

8

DE GYLDNE ORD OG MODERNE GOVERNANCEPRINCIPPER

AF PROFESSOR STEEN THOMSEN
COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

J.C. Jacobsen.
Foto ca. 1870.

På dobbeltporten ved indgangen til Ny Carlsberg Bryggeriet fra Vesterbro står de følgende ”gyldne ord”:

”Ved bryggeriets drift skal det være det stadige formaal uden hensyn til den øjeblikkelige fordel at udvikle fabrikationen til den størst mulige fuldkommenhed saaledes at dette bryggeri og dets produkter altid kunne staa som et mønster og ved deres eksempel virke til at ølbryggeriet her i landet holdes paa et højt og hæderligt standpunkt.”

Ordene stammer fra J.C. Jacobsens testamente. Med nutidens sprogbrug kunne man kalde dem et udtryk for ”social ansvarlighed”. Formålet er ikke kortsigtet profitmaksimering, ”den øjeblikkelige fordel”, men at udvikle produktionen til fuldkommenhed.

Spørgsmålet er hvilken værdi, man skal tillægge sådanne udtalelser. Det er en rygmarvsreaktion blandt både akademikere og praktikere at være skeptiske over for luftige principper. *Det bagvedliggende motiv er nok i virkeligheden profit, tænker de. Den, der mestrer produktionen, kan bruge det til at tjene penge. Så det hele drejer sig i virkeligheden om at tjene penge.* Her kan vi næsten høre de kyniske kræmmersjæle velfornøjet gnide deres hænder.

EGENNYTTE ELLER SYMPATI?

Et af de mest citerede forsvar for egennytten findes hos Adam Smith (1776): *”It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we can expect our dinner, but from their regard to their own interest”* (Adam Smith, 1776). Citatet stammer fra hovedværket *”Wealth of Nations”*. Bryggeren brygger altså øl, ikke for vores skyld, men for sin egen skyld, for at tjene penge. Derigennem gavner hans selviske adfærd alligevel almenvellet. Smith var dog ikke blind for, at der findes uselvisk adfærd. Han havde undersøgt drivkræfterne for den i sin foregående bog, *”The Theory of Moral Sentiments”*. Men han konkluderede, at drivkræfterne for sympatisk adfærd var for svage til, at samfundet kunne forlade sig på dem.

Siden er ideen om selvisk adfærd gået sin sejrsgang i økonomisk teori. Husholdningerne maksimerer deres (egen)nytte, hedder det. Deres behov er umættelige: mere er altid bedre end mindre. Virksomhederne maksimerer profitten. Hvorfor? Jo, de er ejet af husholdningerne, og husholdningerne vil altid have mere. Med et moderne ord hedder det *”shareholder value”*. Virksomhederne bør indrette sig så de skaber størst mulig værdi til aktionærene. Det gør de ved at tilstræbe det størst mulige afkast på den investerede



kapital fra regnet, hvad man kunne have opnået i bedste alternative investering. For at kunne svare sig skal en aktieinvestering eksempelvis gerne dække kapitalomkostningerne – altså obligationsrenten (et nogenlunde risikofrit afkast) plus et tillæg, der opvejer risikoen ved at investere i aktien. Og hvad mere er, virksomheden bør indrette sine egne investeringer og øvrige adfærd på samme måde: altså kun investere, hvis der er sandsynlighed for at afkastet overstiger kapitalomkostningerne, og i øvrigt have det stadige formål at forøge indtjeningen. Erhvervslivet har opbygget et helt arsenal af virkemidler til at føre disse tanker ud i livet: ledelserne motiveres gennem resultat aflønning, regnskaberne afspejler aktiverens handelsværdi, rentabiliteten i de enkelte aktiviteter beregnes og så fremdeles. Drives logikken helt ud i sin yderste konsekvens, er en virksomhed intet andet end en pengemaskine. Den er altid til salg til højeste bud.

Før vi afskriver tankegangen som kold og kynisk, må vi anerkende dens fordele. Det er ikke fuldstændig forkert, at forbrugerne ejer virksomhederne, eksempelvis gennem pensionskasser. Og vi er vel interesserede i den største mulige pension? Det er f.eks. den største danske pensionskasse ATPs erklærede formål.

