeligt ses det at godt en tredjedel af virksomhederne med bestyrelse har valgt at have flere bestyrelsesmedlemmer end lovens minimumskrav.

For at give et bedre overblik over hvilke informationer vores data indeholder vil vi i det følgende præsentere tre eksempler på, hvorledes små noterede virksomheder har valgt at organisere sig internt:

- *Jono-Technologi ApS*
- *Gubbi Film ApS*
- *Brøndsholm A/S*

Den første af vores tre virksomheder, Jono-Technologi, har 3 ultimative ejere, bestående af en dominerende ejer som besidder 68 procent af aktiekapitalen og to mindretalsaktionærer som hver har 16 procent. Virksomheden har valgt ikke at etablere en bestyrelse, hvorfor ledelsen alene tegnes af direktøren, som er identisk med den dominerende ejer. Selvom det ikke fremgår af figur 1, er Jono-Technologi et godt eksempel på, hvorfor sondringen mellem direkte ejerskab og ultimativt ejerskab er vigtig: Den dominerende ejer, Jørn Neergaard Olsen, har nemlig placeret sit ejerskab i

virksomheden Jono ApS, som han ejer 100 procent. Vi er derfor ikke i stand til at identificere, at den dominerende ejer er direktør i virksomheden, når vi anvender den direkte ejerskabsfordeling.

Figur 1: Jono-Technologi ApS

Regnskabsår 1998/99		Ejere	
Antal ansatte	15	Jørn Neergaard Olsen	68%
Omsætning	Uoplyst	Preben B. Larsen	16%
Dækningsbidrag	4.621.000	Thomas Lauridsen	16%
Årets resultat	105.000	Bestyrelse / direktion	
Selskabskapital	125.000	Ingen bestyrelse	
Egenkapital	787.000	Jørn Neergaard Olsen DIR	
Status Balance	1950.000	Anm.: BM = B estyrelses M edlem, DIR = Direktør	
Etableringsår	1979		
Branche	Produktion af værktøjsmaskiner		

Virksomheden, Gubbi Film ApS, har ligeledes 3 ultimative ejere men ingen dominerende ejer, hvorfor kontrollen er udvasket. I modsætning til den foregående eksempel har virksomheden valgt at etablere en bestyrelse, hvori de tre ejere er repræsenteret. Endelig bør det bemærkes at bestyrelsens størrelse er identisk med lovgivningens minimumskrav på 3 medlemmer.

Figur 2: Gubbi Film ApS

Regnskabsår 1998		Ejere	
Antal ansatte	2	Edvard Friis-Møller	33%
Omsætning	Uoplyst	Jens Maasbøl	33%
Dækningsbidrag	1.493.000	Steffen Wiedemann Larsen	33%
Årets resultat	39.000	Bestyrelse	
Selskabskapital	200.000	Steffen Wiedemann Larsen	BM & DIR
Egenkapital	531.000	Jens Maasbøl	BM
Status Balance	1.679.000	Edvard Friis-Møller	BM
Etableringsår	1991	Anm.: BM = B estyrelses M edlem, DIR = Direktør	
Branche	Film- og videoproduktion		

I den sidste af vores tre virksomheder, Brøndsholm A/S, er kontrollen udvasket blandt de 4 ultimative ejere, som hver besidder 25 procent af virksomhedens aktier. Virksomheden har en bestyrelse (hvilket også er påkrævet, da virksomheden er etableret som et aktieselskab) som er

større end lovens minimumskrav. Bestyrelsen består af 3 af de 4 ejere samt direktøren og et eksternt medlem.

Figur 3: Brøndsholm A/S

Regnskabsår		1998/99	Ejere	
Antal ansatte		29	Birgit Pauli	25%
Omsætning		Uoplyst	Bodil Walther-Rasmussen	25%
Dækningsbidrag		11.148.000	Hanne Jensen-Tusch	25%
Årets resultat		522.000	Ulla Brøndsholm	25%
Selskabskapital		1.000.000		
			Bestyrelse	
Egenkapital		3.624.000	Jørgen Reimer	BM & DIR
Status Balance		11.425.000	Thomas Vincent Bonnor	BM - Formand
Etableringsår		1964	Ulla Brøndsholm	BM
Branche		Engroshandel	Bodil Walther-Rasmussen	BM
			Birgit Pauli	BM

Anm.: BM = BestyrelsesMedlem, DIR = Direktør

Vi har således præsenteret tre forskellige måder for intern organisering af unoterede virksomheder. Yderligere har vi perspektiveret, hvorfor sondringen mellem direkte ejerskab og ultimativ ejerskab er et vigtigt element i analysen af unoterede virksomheder. I de næste afsnit af artiklen vil vi påvise, at disse tre måder at organisere bestyrelsen på er typiske for unoterede danske virksomheder: Hvis der er en dominerende ejer, er der således en tendens til ikke at have en bestyrelse, hvis der derimod er en udvasket kontrolstruktur, så vil der oftere være en bestyrelse, og endeligt, bestyrelser er ofte organiseret med flere end tre medlemmer, hvis der er flere end tre (ultimative) ejere af virksomheden. Disse måder at organisere virksomhedens interne kontrolmekanisme afspejler et strategisk valg ud fra nogle grundlæggende motiver for etablering og organisering af bestyrelser.

3. Hvad motiverer etablering af bestyrelser i ApS?

Hvorfor vil en virksomhed frivilligt etablere en bestyrelse? - eller som det også kan udtrykkes, hvad er bestyrelsens fundamentale rolle i virksomheden? Dette spørgsmål har været intensivt diskuteret i den juridiske, organisationsteoretiske og økonomiske selskabstyringslitteratur. Vi nævner her kort tre klassiske tilgange, der hver har deres særkende, men som også har en del til fælles.

