
Ejerforhold i den finansielle sektor

Jens Verner Andersen, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING

Aktive ejere skal lægge øget pres på virksomhedernes ledelse med henblik på at tilskynde til bedre styring og højere effektivitet i erhvervslivet. Dette skal sikre en dynamisk udvikling i samfundsøkonomien. Sådan lyder budskabet i en række internationale organisationers seneste publikationer og udtalelser¹. Sagt med andre ord betragtes "corporate governance", der er de relationer, som eksisterer mellem ejere, ledelse og andre interessenter, nu som en kritisk faktor for udviklingen i den globale økonomi. Den internationale interesse er bl.a. affødt af udviklingen i en række kriseøkonomier, hvor uigennemsigtige corporate governance-forhold har været et af problemerne.

Udgangspunktet for debatten er den klassiske problemstilling, som opstår ved separationen mellem ejerskab og ledelse. Når det løbende beslutningsansvar ligger hos en professionel ledelse, hvordan sikrer ejerne, at ledelsen maksimerer virksomhedens afkast og ikke forfølger egne mål?

Interessen har også vist sig her i Danmark. I løbet af året er der offentliggjort to bidrag, der analyserer forholdene i dansk erhvervsliv². Denne artikel har til hensigt at fokusere på udviklingen i den finansielle sektor. Der er som udgangspunkt tale om et erhverv som alle andre, hvor der eksisterer ejerbegrænsninger bl.a. som følge af den historiske udvikling. Dermed hæmmes muligheden for aktivt ejerpres, og samtidig kan begrænsningerne være en barriere for fremtidige strukturelle tilpasninger i sektoren.

Selv om den finansielle sektor er en erhvervssektor som andre, så gælder der særlige forhold i relation til corporate governance-debatten. Finansielle virksomheders specielle balancestruktur medfører, at de er underlagt kapitalkrav. Endvidere er finansielle institutter under offentligt tilsyn. Reguleringen af den finansielle sektor skal ses i lyset af, at der knytter sig særlige samfundsmæssige hensyn til den finansielle sektor,

¹ IMF, OECD, Verdensbanken, G7 m.m.

² Finansministeriet (1999) og Det Økonomiske Råd (1999).

herunder behovet for at sikre stabilitet¹. Skismaet mellem på den ene side hensyn til finansiel stabilitet og på den anden side afkastkrav medfører således en afgørende forskel i forhold til andre erhverv.

Første del af artiklen opsummerer det teoretiske grundlag for corporate governance, herunder betydningen af kontrolsystemer og incitamentsstrukturer, som kan få ledelsen til at foretage dispositioner, der er i overensstemmelse med ejernes interesser. Anden del fokuserer på de historisk betingede ejerstrukturer og -begrænsninger, der traditionelt har eksisteret i den finansielle sektor, og som er under forvandling. I tredje del vurderes den samfundsøkonomiske betydning af øget fokus på corporate governance i den finansielle sektor. I den forbindelse berøres konsekvenserne for finansiel stabilitet af stærkere fokus på en optimal kapitalstruktur samt betydningen af indførelsen af resultatafhængig aflønning i form af aktieoptioner.

TEORETISK GRUNDLAG

Opdelingen mellem ejerskab og ledelse gav allerede tidligt anledning til skepsis blandt teoretikere. Således påpegede Berle & Means (1932) de uheldige incitamentseffekter, som en adskilt ejer- og kontrolfunktion giver. Situationen er nu velbeskrevet i økonomisk teori og betegnes en principal-agent problemstilling, hvor ledelsen fungerer som agenter for principalen (ejerne). Corporate governance angiver midler i form af kontrolstrukturer og incitamentsstrukturer, som kan mindske problemerne².

Før problemerne beskrives nærmere, er det væsentligt at få pointeret fordelene ved separationen mellem ejerskab og ledelsen. Der tages udgangspunkt i aktieselskabet, som repræsenterer den mest rene form for opdeling. Aktieselskabet giver mulighed for, at ejerne ikke behøver at være virksomhedsledere. I stedet varetages den daglige ledelse af en professionel direktion, der har ekspertise i virksomhedsledelse. Samtidig opstår et marked for virksomhedsledelse, hvilket er med til at øge effiensen. Endelig giver opsplnitning i mindre investeringsenheder et større udbud af risikovillig kapital.

Incitamentsproblemer

Separationen mellem ejerskab og ledelse er som sagt ikke uproblematisk, da der eksisterer en naturlig forskel mellem ledelsens og aktionærenes målsætninger. I princippet vil konkurrence på produkt- og faktormarkederne løse problemet, da ledelserne tvinges til at minimere

¹ For en analyse af den offentlige regulerings betydning for den finansielle sektor kan i øvrigt henvises til År 2000-udvalgets rapport, jf. Økonomiministeriet (1999).