Samfundsøkonomisk er det heller ikke helt irrelevant at anvende midlerne, hvor de har den størst mulige effekt. Man kan sagtens forestille sig, at ølproduktionen udvikles til et fantastisk højt stade. Men hvad hvis nu, ingen drikker øl mere? Eller bare færre og færre, som tilfældet jo er. Skal man så fortsætte med at udvikle ølproduktionen. Er det urimeligt at tænke på, at pengene måske var bedre anvendt i vindmøller, lægemiddelforskning eller containerskibe?

Endelig er der det helt fundamentale argument, at Adam Smiths principper formentlig har været hovedårsagen til, at klodens befolkning gradvis har kunnet hæve sig ud af fattigdommen. Det var ikke munkenes velgørenhed og selvopofrelse, der gjorde forskellen, men købmænd og kapitalister. Det gjaldt den industrielle revolution i Vesten, men også i moderne tid i Kina og Indien, hvor det private initiativ er den væsentligste drivkraft bag udviklingen.

Er de gyldne ord altså romantik, som ikke hører til i en moderne virkelighed?

ETIK I ERHVERVSLIVET

Det er faktisk muligt at give et økonomisk rationale for, at virksomheder sætter sig andre etiske mål andet end at maksimere profitten (Thomsen, 2001).

Et eksempel er en forbruger, der overvejer at købe et langvarigt forbrugsgode – en computer, et kamera eller en bil. Hvis producenten vælger at nedlægge produktion og service den dag, den ikke længere kan svare sig, står forbrugeren med håret i postkassen. Hun vil altså tænke sig om to gange, før hun køber ind. Men hvis en af producenterne forpligter sig til at vedblive at servicere varen – også selv om det ikke kan betale sig, vil hun være mere tilbøjelig til at købe hos den producent. Den virksomhed, der vil forpligte sig til at servicere sine kunder uden hensyn til den øjeblikkelige fordel vil altså have en fordel og kan måske ende med at sælge flere varer og tjene flere penge, end den der i udgangspunktet kun tænker på indtjening. Det samme gælder i en række andre forhold. Hvem vil man helst ansættes hos? En virksomhed, der fyrer en, lige så snart det kan svare sig? Eller en der forsøger at holde på medarbejderne, så længe den kan? Hvem vil man helst have som forretningsforbindelse? Som nabo? Hvem vil man helst investere i? En der hele tiden tænker på at mele sin egen kage, eller en der også lægger vægt på almindelig anstændighed?

Den samme type argument er i øvrigt også blevet brugt på individniveau i evolutionær psykologi. Hvorfor er mennesker udstyret med følelser? Hvorfor ligger der den slags i vores gener? Følelser er jo ofte irrationelle, og man skulle tro, at irrationel adfærd var dårligt for overlevelsen. Men de fungerer som en slags garanti for, at vi ikke bare vil forlade vores kærester og børn eller lade os tyrannisere af en, der er stærkere, når det er opportunt. Og derfor vil flere ønske at være kærester med os, og de stærkere tøve lidt mere med at angribe os. Men følelser er naturligvis heller ikke uproblematisk. Hvem vil man helst ro over Atlanten med? En iskold rationalist eller en hjertevarm romantiker. Måske helst lidt af en blanding?

EJERSKABET SOM ETIKKENS FUNDAMENT

Vi kan altså se, at der er et rationale for etisk virksomhedsadfærd. Men er det robust? En virksomhed, der altid er til salg, vil have vanskeligt ved at overholde sine løfter, når det ikke er rentabelt. En kapitalist vil kunne tjene penge på at købe virksomheden op og bryde aftalerne. Det vil fornuftige forbrugere gennemskue og derfor ikke stole på løfter afgivet af børsnoterede virksomheder med spredt ejerskab, der jo netop er til salg til højest bydende. Etikken må forankres i et stabilt ejerskab, hvis den skal være troværdig.