For det første er bestyrelsen virksomhedens vigtigste interne kontrolmekanisme overfor ledelsen. Det er bestyrelsen, der ansætter og aflønner ledelsen og overvåger ledelsens dispositioner. Denne

oplagte lovunderstøttede funktion tager udgangspunkt i den traditionelle separation mellem ejerskab og kontrol, som har domineret litteraturen siden Berle og Means (1932) berømte studie af amerikanske virksomheder, der senere blev formaliseret af Jensen og Meckling (1976). Givet denne separation har bestyrelsen til opgave at reducere agentproblemet i virksomheden ved at give ledelsen incitament til at agere i ejernes interesser. For det andet er bestyrelsen ledelsens aktive sparringspartner ved at diskutere og kommentere på planer og strategier. Dette institutionelle approach til bestyrelser er diskuteret i Mace (1971). I det følgende vil vi for simpelthedens skyld slå disse to motiver sammen og kalde dem for *styringsmotivet*. Et tredje motiv der er blevet fremhævet i organisationslitteraturen, er *netværksmotivet*. Bestyrelsen udvider den daglige ledelses netværk og det gælder derfor om at indlemme folk med mange relevante forbindelser til potentielle strategiske ressourcer. Se Pettigrew (1992) for en sådant tilgang.

Dette klassiske udgangspunkt for bestyrelsens fundamentale rolle, er på det seneste blevet udfordret; motiveret af den empiriske observation, at den typiske virksomhed i det typiske land har koncentreret ejerskab (La Porta *et al.* 1997), hvor store ejere er direkte involveret i virksomhedens daglige ledelse. Dermed ændres problemstillingen fra konflikter mellem ejere og ledelse til konflikter mellem den kontrollerende og ikke-kontrollerende gruppe af ejere (Shleifer og Vishny 1997). Denne problemstilling er særligt relevant i unoterede selskaber, da der er stort sammenfald mellem ledelse og ejere i disse (se Bennedsen *et al.* 2000). I sådanne virksomheder er ikke-kontrollerende aktionærer bekymrede for, om der sker en omfordeling af investeringsafkastet til de kontrollerende aktionærer. Bestyrelsen bliver derfor en institution, der begrænser kontrollerende ejeres mulighed for at berige sig på vegne af de ikke-kontrollerende ejere. I forhold til beslutningsstrukturen i en virksomhed uden en bestyrelse, gør etableringen af en bestyrelse nemlig beslutningsprocessen transparent, ved at udstikke retningslinjer for kommunikation og information mellem ledelse og ejere i virksomheden. Herved opstår således et nyt motiv til etablering af en bestyrelse, som vi har valgt at kalde *fordelingsmotivet*, nemlig for at sikre at alle ejere behandles relativt fair.⁵

⁵ At en bestyrelse i de fleste tilfælde gør beslutningsprocessen mere transparent relativt til en virksomhed, hvor bestyrelsen er fraværende betyder naturligvis ikke, at alle virksomheder med bestyrelser har gennemskuelige beslutningsstrukturer og informationskanaler. Dette er tydeligst påvist i store skandaler som Enron i USA og f.eks. Nordisk Fjer herhjemme.

Vi vil i det følgende teste, hvorledes disse motiver 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 23.188 anpartsselskaber i datasættet, som opfylder vores krav vedrørende regnskabs- og direkte ejerskabsinformation.⁶ Ønsker vi yderligere at anvende den ultimative ejerskabsfordeling, så reduceres antallet af virksomheder til 13.355.

Vores hypoteser er følgende: For det første, hvis styringsmotivet 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 fordelings-motivet er væsentligt, 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 observeres en lavere bestyrelsesfrekvens. Omvendt hvis der er mange ejere, der alle søger indflydelse og sikring mod udbytning fra kontrollerende ejere, så stiger sandsynligheden for, at der etableres en bestyrelse hvor disse kontrolinteresser kan plejes. For det tredje, vil et stærkt fordelingsmotiv medføre at virksomheder med kontroludvaskning (Bennedsen og Wolfenzon 2000) vil have en større bestyrelsesfrekvens. Dette skyldes, at når der er en dominerende ejer, så vil han nemmere kunne blokere for bestyrelsesetableringen eller nedlægge en eksisterende bestyrelse, hvis den ikke er i hans interesse.

Bemærk at tilstedeværelse af det ene motiv ikke udelukker det andet, idet en virksomhed godt kan indeholde potentielle konflikter af begge typer og dermed søge at tage højde for disse, når man vælger at etablere en bestyrelse.

Det kan være nyttigt før vi påbegynder analysen at påpege en selektionsbias ved at fokusere på vores ultimative datasæt. Hvis en kontrollerende ejer har intentioner om at udnytte sin

⁶ I Bennedsen (2001) analyseres en model med fixed-effects for om anpartsselskaberne har etableret en bestyrelse i 1996 og 1999, som bekræfter resultaterne fra den cross-section analyse, som vi vil præsentere i det følgende. Ligeledes kunne det være interessant at teste hvilke virksomheder, som siden 1996 har ophørt med at have en bestyrelse.

kontrollerende stilling til at forfordeles sig selv, vil det være naturligt at prøve at skjule den reelle ejerfordeling så godt som muligt. Dette kan ske ved at undlade at oplyse faktiske ejerandele, at skjule sig bag holdingselskaber eller ved at opbygge komplicerede pyramidestrukturer. Vi forventer derfor, at der er færre fordelingsrelaterede konflikter i de virksomheder, hvor vi kan dokumentere det ultimative ejerskab, end i de virksomheder hvor dette ikke er muligt.