² Shleifer & Vishny (1997) giver en oversigt over de forskellige teoretiske og empiriske analyser inden for området.

omkostningerne og implementere optimale organisatoriske strukturer¹. I praksis eksisterer imidlertid en række markedsimperfektioner, hvorfor ledelsen har adskillige frihedsgrader.

- Det ses ofte, at virksomhedsledere tillægger virksomhedens vækst den højeste prioritet. Årsagen kan være, at ledelsens aflønning i for høj grad afhænger af volumen frem for indtjening. Samtidig er der en afledt effekt i form af bedre mulighed for at konsolidere egen position ved at opbygge et større lag af mellemledere ("empire building"), jf. Møller & Nielsen (1997a).
- Empiriske studier har vist og forklaret, hvorfor virksomhederne og deres ledere engagerer sig i prestigeprojekter. Ofte ender projekterne som dårlige investeringer, der svækker indtjeningsevnen, se fx Jensen (1986).
- Historisk begrundede selskabskonstruktioner med indbyggede ejerbe- grænsninger kan give ledelsen stor autonomi, da det aktive ejerpres er reduceret. Mere herom i afsnittet om ejerskab i finansielle institutter.

Behov for fokus på corporate governance

Det grundlæggende problem for ejerne er at sikre, at ledelsen varetager ejernes interesser – maksimering af afkastet på investeringen – og ikke forfølger egne mål. Det er i den situation afgørende, at der er sammenhæng mellem kontrolrettigheder og retten til afkastet fra virksomhedens drift. Litteraturen om corporate governance fokuserer på de forskellige instrumenter, som kan opdeles i hhv. kontrol- og incitamentsstrukturer.

Der skelnes mellem interne og eksterne kontrolmekanismer. Til den *interne* kontrol henføres det vedvarende ejerpres, som kan komme fra investorerne i form af krav til afkast, udvikling, etc. Set fra den enkelte investors synspunkt er det afgørende, om gevinsterne ved kontrol er større end omkostningerne ved aktiv overvågning, jf. Fama & Jensen (1983). Flere anser et koncentreret ejerskab som den bedste mulighed for at opnå et aktivt ejerskab, se fx Shleifer & Vishny (1986).

Store ejere har såvel en større økonomisk interesse i deres virksomhed som en større mulighed for at udøve deres indflydelse, end små ejere har, jf. i øvrigt boks 1.

Derudover kan kapitalstrukturen virke som styringsmekanisme. En lave soliditetsgrad defineret som egenkapital i forhold til gældsposter kan virke disciplinerende på ledelsen. Kravet i en gældsfordring om en fast betaling medfører således en mindre margen til at gennemføre investeringer med et lavt afkast. Samtidig virker gældsfordringer som en

¹ Alchian (1950) fremhæver markeds konkurrence som den naturlige løsning på langt sigt.

Forsikringselskaber, pensionskasser og fonde ejer mere end 25 pct. (1997) af den aktiekapital, som er noteret på Københavns Fondsbørs¹. Derudover ejer penge- og realkreditinstitutter en ikke ubetydelig del. Flere analyser har påvist, at institutionelle investorer kan have en positiv indflydelse på en virksomheds udvikling². Det skyldes dels gode muligheder for at gennemtvinge ændringer i ledelsen via ejerskabet og dels en stor kapacitet samt bedre information til at foretage mere langsigtede investeringer m.m.

Den seneste udvikling i Danmark har da også indebåret, at de institutionelle investorer har fået en mere aktiv rolle. Hvor de tidligere var forsigtige med indblanding i virksomhedernes forhold, ser man i dag, at de i stigende grad gør brug af deres stemmerettigheder via deres relativt store ejerandele i selskaber.

I takt med en voksende privat pensionsformue vil det aktive ejerskab fra de institutionelle investorer sandsynligvis vokse. I den situation er det tankevækkende, at flere af de største og mest aktive danske institutionelle investorer ikke har en entydig defineret ejerkreds. Dermed er problemet omkring aktivt ejerskab blot flyttet et niveau længere ud, men vil principielt set stadig være gældende.

¹ Det Økonomiske Råd (1999).

² Se eksempelvis Smith (1996) og McConell & Servaes (1990).

mere nærværende kontrolinstans, idet der eksisterer mulighed for sende selskabet i konkurs i en situation, hvor selskabet ikke kan svare sine forpligtelser, se Jensen (1986) og Grossman & Hart (1982).