Der er flere muligheder. Familier spiller i nogle tilfælde en rolle som bærere af en tradition i gastronomi, kunsthåndværk eller avisudgivelse. Der er også muligt, at etiske præferencer hos pensionskasserne kan have en vis betydning. I Danmark har vi som noget af et særkende mange erhvervsdrivende fonde – altså velgørende fonde som Carlsbergfondet, der ejer hovedparten af en erhvervs virksomhed. Fondene er godt skikket til at bære principper som netop de gyldne ord, fordi stifter kan skrive dem ind i fondenes vedtægter og i øvrigt pålægge fonden at fortsætte ejerskabet så længe som muligt.

Fondene er langsigtede ejere. Deres virksomheder er normalt ikke til salg. De undgår også mange af de problemer, der opstår i familievirksomheder, når nye – måske knap så dygtige og knap så moralske – generationer arver virksomheden. De er heller ikke som offentligt ejede virksomheder underlagt omskiftelserne i det politiske liv. Men forudsætningen er nogle ualmindeligt etiske stiftere, der donerer deres aktier til en fond frem for at sælge ud og bruge pengene eller testamentere dem til deres efterkommere. Der synes heldigvis at være en vis tendens til, at mennesker, der bliver tilstrækkeligt rige – som Bill Gates eller Warren Buffet i USA, der er verdens rigeste og næstrigste mand – begynder at interessere sig for velgørenhed. I USA sælger de normalt aktierne og giver pengene væk. Men i Danmark har de ofte valgt at give aktierne til en fond, som så kunne dele ud af dividenderne fra virksomheden. Fondsmodellen er dog nu er blevet vanskeligere, fordi stifterne skal svare arveafgift, når de overlader deres formue til fonden.

EN UNDERSØGELSE AF VEDTÆGTERNE I DANSKE FONDE

De erhvervsdrivende fonde er et interessant studieobjekt, fordi de driver Danmarks vigtigste virksomheder, men også fordi de giver mulighed for at studere, hvilken praktisk betydning principper som de gyldne ord har for virksomhederne. Vedtægterne er jo juridisk bindende dokumenter, som fondsbestyrelserne er forpligtet til at efterleve under et vist, mildt tilsyn fra civilretsdirektoratet og erhvervs- og selskabsstyrelsen. Det er væsensforskelligt fra mange andre af erhvervslivets hensigtserklæringer, der kan skiftes ud som vindene blæser – og som netop af samme grund ikke har den store troværdighed.

Det er selvfølgelig ikke sådan, at direktionen i Carlsbergfondet bliver kastet i fængsel, hvis øllet overskummer, eller

at civilretsdirektoratet foretager prøvesmagninger for at sikre, at brygningen er på et højt og hæderligt standpunkt. Dertil er der nok for meget elastik i de gyldne ord. Det er i det hele taget spørgsmålet, hvor strengt bindende fundatsene er. Med professor Bernhard Gomards ord: ”Juristerne finder en udvej!”. Men det er alligevel i mange tilfælde sådan, at bestyrelsen søger at udføre din opgave i overensstemmelse med fundatsen og den stifterånd, som udtrykkes i fundatsen og anes mellem linjerne. Og på punkter, hvor vedtægten er konkret, vil det være vanskeligere at opnå fondsmyndighedernes tilladelse til at omgå den.

Jeg har netop gennemført et studie af vedtægterne i 119 erhvervsdrivende fonde (Hansmann & Thomsen, 2010), som giver mulighed for at kaste lys over nogle af disse spørgsmål. Jeg har klassificeret bestemmelser i fondenes vedtægter i hovedtyper, så man kan se, hvor hyppigt bestemmelserne bruges. Jeg har endvidere undersøgt, om der er sammenhæng mellem vedtægtsbestemmelserne og de fondsejede virksomheders resultater – altså med andre ord om deres ”gyldne ord” i almindelighed udviser nogen sammenhæng med, hvad der faktisk sker i virksomhederne. Undersøgelsen er et led i et samarbejde med professor Henry Hansman fra Yale Law School i USA, hvor vi interesserer os for fondsejede virksomheders økonomiske resultater, og hvorvidt de er påvirket af fondenes selskabsledelse. En særlig vigtig hypotese er, at en vis, passende afstand mellem fond og virksomhed – eksempelvis ikke for stort sammenfald mellem fondens og virksomhedens bestyrelse, vil føre til bedre resultater i virksomhederne, fordi fonden i så tilfælde bedre kan træde i karakter som ejer. Vi finder, at fondsejede virksomheder klarer sig udmærket sammenlignet med børsnoterede, og at afstand mellem fond og virksomheder fører til bedre økonomiske resultater i virksomhederne.