Før vi går til en egentlig test af disse hypoteser prøver vi i tabel 3, at se på andelen af anpartsselskaber med bestyrelse fordelt efter antallet af ultimative ejere og om der findes en dominerende ejer eller ej.

Tabel 3, 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	11.005	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. Vi har opdelt virksomhederne efter om de har en dominerende ejer, dvs. om den største ejer besidder mere end 50 procent af virksomheden og efter antallet af ultimative ejere.

Bemærk at anpartsselskaber med 1 eller 2 ejere pr. definition har en dominerende ejer. Tendensen til etablering af en bestyrelse er klart 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 fordelingsmotivet er væsentligt, når anpartsselskaber beslutter om de skal have en bestyrelse eller ej.

Tabel 3 viser, at fordelingsmotivet 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. Bestyrelse er den endogene variabel defineret som en dummy for, om virksomheden har en bestyrelse. Som forklarende variable inkluderes to dummys, AE2 og AE3+, for antallet af ejere henholdsvis lig 2 og 3 eller flere, hvorfor testen sker relativt til etablering af bestyrelser med 1 ejer. Der kontrolleres for virksomhedens størrelse vha. balancesummen i model 1 og 2, mens omsætningen anvendes i model 3 og 4, hvorfor antallet af observationer er reduceret svarende til andelen af virksomheder, som

frivilligt opgiver omsætningen. Desuden inkluderes en dummy variabel, DIR, for om virksomhedens direktør også er ejer og i model 2 og 4 en dummy for kontroludvaskning, dvs. at der blandt gruppen af ultimative ejere ikke er en dominerende ejer, som besidder mere end 50 procent af virksomheden. Der benyttes dermed forskellige datasæt til hver af de fire modeller, som er præsenteret i tabel 4. Model 1 og 3 anvender alle anpartsselskaber og den direkte ejerskabsfordeling, hvor forskellen består i, at det i model 3 er påkrævet at virksomheden offentliggør omsætningen. I model 2 og 4 anvender vi den ultimative ejerskabsfordeling, hvor model 4 igen er reduceret på grund af kravet om oplysning af omsætningen. Vi vælger denne opdeling, idet kravet om oplysning af omsætningen reducerer antallet af observationer til en tredjedel af det samlede antal. Omvendt giver omsætningen et mere præcist billede af virksomhedens størrelse. Endeligt kontrolleres der for virksomhedens alder for at fange strukturelle og institutionelle ændringer over tid.⁷ Resultaterne fra de fire logit-test er præsenteret i tabel 4, hvor vi har rapporteret koefficientestimerne, som vi i teksten vil supplere med de (ikke-rapporterede) marginale effekter for relevant variable.

Det fremgår, at sandsynligheden for etablering af en bestyrelse er stigende i antallet af ejere i virksomheden.⁸ Denne tendens er signifikant på et 1 pct. niveau. Regressionerne viser også, 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 1 pct. niveau i model 2, men insignifikant i model 4. Tabel 4 bekræfter således betydningen af fordelingsmotivet, når anpartsselskaber etablerer sig med en bestyrelse.

⁷ 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 4 nævneværdigt. Det er værd at notere, at før 1996 skulle et anpartsselskab have en bestyrelse hvis ejekapitalen oversteg 300.000 kroner.

⁸ I en tidligere version inkluderede vi dummies for antallet af ejere lig 2, 3, 4, 5 og 6+. På baggrund af disse estimater er modellen blevet reduceret vha. et simpelt Wald-test, til blot at omfatte dummies for 2 og 3+ ejere, idet effekten af 3, 4, 5 og 6+ ejere ikke var signifikant forskellige.

Tabel 4, Logit-tests af etablering af bestyrelse i ApS

	Model 1 Direkte ejerskab & aktiver	Model 2 Ultimativt ejerskab & aktiver	Model 3 Direkte ejerskab & omsætning	Model 4 Ultimativt ejerskab & omsætning
AE=2	0,996*** (0,042)	0,835*** (0,068)	1,096*** (0,076)	0,905*** (0,126)
AE=3+	2,098*** (0,053)	1,610*** (0,179)	2,176*** (0,092)	1,520*** (0,326)
Aktiver	0,017*** (0,001)	0,026*** (0,003)		
Aktiver ²	-1,0E-05*** (1,1E-06)	-4,86E-05*** (1,0E-05)		
Omsætning			0,006*** (0,001)	0,031*** (0,006)
Omsætning ²			-3,6E-06*** (9,6E-07)	-1,3E-04*** (3,4E-05)
Kontrol- udvaskning		0,616*** (0,204)		0,459 (0,373)
DIR	-0,516*** (0,041)	-0,405*** (0,064)	-0,523*** (0,071)	-0,483*** (0,111)
Alder	0,016*** (0,002)	0,014*** (0,002)	0,018*** (0,003)	0,015*** (0,004)
C	-2,054*** (0,088)	-2,437***	-2,092*** (0,168)	-2,556*** (0,317)
Industri dummys	Ja	Ja	Ja	Ja
Pseudo-R ²	0,114	0,077	0,124	0,073
N	23.188	13.355	7.233	4.074

Anm.: ***= signifikant på 1 pct. niveau, **= signifikant på 5 pct. niveau, *= signifikant på 10 pct. niveau. Tabellen indeholder en logit-test af etablering af bestyrelse i aktive anpartsselskaber med mindst et regnskab, hvor de ultimative ejere kan findes. To virksomheder blev ekskluderet under testen.