Den *eksterne* kontrol henfører til muligheden for, at virksomheder, der ikke bliver ledet effektivt, kan overtages af andre selskaber. Generelt påvirker muligheden for overtagelse ledelsen på to indbyrdes afhængige måder. For det første medfører truslen om overtagelse en disciplinering af ledelsen med henblik på at sikre ejerne størst muligt afkast. Og for det andet vil en ledelse, der ikke lever op til indtjeningspotentialet, risikere at blive udskiftet. I den situation foregår processen ofte ved, at aktionæernes manglende tillid til ledelsen medfører faldende aktiekurser, når aktionæerne søger at sælge deres aktieposter. I takt med en faldende kurs/indre værdi bliver selskabet efterhånden interessant for en fjendtlig overtagelse, der kan afsløre de "skjulte" værdier i selskabet¹.

Traditionelt har markedet for virksomhedskontrol ikke været anvendt i så høj grad i Danmark som i de angelsaksiske lande, hvor fjendtlige overtagelser har været almindelige. Den seneste udvikling har vist, at metoden er ved at vinde mere indpas i Danmark.

Frem for at disciplinere ledelsen ved overvågning og kontrol kan ejerne i stedet vælge at forsøge at give ledelsen en *rigtig incitamentsstruktur*. En metode til at skabe samvariation mellem ledelsens og ejernes

¹ For litteratur, som afprøver teorien om overtagelser, se Jensen (1986, 1988) og Morck, Shleifer & Vishny (1989).

interesse er implementering af præstationsafhængige lønformer. Flere instrumenter kan anvendes, men der skelnes ofte mellem tre forskellige metoder. *Overskudsdeling*, hvor ledelsen opnår en bestemt andel af virksomhedens overskud. *Bonus*, der gives for at opnå et ofte individuelt fastsat resultat. Og endelig *aktiebaseret aflønning*, der kan være enten aktieoptioner, medarbejderaktier, warrants eller konvertible obligationer. Specielt i USA har den aktiebaserede aflønning været anvendt, men andre metoder – herunder opnåelse af bonus ved udbetaling af dividende – er også benyttet^{1,2}. De nævnte metoder har hver deres fordele og ulemper. Generelt er det afgørende, at der sker en balancering af hensynet til motivering af ledelsen og den risiko ledelsen påføres ved de forskellige præstationsafhængige lønformer³.

Interesse for corporate governance i erhvervslivet

De teoretiske betragtninger har givet anledning til stor opmærksomhed i erhvervslivet. Med god grund kan man sige, da en skærpet interesse og derfor større bevidsthed om anvendelsen af kapital og ejerstruktur muliggør en mere efficient udnyttelse af virksomhedens ressourcer. Ved ændringer og tilpasninger må man imidlertid være påpasselig med ikke at anvende de teoretiske argumenter for slavisk.

Shareholder value-filosofien kan ses som den praktiske side af corporate governance, jf. boks 2. Flere har påpeget, at et for ensidigt fokus på shareholder value ikke vil tjene aktionærerne på længere sigt. Således vil en ensopret jagt på kortsigtede aktionærværdier ikke kunne anbefales. Der må til stadighed tages hensyn til de øvrige interessenter, herunder kunder, medarbejdere, miljø mv. Shareholder value skal derfor ses i et både større og længere perspektiv som en proces, der har til hensigt at skabe bevidsthed om en organisations opbygning – positive såvel som negative elementer.

Samtidig anvises ikke én selskabsform eller ejerstruktur frem for en anden. Det handler i stedet om "best practice" inden for flere områder. I hvert enkelt tilfælde må man vurdere fordele og ulemper, så der opnås en balance mellem instrumenterne.

EJERSKAB I FINANSIELLE INSTITUTTER

Ejerskabsforhold i den finansielle sektor er reguleret via den finansielle lovgivning. Typisk er aktieselskabet den mest anvendte selskabsform,

¹ Flere analyser har vurderet sammenhængen mellem ledelsesmedejerskab og virksomhedens indtjening. Samlet set synes analyserne at kunne bekræfte, at koblingen skaber større incitament. Se fx Hall (1998) og Jensen & Murphy (1990).

² White (1996) viser, at aflønning til ledelsen, hvor bonus opnås ved udbetaling af dividende, giver positive effekter.

³ Milgrom & Roberts (1993).