Nogle foreløbige hovedresultater af vedtægtsundersøgelsen vises i tabel 1. Det er naturligvis en svært omfattende tabel, men jeg kan berolige læseren med, at det bliver den eneste tabel i denne artikel. Derudover kan man med fordel koncentrere sig om de tal, som er fremhævet med stjerner. De er nemlig statistisk signifikante.

Før vi går i gang med at tolke tabellens resultater, er der dog grund til at tage nogle metodiske forbehold. Først og fremmest er der jo en vis usikkerhed, når skal opgøre, om en vedtægt indeholder en bestemmelse eller ej. I undersøgelsen har vi holdt os til, om den pågældende bestemmelse er nævnt eller ej – ikke om hvor stærk bindingen er. I nogle

tilfælde nævner man f.eks. at fonden bør have en direktør, i andre at der kan ansættes en direktør. Vi har klassificeret vedtægterne ved at læse dem igennem, og det indebærer også en vis subjektivitet. Vi kan ikke udelukke, at andre ville komme til et andet resultat. Desværre er det noget af et arbejde at klassificere så mange vedtægter, så vi kan næppe tillade os at bede et panel af uafhængige eksperter om at verificere resultaterne, selv om det ville være metodisk mest korrekt.

Dernæst er der også usikkerhed og måleproblemer i de regnskabstal, vi indsamler for de fondsejede selskaber. Der er betydelig støj i regnskabstal, som dels afspejler konjunkturer og tilfældigheder, dels opgørelsesproblemer og målefejl, og dels andre strukturelle forskelle mellem virksomheder end lige netop fondenes vedtægter. Der er et utal af sådanne strukturelle forhold, som påvirker virksomhedernes resultater, og som vi ikke alle kan tage højde for. Det er forhold som branche, markedsandel, patenter, varemærkefordele m.v. Vi må leve med den usikkerhed og tage højde for den, når vi fortolker materialet. Realistisk set må man sige, at der nok er andre faktorer, der har større betydning for virksomhedernes udvikling end fundatsbestemmelserne. Den relativt store usikkerhed i materialet skulle tendere til at give svage, statistisk insignifikante resultater.

En tredje komplikation er årsagssammenhængen. Vi har indsamlet regnskabstal for 2004-2008 og sammenholder dem med fondenes vedtægter i 2009. Vi forventer, at vedtægterne er ret stabile over tid, så tidsforsinkelsen er måske ikke det store problem, men giver alligevel anledning til spørgsmålet om omvendt kausalitet. Kan det tænkes, at vedtægterne ændres i takt med de fondsejede virksomheders resultater? Man kunne måske tænke sig, at virksomheder, der klarer sig dårligt, vil forsøge at få deres vedtægter ændret, så de fik flere frihedsgrader. Vi ved, at det ikke er helt ualmindeligt at gennemføre vedtægtsændringer – faktisk har halvdelen af vores stikprøve gennemført vedtægtsændringer i løbet af perioden 1983-1988 – men det kræver myndighedernes godkendelse, og konsensus er, at det er vanskeligt at få godkendt substantielle forandringer i formålsbestemmelser o.l.. Derimod er det lettere at gennemføre adresseændringer og andre mere formelle opdateringer, og vi antager indtil videre, at langt hovedparten af vedtægtsændringerne har haft denne karakter.