Styringsmotivet er ligeledes tilstede i tabel 4, da sandsynligheden for etablering af bestyrelse stiger med virksomhedens størrelse målt ved aktiverne. Den marginale effekt er dog svagt aftagende jf. den negative fortegn på det kvadratiske led og generelt set ikke ret stor. Sandsynligheden stiger således med henholdsvis 0,002 og 0,001 i model 1 og 3, når virksomhedens størrelse vokser med 1 mio. dkr., hvilket sammenholdt med en gennemsnitlige størrelse for anpartsselskaber på godt 5 mio. kr. (jf. tabel 1) er relativt lidt. Virksomhedens alder påvirker etableringen af bestyrelse positivt, således at jo yngre virksomheden er, jo mindre er sandsynligheden for, at der etableres en bestyrelse.

Det er væsentligt at understrege, at vi ikke tester de to hypoteser direkte mod hinanden i det foregående. F.eks. er hypotesen om, at kontroludvaskning fører til større bestyrelses frekvens også konsistent med styringsmotivet, da den største ejer således er mindre og free-raider problemet således er mere udtalt. Ligeledes er størrelsehypotesen også konsistent med fordelingshypotesen, da de enkelte ikke-kontrollerende ejere kan have mere at tabe i en stor virksomhed end i en mindre. I Bennedsen (2001) testes de to hypoteser direkte mod hinanden ved at analysere antallet af ejere i bestyrelsen afhængigt af om direktøren også er en ejer. Hvis direktøren er ejer, tilsiger

styringsmotivet, at der skulle være mindre behov for at have monitorerende ejere i bestyrelsen i forhold til, hvis direktøren ikke er ejer. Der er dermed mere plads til udefrakommende eksperter. Omvendt tilsiger fordelingsmotivet, at hvis en kontrollerende ejer også er direktør i virksomheder, så vil de andre ikke-kontrollerende ejere ønske at være i bestyrelsen for at sikre sig bedst muligt mod den stærke insider direktør. Det viser sig, at der er en stærk signifikant tendens til, at når direktøren også er medejer, så er der flere af de øvrige ejere i bestyrelse. Dette bekræfter således tilstedeværelsen af et fordelingsmotiv.

4. Hvad bestemmer bestyrelsens størrelse?

I selskabslovgivningen er der fastsat et minimumskrav på 3 vedrørende antallet af bestyrelsesmedlemmer. I dette afsnit analyserer vi derfor om de ovenfor identificerede styrings- og fordelingsmotiver påvirker, om en given virksomhed har valgt en bestyrelse større end minimumskravet. Vi medtager alle virksomheder med en bestyrelse i dette afsnit, hvorfor vores data indeholder både aktie- og anpartsselskaber. Vi anvender den trunkelede fordeling, idet loven fastsætter, at en bestyrelse mindst skal have 3 medlemmer.⁹

En sådan bestyrelse, med mere end 3 medlemmer, vil vi betegne en 4+ bestyrelse. Ifølge styringsmotivet må vi forvente, at antallet af bestyrelsesmedlemmer er positivt korreleret med virksomhedens størrelse, idet dette motiv tilsiger, at jo større en virksomhed er, desto større er organisationsafkastet af en bestyrelse både som monitor og som ekspert institution. Tilsvarende må vi jævnfør fordelingsmotivet forvente, at bestyrelsens størrelse er positivt korreleret med antallet af ejere. Dette skyldes at hvis fordelingsmotivet er væsentligt, så vil der være en tendens til at virksomhedens ejere sidder i bestyrelsen, hvorfor antallet af bestyrelsesposter som minimum må følge antallet af ejere. Der opstår dermed et identifikationsproblem mellem de to motiver, idet vi ligeledes må forvente at virksomhedens størrelse er positivt korreleret med antallet af ejere. Vi vil derfor restrikttere vores fortolkning af antallet af ejere til styringsmotivet med mindre, der er signifikant forskel mellem effekterne af antallet af ejere, når antallet af ejere overstiger 3. Sammenhængen mellem antallet af ejere og antallet af bestyrelsesmedlemmer er illustreret i tabel 5 for de 18.415 virksomheder med en bestyrelse.

⁹ Vi kunne alternativt have analyseret determinanter for bestyrelsens størrelse vha. en multinomial regression på antallet af bestyrelsesmedlemmer.

Tabel 5, Krydstabellering mellem antallet af ejere og antallet af bestyrelsesmedlemmer

Antal ejere	Antal bestyrelsesmedlemmer					Antal
	3	4	5	6	7+	
1	0,80	0,14	0,04	0,01	0,00	7.886
2	0,62	0,22	0,11	0,03	0,02	5.841
3	0,56	0,24	0,12	0,05	0,03	2.520
4	0,32	0,37	0,19	0,08	0,05	1.249
5	0,21	0,21	0,34	0,12	0,12	464
6+	0,25	0,16	0,19	0,16	0,24	455
Antal	11.979	3.639	1.784	601	412	18.415

Anm: Tabellen omfatter alle aktie- og anpartsselskaber med en bestyrelse, som optræder i data med mindst et regnskab og oplyser ejernes identitet.

Af tabel 5 fremgår, at antallet af bestyrelsesmedlemmer er korreleret med antallet af ejere, idet tendensen til etablering af en bestyrelse med minimumsstørrelsen er aftagende i antallet af ejere. Ligeledes er antallet af bestyrelsesmedlemmer stigende i antallet af ejere.

Til den empiriske analyse anvendes igen en logit-model, hvor den afhængige variabel er en dummy for om bestyrelsen er større end minimumskravet, dvs. om antallet af bestyrelsesmedlemmer overstiger 3. På højresiden inkluderes dummys for antallet af ejere lig 2, 3 og 4+.¹⁰ Ligesom ovenfor kontrollerer vi for, virksomhedens størrelse, alder, om direktøren er insider, tilstedeværelsen af kontroludvaskning, brancheforskelle samt en dummy for om virksomheden er et anpartsselskab.

I lighed med analysen af etablering af bestyrelser i afsnit 3, kontrolleres resultaternes robusthed ved at regressere fire modeller, hvor kravet til de tilgængelige variable gradvist øges. Model 1 og 3 anvender således data, hvor der er direkte ejerskabsinformation og henholdsvis aktiver og omsætning som mål for virksomhedens størrelse. Tilsvarende anvender model 2 og 4 data med ultimativ ejerskabsinformation. Resultaterne fra regressionerne er vist i tabel 6. Bemærk at vi har udeladt det kvadratiske led for størrelsesvariablen i tabellen sfa. insignifikans.¹¹

¹⁰ Den oprindelig model er regresseret med dummys for antallet af ejere lig 2, 3, 4, 5, 6 og 7+, hvorefter disse er blevet reduceret i det omfang som et simpelt Wald-test kunne tillade. Yderligere forkastes testet for om effekterne af 2 og 3 ejere er ens.

¹¹ Vi har i lighed med analysen i det foregående afsnit anvendt forskellige specifikationer for virksomhedens størrelse. Resultaterne er derfor generelt set robuste overfor den valgte funktionelle form for størrelsesvariablen.

Tabel 6: Logit-tests af bestyrelsens størrelse

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Direkte ejerskab & aktiver	Ultimativt ejerskab & aktiver	Direkte ejerskab & omsætning	Ultimativt ejerskab & omsætning
AE=2	0,830*** (0,041)	0,921*** (0,073)	0,812*** (0,081)	0,804*** (0,155)
AE=3	1,053 (0,051)	0,951*** (0,124)	0,962*** (0,101)	0,841*** (0,268)
AE=4+	2,183*** (0,058)	2,313*** (0,157)	2,169*** (0,105)	2,093*** (0,299)
Aktiver	0,259*** (0,013)	0,307*** (0,026)		
Omsætning			0,126*** (0,014)	0,206*** (0,034)
Kontrol udvaskning		0,004 (0,174)		0,120 (0,351)
DIR	-0,289*** (0,036)	-0,206*** (0,073)	-0,445*** (0,068)	-0,168 (0,147)
Alder	0,004*** (0,001)	0,005** (0,002)	0,013*** (0,002)	0,010** (0,004)
ApS	-0,434*** (0,045)	-0,352*** (0,078)	-0,826*** (0,086)	-0,594*** (0,159)
C	-3,478*** (0,155)	-3,839*** (0,360)	-1,993*** (0,232)	-2,569*** (0,619)
Industri dummys	Ja	Ja	Ja	Ja
Pseudo-R ²	0,131	0,103	0,163	0,127
N	18.382	6.034	4.993	1.462

Anm: *** = signifikant på 1 pct. niveau, ** = signifikant på 5 pct. niveau, * = signifikant på 10 pct. niveau. Tabellen indeholder en logit-regression af bestyrelsens størrelse, defineret som en dummy variabel for om bestyrelsen har flere medlemmer end 3. Model 1 og 3 anvender ejerskabs information, mens model 2 og 4 anvender den ultimative ejerskabsfordeling. Bemærk at antallet af observationer i model 3 og 4 reduceres som følge af et krav om offentliggørelse af omsætningen.

Da resultaterne fra logit-regressionerne er robuste overfor ændringer vedrørende de tilgængelige informationer kommenteres resultaterne mere generelt i det følgende. For det første kan det bemærkes, at effekten af antallet af ejere er stigende, hvilket er i overensstemmelse med forventningerne jævnfør tabel 5. Det interessante i denne sammenhæng er, at den marginale effekt af fire ejere eller flere er dobbelt så stor som for 2 og 3 ejere, hvilket er en klar indikation af tilstedeværelsen af fordelings-motivet. Dette skyldes at vi samtidig har kontrolleret for virksomhedens størrelse, hvorfor sammenhængen mellem bestyrelsens størrelse og antallet af ejere analyseres relativt til en given størrelse af virksomheden. Ligeledes påvises den forventelige tilstedeværelse af styringsmotivet, idet sandsynligheden for at bestyrelsen er større end minimumskravet, er stigende med virksomhedens størrelse for begge mål. Den marginale effekt på

sandsynligheden for en 4+bestyrelse er således i model 1 og 3 henholdsvis 0,0007 og 0,0004, når virksomhedens henholdsvis aktiver og omsætning stiger med 1 mio. kr.

Effekten af en insider direktør er negativ og signifikant på 1 procents niveau med undtagelse af model 4, hvor effekten er insignifikant. Dermed mindskes sandsynligheden for en bestyrelse som er større end minimumskravet, når direktøren også er ejer.

I model 2 og 4 har vi inkluderet en variabel for tilstedeværelse af kontroludvaskning, hvilket har en positiv, men insignifikant effekt på bestyrelsens størrelse. Fortegnet er dog i overensstemmelse med tilstedeværelse af fordelingsmotivet, idet virksomheder med udvasket kontrol i gennemsnit har en større bestyrelse end virksomheder med en dominerende ejer.

Virksomhedens alder har en signifikant positiv effekt på bestyrelsens størrelse. Endelig er dummyvariablen for virksomhedens selskabstype negativ og signifikant på et 1 procents niveau. Med andre ord er bestyrelserne mindre i anpartsselskaber, hvilket korresponderer med vores forventning, idet anpartsselskaber med en bestyrelse i gennemsnit er mindre end aktieselskaberne (jf. tabel 1).