VEDTÆGTERNES INDHOLD

Vender vi os til vedtægternes indhold, kan vi se, at hovedparten af de erhvervsdrivende fonde har både et forretningsmæssigt (64%) og et velgørende (73%) formål. Det vil konkret sige, at de i deres vedtægter har nedfældet et hensyn til at drive virksomheden som et af formålene, men at de fleste også tilsigter uddelinger til almen velgørelse. Det er meget muligt, at hensynet til virksomheden også er vigtigt i de øvrige erhvervsdrivende fonde, men det er altså ikke formelt nedfældet i vedtægterne. Hensynet til virksomheden er udtryk for det "Selbstzweck", som jurister ivrigt diskuterer. For hvad vil det egentlig sige? Er formålet opfyldt, uanset hvad virksomheden gør? Så er det jo indholdsløst. Nogle få (7%) skriver direkte, at fond og virksomhed skal drives som et hele, altså at fond og virksomhed har samme formål. 43% nævner, at fonden om nødvendigt kan støtte virksomheden. 42% nævner, at fonden kan støtte virksomhedens medarbejdere, hvilket af nogle måske vil blive opfattet som et slags subsidie. Nogle få (15%) finder modsætningsvis grund til at fremhæve, at virksomheden skal drives med indtjening for øje. Mange (58%) nævner, at fonden godt kan engagere sig i anden virksomhed, som den finder fordelagtig. I op mod en tredjedel af fundatserne er båndet mellem fond og virksomhed så stærkt, at virksomheden ikke kan sælges (31%), mens 28% anfører, at virksomheden kan sælges, og 11% anfører, at den kan sælges i en krisesituation.

Sammenfald mellem fond og virksomhed viser sig også i vedtægter, der foreskriver, at nogle bestyrelsesmedlemmer samtidig skal sidde i virksomhedens bestyrelse (25%). Kun et meget lille mindretal af vedtægterne (3%) finder grund til at adskille de to bestyrelser.

Vender vi os til fondenes ledelse, er en meget udbredt bestemmelse, at fondene ledes af mere eller mindre selvstændige bestyrelser (81%) til forskel fra Carlsbergfondet, hvis "direktion" (i praksis fondets bestyrelse) jo udpeges af Videnskabernes Selskab. 28% har som Carlsberg A/S bestyrelsesmedlemmer udpeget udefra. De fleste

Bestemmelse	%	Afkast (gns)		Vækst (gns)		Soliditet		Størrelse	
		Uden best.	Med best.	Uden best.	Med best.	Uden best.	Med best.	Uden best.	Med best.
Forretningsmæssigt formål	64	10.6	10.9	7.0	4.3	49.6	51.6	1.2	6.5**
Støtte virksomheden	43	9.5	12.6*	5.4	5.0	50.4	51.5	1.7	8.5**
Støtte medarbejdere	42	11.4	9.8	5.6	4.7	50.4	51.4	6.7	1.6***
Støtte stifterfamilien	37	11.0	10.4	5.5	4.8	50.4	51.7	6.3	1.8**
Ikke støtte stifterfamilien	5	10.8	10.9	5.1	8.2	50.4	61.4**	4.6	4.3
Samme formål i fond og virksomhed	7	9.8	21.6**	4.9	9.9	50.3	57.9**	4.2	8.7*
Almen velgørenhed	73	9.3	11.3	3.3	6.0	50.7	51.0	1.4	5.7**
Indtjeningsformål	15	10.4	13.0	4.3	10.7**	51.2	49.0	3.2	12.8
Risikoaversion	24	10.1	9.2	4.8	6.8	51.7	48.0	3.1	9.6
Sekretariat i fonden	27	9.0	15.4***	4.2	7.9*	51.3	49.8	3.7	6.9
Direktør i fonden	36	10.4	11.5	6.0	3.9	49.7	53.1*	2.5	8.4*
Samme adresse som virksomheden	1	10.8	5.4**	5.3	0.9*	50.9	53.8*	4.6	0.1*
Virksomheden kan afhændes	28	11.8	8.0*	5.4	4.7	52.0	47.9**	5.5	2.2**
Virksomheden kan afhændes i en krise	11	10.7	10.8	4.7	10.4**	51.3	46.9*	4.7	3.4
Virksomheden kan ikke afhændes	31	8.0	17.1***	4.6	6.9	52.0	48.4**	1.2	12.2***
Anden virksomhed	58	10.1	11.2	5.6	5.0	51.4	50.4	2.6	6.1*
Akkumulation	25	10.9	10.3	5.8	3.6	50.5	51.9	5.4	2.0**
Selvsupplering i fondsbestyrelsen	81	7.1	11.6**	3.4	5.7	54.0	50.1	14.1	2.4**
Obligatorisk bestyrelsessammenfald	25	10.9	10.4	5.7	3.8	50.8	51.0	4.6	4.5
Obligatorisk bestyrelsesadskillelse	3	10.4	21.3***	5.0	13.6	50.8	51.8	4.5	6.1
Familiemedlemmer i bestyrelsen	34	9.7	12.9*	3.8	8.0**	50.9	50.9	3.0	7.7
Aldersgrænse	61	9.3	11.8	5.9	4.8	50.0	51.4	5.1	4.2
Bestyrelsesmedlemmer udpeget udefra	28	12.2	7.0**	6.4	2.4*	50.6	51.5	5.1	3.1
Uafhængighed af stifterfamilien	19	9.6	16.2***	4.3	10.0**	51.2	49.3	5.0	2.6*