5. Performance-test

Med udgangspunkt i analyserne af determinanter for etablering af bestyrelser og bestyrelsens størrelse, analyserer vi nu et stærkt relateret spørgsmål, nemlig om de påviste forskelle i den interne organisering af unoterede danske virksomheder påvirker virksomhedens performance. Først tester vi, om der er en performance effekt af bestyrelsens etableringen i anpartsselskaber.¹²

I fraværet af empiriske analyser indenfor dette område tilstræber vi en struktur i stil med den eksisterende indenfor den etablerede empiriske litteratur vedrørende sammenhæng mellem bestyrelsesforhold (størrelse, sammensætning, udskiftning etc.) og virksomhedens profitabilitet. Indenfor den teoretiske litteratur har såvel Jensen (1993) som Lipton og Lorsch (1992) pointeret, at store bestyrelser kan være mindre effektive end små. Yermack (1996) har testet dette synspunkt og finder empirisk belæg for det på baggrund af et studie af værdifastsættelsen, målt ved Tobins Q, af store amerikanske virksomheder. Resultaterne fra Yermacks empiriske studie indikerer en negativ sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens værdi.

¹² Denne del af afsnittet bygger ligeledes på Bennedsen (2001).

Analysen gennemføres i to trin inspireret af den anvendte metode i afsnit 3 og 4. I første omgang anvendes en simpel OLS-model til at regressere virksomhedens performance målt ved det primære resultat over virksomhedens omsætning. Dermed reduceres data til de virksomheder, som opgiver deres omsætning i årsregnskabet. Dette gøres for at få et så præcist som muligt billede af virksomhedens profitabilitet. Alternativt har vi med baggrund i litteraturen anvendt en række andre mål for virksomhedens performance baseret på virksomhedens aktiver og dermed hele data grundlaget. Det er derimod tvivlsomt om disse mål, f.eks. overskud over aktiver, giver et reelt billede af virksomhedens rentabilitet, idet to identiske virksomheder med samme overskud opnår uidentiske profitmål, som følge af forskellige måder at værdifastsætte virksomhedens aktiver på. Vi præsenterer derfor resultaterne fra den del af analysen, som giver det (efter vores opfattelse) bedste billede af virksomhedens performance. Dette gøres i tabel 7, som indeholder såvel en test af effekten af en bestyrelse i anpartsselskaber (model 1 og 2), som en test af effekten på performance af bestyrelsens størrelse i virksomheder med en bestyrelse (model 3 og 4).

Som forklarende variable i model 1 og 2 har vi inkluderet en dummy for tilstedeværelsen af en bestyrelse. Virksomhedens kapitaliseringsgrad defineret som egenkapitalen over aktiverne, medtages som kontrolvariabel, idet vi forventer, at virksomheder med høj kapitaliseringsgrad har højere profit som følge af de mindre rentebetalinger på fremmedkapitalen. Ligeledes kontrolleres for virksomhedens størrelse ved log. til omsætningen.

I analysen af effekten af bestyrelsens størrelse, inkluderes en dummy for en 4+bestyrelse og en dummy for selskabstypen foruden de førnævnte variable for kapitaliseringsgraden og virksomhedens størrelse. Tilsvarende gennemføres en treatment effects model for begge modeller for derved at tage højde for selektionsbias, idet vi tidligere har påvist, at store virksomheder har en større tilbøjelighed til at have en bestyrelse (model 1 & 2) og en bestyrelse som er større end minimumskravet (model 3 & 4).

Tabel 7: Test af effekt på performance af tilstedeværelse af en bestyrelse (Model 1 og 2) og af bestyrelses størrelse (Model 3 og 4).

Data	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	ApS Direkte ejerskab		ApS Ultimativt ejerskab		Bestyrelses størrelse Direkte ejerskab		Bestyrelses størrelse Ultimativt ejerskab	
Metode	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model
C	-3,521*** (0,552)	-3,275*** (0,559)	-1,538*** (0,282)	-1,486*** (0,285)	-4,966*** (0,849)	-5,001*** (0,853)	-2,927*** (0,503)	-2,894*** (0,506)
Bestyrelse	-0,228 (0,230)	-2,168*** (0,658)	-0,009 (0,128)	-1,307** (0,538)				
4+bestyrelse					-1,044*** (0,248)	-1,282* (0,721)	-0,404*** (0,146)	-0,167 (0,550)
Hazard lambda		1,223*** (0,388)		0,729** (0,293)		0,160 (0,455)		-0,148 (0,331)
Egenkapital/Aktiver	-0,016 (0,032)	-0,016 (0,031)	-0,006 (0,014)	-0,007 (0,014)	0,060*** (0,018)	0,060*** (0,018)	-0,005 (0,006)	-0,005 (0,006)
LOG(1+Omsætning)	0,480*** (0,057)	0,498*** (0,057)	0,242*** (0,028)	0,251*** (0,028)	0,441*** (0,051)	0,446*** (0,066)	0,284*** (0,031)	0,270*** (0,044)
ApS					0,557** (0,282)	0,557** (0,282)	0,584*** (0,141)	0,583*** (0,140)
Industri Dummies	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Adj. R ²	0,01		0,03		0,02		0,06	
Prob(F-statistic)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		0,00	
N	6.772	6.772	3.830	3.830	5.005	5.005	1.450	1.450

Anm: *** = signifikant på 1 pct. niveau, ** = signifikant på 5 pct. niveau, (*) = signifikant på 10 pct. niveau. Tabellen viser resultaterne af performance test af hhv. etablering af bestyrelser i anpartsselskaber i model 1 og 2, samt bestyrelses størrelse i model 3 og 4. I model 2 og 4 anvendes ultimativt ejerskab.

Tabel 7, Model 1 og 2 viser, at der i vores tværsnitsanalyse er en negativ performance effekt af bestyrelses etablering, både i hele datasæt og når vi kun kigger på virksomheder med ultimativ ejerskabsinformation. Når vi bruger OLS, er effekten negativ men langt fra signifikant. Når vi derimod bruger treatment modellen, så er effekten negativ og signifikant. Samtidig er lambda signifikant, hvilket indikerer tilstedeværelsen af den selektionsbias, som vi ønsker at korrigere for.