Tabel 1. Vedtægter i 119 erhvervsdrivende danske fonde sammenholdt med resultaterne i fondenes virksomheder. Anmærkninger. Tabellen angiver, hvor mange fonde (%), der har den pågældende bestemmelse i deres vedtægter, og forskelle mellem selskaberne alt efter om fonden har eller ikke har bestemmelsen. Vedtægtsoplysningerne er baseret på vedtægterne anno 2009. Selskabsoplysningerne er 5 års gennemsnit 2004-2008, eller i virksomheder med skævt regnskabsår 2003-2007.

Noter. % : Procent af 119 undersøgte fonde. Afkast: Overskud efter skat/ Egenkapital (5). Vækst: Årlig Vækst i aktiver (%). Soliditet: Egenkapital/Aktiver (%). Størrelse: Aktiver mia kr. En, to eller tre stjerner angiver signifikante forskelle på 1% (*), 5% (***) og 10% (***) signifikansniveau (t-test med forskellig varians).

(61%) har en aldersgrænse, som indebærer, at bestyrelsesmedlemmer må forlade bestyrelsen, når de når en bestemt alder. Kun et mindretal nævner, at fonden kan have sin egen direktør (36%) eller sit eget sekretariat (27%). Det er helt almindeligt, at fonden har til huse hos virksomheden, men kun 1% har fundet grund til at anføre dette i fundatsen.

Et andet vigtigt spørgsmål er relationen til stifterfamilien. Her deler fondene sig. 37% har gjort støtte til stifterfamilien til et selvstændigt formål, mens et klart mindretal (5%) anfører, at en sådan støtte ikke kan komme på tale. 34% foreskriver, at der skal være familiemedlemmer i bestyrelsen, mens 19% anfører, at fondsbestyrelsen skal være uafhængig af stifterfamilien. Som for de fleste andre sondringer i denne undersøgelse er der grund til at gøre opmærksom på, at de to kategorier ikke gensigt udelukker hinanden. Det er således muligt, at vedtægterne i samme fond foreskriver, at der både skal være familiemedlemmer og ikke-familiemedlemmer repræsenteret i bestyrelsen.

STØRRELSSEFORSKELLE

Der er, som man måske kunne forvente, stor forskel på fondenes vedtægter, alt efter om fondene ejer store eller små virksomheder. De små virksomheder finder hyppigere grund til at støtte virksomheden og medarbejderne. De trækker ikke noget skarpt skel mellem fond og virksomhed. De betjener sig hyppigere af selvsupplering i bestyrelsen, men anerkender, at de måske kan blive nødvendigt afhængige af virksomheden. Man kan genkende træk fra familieejede virksomheder, men overraskende nok betoner de også i højere grad, at fonden skal være uafhængig af stifterfamilien.

Fonde, der ejer store virksomheder, kombinerer derimod ofte ligesom Carlsberg et alment velgørende formål med et hensyn til virksomheden. Det er en vigtig principiel diskussion, hvilket hensyn der skal veje tungest, men der er næppe tvivl om, at hensynet til virksomheden i de fleste tilfælde vejer tungest. Det er også karakteristisk, at vedtægterne i disse fonde oftere forbyder fondene at afhænge af virksomheden. Dette afspejler måske en forventning, om at virksomheden har nået en størrelse, der gør det muligt for den at fortsætte som uafhængig.

RENTABILITET

Vender vi os til rentabiliteten forstået som afkastet på selskabernes egenkapital, ser vi kun få signifikante sammen-

hænge. Hertil kommer, at der i nogle tilfælde er så få observationer, at de let kan være præget af tilfældigheder. Blandt de mere interessante forskelle kan dog nævnes et højere afkast i selskaberne, hvis vedtægterne foreskriver, at fonden har mulighed for at hjælpe selskabet, at fonden kan have sit eget sekretariat, at der er forbud mod at afhænge af virksomheden, at bestyrelsen er selvsupplerende og i øvrigt er helt eller delvis uafhængig af stifterfamilien.

Angående hjælp til selskabet ved vi ikke, hvilken form den kan tage, om fondene rent faktisk hjælper selskaberne i nogen større udstrækning. Man kunne tænke sig lån på favorable vilkår, billig husleje på fondens ejendomme eller lignende. Dette ville i givet fald kunne medvirke til et højere afkast, men det er altså uklart, om den mulighed, der er i vedtægterne, bliver udnyttet i noget videre omfang i praksis. Et fondssekretariat er nok mest noget, der overvejes, når indtjeningen er på et vist niveau, men det er også muligt, at fonden qua et eget sekretariat kan stille større krav til selskabet. Dette kan i givet fald siges at være et blandt flere udtryk for afstand mellem fond og virksomhed, idet fonde med et eget sekretariat måske i højere grad træder i karakter som selvstændige subjekter.

Et højere afkast med selvsupplerende bestyrelser er overraskende, idet ekstern udpegning kunne give mulighed for at udskifte en dårligt fungerende bestyrelse. Det er også overraskende, at afkastet er højere, hvis virksomheden ikke må sælges. Man kunne have tænkt sig, at virksomheder, der kunne sælges, i højere grad måtte gøre sig umage for at præstere resultater. Vi kan på nuværende tidspunkt kun spekulere over sammenhængene. Måske identificerer en selvsupplerende bestyrelse sig i højere grad med selskabet? Og måske er der fordele ved, at selskabet kan forlade sig på et mere langsigtet ejerskab? Det er også muligt, at selskaber, der ikke kan tiltrække egenkapital udefra, i højere grad tvinges til at skabe overskud for at finansiere deres vækst. Angående stifterfamiliens rolle er der ikke belæg for at sige, at det er et problem, at vedtægterne sikrer den plads i bestyrelsen. Faktisk er det omvendt sådan, at selskaberne klarer sig lidt bedre, hvis det er tilfældet. Man kan tænke sig, at stifterfamilierne identificerer sig med fonden og særligt nidkært våger over dens virke. Men det synes at være vigtigt, at der også en vis uafhængighed af stifterfamilien, således at den ikke fylder det hele, men at dens engagement suppleres med dygtige kræfter udefra.

Noget af det mest overraskende i forbindelse med diskussionen om de gyldne ord er måske "the dog that did not

bark”, altså de sammenhænge, vi mod forventning ikke observerer. Vi kan for eksempel ikke se tegn på lavere indtjening i virksomheder ejet af fonde med et velgørende formål eller højere indtjening i virksomheder, hvor hensynet til indtjening eller forretning er nævnt i fundatserne.

VÆKST

Selskabets vækst kan være en interessant målestok fra en samfundsøkonomisk betragtning. Vækst skaber måske arbejdspladser, og hvis indtjeningsmarginalerne er positive, skaber væksten også et større overskud at dele ud af. Vækst kan imidlertid også være et risikomål, fordi der er større risiko for at sætte egenkapitalen over styr i virksomheder, der vokser hurtigt.