Den manglende effekt i OLS er i overensstemmelse med såvel styrings- som fordelingsmotivet, idet den påviste selektion har en positiv bias på OLS-estimatet. Dette skyldes, at hvis styringsmotivet er signifikant skulle bestyrelser gerne skabe værdi i den enkelte virksomhed. Ligeledes er den forventede effekt, hvis fordelings-motivet er stærkt, enten positiv eller neutral, afhængig af hvordan kontrollerende ejere opnår større privat afkast i fraværet af en bestyrelse. Hvis der er tale om aktiviteter, der øger deres eget afkast, men mindsker virksomhedens overordnede værdi, såsom ”tunneling” f.eks. ved investeringsprojekter der har negativt NPV men et positivt afkast for den

kontrollerende ejer, så skulle vi forvente en positiv effekt af bestyrelsesetablering på performance. På den anden side kan disse handlinger også være rene omfordelinger, f.eks. ved at udbetale overskud i form af bonus og løn til de kontrollerende ejere. Treatment modellen kontrollerer således for denne selektion, hvorfor effekten af en bestyrelse er mere negativ og signifikant end tilfældet var i OLS.

Det kan således konkluderes, at forskellen mellem performance effekten af bestyrelsesetablering i OLS og treatment modellen er konsistent med begge de identificerede motiver. Den negative og signifikante performance effekt i treatment modellen kan måske skyldes, at virksomheder med bestyrelser fordeler virksomhedens overskud anderledes end virksomheder uden bestyrelser (f.eks. ved at udbetale høje honorarer til bestyrelsesmedlemmerne) og dermed rent regnskabsteknisk har lavere profitabilitet, et forhold som vores tværsnitsanalyse ikke er i stand til at identificere.

Tabel 7, Model 3 og 4 viser performance effekter af at have en 4+ bestyrelse. Det ses at når vi bruger OLS regressioner, er der en signifikant negativ sammenhæng, således at større bestyrelser medfører lavere performance. Når vi korrigerer for selektionsbias gennem treatment modellen, så bliver resultaterne insignifikante og fortegnet ændres for den del af virksomhederne, der opgiver omsætning og hvor vi ikke kræver ultimativ ejerskab. Hertil skal det bemærkes, at lambda er insignifikant i treatment modellen, hvorfor vores OLS resultater ikke kan afvises. Endelig har vi foretaget en opsplitning af aktie- og anpartsselskaberne, således at vi i tabel 8 tester performance effekterne af 4+ bestyrelser særskilt for de to selskabstyper.

Tabel 8: Test af effekt på performance af størrelsen af en bestyrelse, A/S vs. ApS

Data	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Bestyr. størrelse i A/S Direkte ejerskab		Bestyr. størrelse i A/S Ultimativt ejerskab		Bestyr. størrelse i ApS Direkte ejerskab		Bestyr. størrelse i ApS Ultimativt ejerskab	
Metode	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model	OLS	Treatment Effects Model
C	-3,094*** (1,124)	-3,107*** (1,133)	-2,791*** (0,712)	-2,796*** (0,728)	-7,024*** (1,192)	-6,668*** (1,226)	-2,794*** (0,552)	-2,866*** (0,559)
4+	-1,142*** (0,288)	-1,206 (0,818)	-0,510*** (0,190)	-0,529 (0,697)	-0,469 (0,500)	-2,631 (1,755)	-0,095 (0,200)	0,371 (0,749)
Hazard lambda		0,044 (0,522)		0,012 (0,427)		1,345 (1,046)		-0,276 (0,429)
Egenkapital/Aktiver	0,066*** (0,194)	0,066*** (0,019)	-0,007 (0,006)	-0,007 (0,006)	-0,048 (0,071)	-0,046 (0,071)	0,449*** (0,165)	0,448*** (0,162)
LOG(1+Omsætning)	0,440*** (0,059)	0,444*** (0,076)	0,347*** (0,040)	0,348*** (0,057)	0,466*** (0,107)	0,509*** (0,112)	0,145*** (0,042)	0,128*** (0,049)
Industri Dummys	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Adj. R ²	0,02		0,07		0,02		0,06	
Prob(F-statistic)	0,00		0,00		0,00		0,00	
N	3.778		968		1.227		482	

Anm: *** = signifikant på 1 pct. niveau, ** = signifikant på 5 pct. niveau, * = signifikant på 10 pct. niveau. Tabellen viser resultaterne af performance test af hhv. etablering af bestyrelser i anpartsselskaber i model 1 og 2, samt bestyrelsens størrelse i model 3 og 4. I model 2 og 4 anvendes ultimativt ejerskab.

Tabel 8 viser, at størrelses effekterne er forskellige for aktie- og anpartsselskaber. Når vi opdeler på de to selskabstyper er størrelses effekten negative men henholdsvis signifikant og insignifikant for aktie- og anpartsselskaber ved brug af OLS. Korrektionen for selektionsbias i vores treatment model afvises igen. Der er således et vist belæg for, at større bestyrelser i små aktieselskaber kan være mindre profitabelt end tremands bestyrelser.

6) Diskussion af politikimplikationer.

Der har de sidste par år været en stadigt mere livlig debat om bestyrelsens rolle og organisering i danske virksomheder. I ministerierapporten om Aktivt Ejerskab fra 1999 (se Erhvervsministeriet *et al.* 1999) blev der konstateret et behov for at gennemgå praksis og organisering af bestyrelsesarbejdet. Dette førte til Nørby-udvalgets retningslinjer for god corporate governance, der har en klar fokus på organiseringen af bestyrelser. Denne rapport er fremkommet med en række præcise og for mange observatører også kontroversielle forslag til, hvordan den gode bestyrelse er skruet sammen. Det er påfaldende så få af Nørby-udvalgets konkrete forslag, der kan dokumenteres i den empiriske corporate governance litteratur, hvorfor de fleste anbefalinger er fremkommet som et resultat af medlemmernes og andres personlige erfaringer.

Rapporten understreger, at anbefalingerne primært er tiltænkt for virksomheder noteret på en aktiebørs, men at mange af forslagene også vil være relevante for unoterede virksomheder. Vi har i denne artikel fokuseret på at forstå, hvilken grundlæggende rolle bestyrelsen spiller i unoterede virksomheder og hvordan bestyrelsen er organiseret. Dette arbejde vil forhåbentligt være relevant dels i forhold til at vurdere, hvor anvendelige Nørby-komiteens anbefalinger er for unoterede virksomheder og dels hvis der i fremtiden kommer et tilsvarende arbejde omkring retningslinjer for godt bestyrelsesarbejde i unoterede virksomheder.

Vi har påvist, at bestyrelsen spiller mindst to fundamentale roller: For det første, er den en intern kontrolmekanisme, der er med til styre virksomheden både ved at monitorere ledelsen og ved at være en aktiv medspiller for ledelsen. Bestyrelsens anden, og måske vigtigste, funktion i mange virksomheder er at reducere mulige konflikter mellem kontrollerende og ikke-kontrollerende ejere, således at ingen ejere bliver forfordelt i forhold til andre ejere eller investorer. Denne fordelingsfunktion blev dokumenteret gennem påvisning af ejerskabsstrukturens betydning for bestyrelsesetablering og illustreret ved sammenligning af de to virksomheder *Jono-Technologi ApS* og *Gubbi Film ApS* ovenfor.

I Bennedsen (2001) dokumenteres fordelingsmotivet yderligere gennem en analyse af bestyrelsessammensætning. Det påvises, at der er en klar tendens til, at når direktør i virksomheden er insider, så stiger frekvensen af andre ejere i bestyrelsen relativt til situationen, hvor direktøren ikke er ejer. Det betyder, at når kontrollerende ejere er meget stærke (f.eks. gennem også at være direktører) så har ikke-kontrollerende ejere et større incitament til at involvere sig i bestyrelsesarbejde for at beskytte afkastet på deres investering.

Retningslinjer for bestyrelsesarbejde i unoterede selskaber må nødvendigvis forholde sig til dette fordelingsmotiv for bestyrelsesetablering og organisering. Det hjælper f.eks. ikke meget at anbefale mange eksterne bestyrelsesmedlemmer for at øge bestyrelsens uafhængighed og ekspertise, hvis det ikke er i ejerkredsens interesse fordi ikke-kontrollerende aktionærer dermed reducerer deres muligheder for at mindske kontrollerende aktionærers potentielle ekspropriation af organisationelle ressourcer. Ligeledes påviser vi, at bestyrelsessstyrrelsen er påvirket af ejerskabsstrukturen illustreret ved sammenligningen ovenfor af de to virksomheder *Gubbi Film ApS* og *Brøndsholm A/S*. På den baggrund må det formodes, at fordelingsmotivet ofte er afgørende, når en stor

bestyrelse vælges. Det er igen en faktor, man må forholde sig til, før man anbefaler virksomheder kun at have små bestyrelser. Vi påviste dog, at der er en tendens til, at tremands bestyrelser er mere værdiskabende end større bestyrelser.

Det er et åbent spørgsmål, hvor betydningsfuldt det påviste fordelingsmotiv i bestyrelsesetablering og organisering er for store virksomheder noteret på en børs. Vi formoder, at dette motiv vil være væsentligt så længe, der eksisterer koncentrerede ultimative ejerskabsstrukturer med kontrollerende grupper af ejere. Hvis dette er korrekt, vil fordelingsmotivet være vigtigt for alle danske virksomheder. Dette rejser en ny dimension i diskussionen af retningslinjerne for godt bestyrelsesarbejde, da sådanne retningslinjer stort set udelukkende er baseret på bestyrelsens styringsfunktion ud fra en opfattelse af, at de væsentlige konflikter i virksomhedens styring opstår mellem ledelsesgruppen og den samlede ejerkreds og ikke så meget mellem forskellige grupper af ejere.

Vi har i denne artikel påbegyndt et empirisk analysearbejde af bestyrelsesetablering og organisering i danske virksomheder. Der er et stort behov for flere analyser ikke mindst set i forhold til de mange anbefalinger og diskussioner om godt bestyrelsesarbejde. Dels er der behov for yderligere arbejde omkring unoterede virksomheder og dels er der et meget stort behov for systematisk empirisk arbejde, der analyserer bestyrelsesorganisering i de store danske virksomheder noteret på en fondsbørs.

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*.
- 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.
- Bennedsen, M. (2001). Why do Firms have Boards?, *CEBR Discussion Paper*, 2001, 14.
- Bennedsen, M., M. Fosgerau og D. Wolfenzon (2001), Control Dilution, Distribution of Ownership and Performance of Closely Held Corporations, *CEBR Discussion Paper*, 2000-12.
- Bennedsen, M. og K. Nielsen (2001). Ejerskabsstrukturer og kontrolallokering i unoterede danske virksomheder, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 2001, 3.
- 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.
- 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.
- 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*, København.
- Fama, E. og M. Jensen (1983). Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26.
- 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.
- 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.
- LaPorta, R. F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999). Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54.
- 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.
- Nørby-udvalget (2001). *Nørbyudvalgets rapport om Corporate governance i Danmark*. 2001.
- 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 (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.

Yarmick, D. (1996). Higher Valuation of Companies with Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40.