Vi ser større vækst i virksomheder, hvor fondenes fundatser har virksomhedens indtjening som et selvstændigt formål, og hvor virksomheden kan afhændes i en krise. I begge tilfælde kan resultatet tolkes som udtryk for en større risikovilje.

Angående stifterfamiliens rolle ser vi tegn på større vækst i virksomheder, hvor der både er plads til stifterfamilien og uafhængige repræsentanter i bestyrelsen, hvilket stemmer overens med, hvad vi fandt for så vidt angår rentabilitet.

SOLIDITET

Soliditet (egenkapitalandel) kan opfattes som et (omvendt) risikomål: jo større soliditet jo mindre risiko er der for, at virksomheden går fallit eller bliver økonomisk trængt. Vi ser større soliditet i virksomheder ejet af fonde, som ikke angiver at understøtte stifterfamilien, måske fordi pengene så i højere grad kan blive i virksomheden. Vi ser måske af samme grund også større soliditet i fonde, som angiver, at fond og virksomhed har samme formål. Herudover ser vi noget overraskende og inkonsistent, at både virksomheder, der kan afhændes, og de, der ikke kan afhændes, har signifikant højere soliditet. Man kunne tro, at virksomheder der har mulighed for at hente kapital udefra gennem f. eks. en børsnotering, ville kunne klare sig med en mindre soliditet end hvis de er helt henvist til egne midler. Omvendt har virksomheder, der ikke kan sælges, måske i højere grad mulighed for at trække på fondenes reserver. De to hensyn synes at stride mod hinanden, hvis da ikke usikkerhed om forholdet mellem fond og virksomhed i sig selv gør det naturligt for virksomhederne at holde en højere so-

liditet. Dette må altså være et af de punkter, hvor der er ”behov for yderligere forskning”.

DISKUSSION

Det samlede billede er, at der er betydelig variation i fundatserne, og at de samvarierer på en systematisk måde både med selskabets vilkår (eks størrelse) og deres adfærd og resultater (eksempelvis soliditet, vækst og rentabilitet). Sådanne ”gyldne ord” synes altså ikke at være helt ligegyldige. Der er dog ikke nogen direkte sammenhæng mellem fundatserne og virksomhedens rentabilitet. Det er eksempelvis ikke sådan, at selskaber ejet af fonde med et velgørende formål (som eks. Carlsberg) tjener under gennemsnittet, mens virksomheder ejet af fonde med et indtjeningsformål tjener mere end gennemsnittet. Der er altså ikke belæg for at sige, at gyldne ord som Jacobsens hæmmer selskabernes forretningsmæssige udvikling. Dette er som indledningsvis nævnt ikke så vanskeligt at forstå, idet der også for virksomhederne kan være fordele ved ikke at have et alt for stærkt fokus på den kortsigtede indtjening.

Da dette er den første systematiske undersøgelse af fondenes vedtægter, siger det dog sig selv, at der er nok at gøre for fremtidig forskning. Det gælder eksempelvis korrektion og validering af vedtægtsbindingerne, analyser af vedtægtsændringer og en bedre forståelse af hvordan (gennem hvilke mekanismer) vedtægterne faktisk påvirker virksomhederne.

Jeg er taknemmelig for hjælp fra Jytte Heje Mikkelsen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, i forbindelse med den vedtægtsundersøgelse, jeg redegør for i denne artikel. Jeg skylder også Filip Kolassa og Martin Pedersen tak for forskningsassistance.

De 121 fonde er udvalgt efter størrelse og omfatter alle fonde, der ejer mere end 50% af en større erhvervsvirksomhed med aktiver på mere end 50 millioner kroner. Dette for at undgå sømandshjem, børnehaver og andre lignende institutioner. I to tilfælde er ejerfondene mere end en virksomhed, så de 119 fonde ejer 121 virksomheder. Dem tæller vi som uafhængige observationer.

LITTERATUR

Hansmann, Henry and Thomsen, Steen. The Governance of Industrial Foundations. Paper Presented to the Conference on Empirical Research in Law and Economics (CEL), Yale Law School. 5-6 November 2010.
Thomsen, Steen. Ethical Codes as Corporate Governance. The European Journal of Law and Economics. 12 (2), 2001.