Effekten af litteraturen om corporate governance er i stort omfang ved at blive synlig på aktiemarkederne, hvor anvendelse af shareholder value-strategier er blevet udbredt. Fokusering på shareholder value bør indebære, at et selskab styres efter entydige værdimaksimeringsprincipper. Følgende forhold anses generelt at have betydning for, at dette kan opnås¹:

Koncernstruktur

Koncernen skal være opbygget, så der sker en synliggørelse af værdierne i selskabet. Dette er specielt et problem for virksomhedskonglomerater, der ikke koncentrerer sig om få kerneområder. Ofte handles konglomerater til en relativt lav aktiekurs, når man sammenligner med selskaber, der separat opererer inden for tilsvarende områder. For at få afsløret alle værdier kan det være nødvendigt med en opdeling af selskabet i separate enheder.

Kapitalstrukturen

Et selskabs kapitalstruktur bør tage hensyn dels til den finansielle soliditet, dels til fordele ved gældsfinansiering, herunder corporate governance-aspekter og skatteforhold. For hvert selskab vil der eksistere en optimal kapitalstruktur, som findes ved et trade-off mellem de forskellige hensyn. Da præmisserne for beslutningen ændres over tid, må der løbende ske en tilpasning af strukturen.

Investeringspolitikken

Investering i såvel nye som eksisterende forretningsområder må ske under hensyn til de afledte aktionærafkast. Enhver investering skal derfor vurderes i forhold til de faktiske kapitalomkostninger, hvorfor investeringspolitikken må ses i sammenhæng med kapitalstrukturen. Permanent overskydende likviditet skal udloddes til aktionærer.

Informationsstrategien

Kommunikation til interessenterne indgår som et centralt element, idet der i videst muligt omfang skal ske en orientering om selskabets forretningsmæssige risici, konkurrencesituationen og udviklingsmuligheder. Det giver dels ejerne mulighed for at vurdere, om de opstillede mål er hensigtsmæssige i relation til egen præference, dels virker de som kontrolmulighed ved en vurdering af, om selskabet lever op til målene.

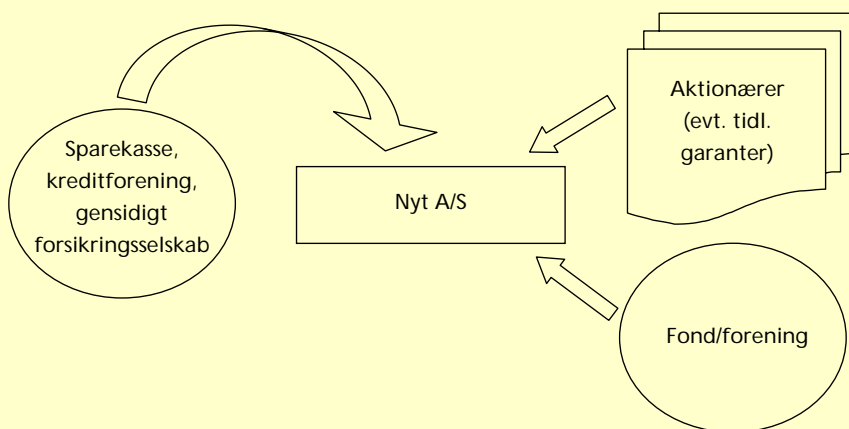
Præstationsafhængig lønpolitik

Lønpolitikken skal involvere bonusordninger til ledelsen for at opnå opstillede mål.

¹ KPMG (1998).

men der eksisterer også andre selskabstyper, der ikke er aktionærbaserede. En stor del af de nuværende aktieselskaber er opstået ved omdannelse af tidligere foreningsbaserede institutter til aktieselskaber efter lovfastsatte omdannelsesregler, jf. boks 3.

Ejerstrukturen i store dele af den finansielle sektor modvirker således ofte, i lighed med andre danske erhvervssektorer, aktivt ejerpres. Venligtsindede investorer og stemmeretsbegrænsninger er således udbredte



Modellen viser med visse sektorforskelle den typiske metode, som er anvendt i forbindelse med omdannelse af de oprindelige sparekasser, gensidige forsikringsselskaber og kreditforeninger til aktieselskaber¹. Det oprindelige selskab stiftede eller købte et A/S med henblik på at drive pengeinstitut-, forsikrings- eller realkreditinstitutvirksomhed. Herefter overtog det oprindelige selskab det nye A/S samtidig med, at den erhvervsdrivende fond eller forening modtog aktier svarende til værdien af den ophævede virksomheds reserver. (I sparekasserne blev de tidligere garantindsbud ofte ombyttet til aktier.)

Såfremt der i forbindelse med omdannelsen skete en forhøjelse af kapitalen, kunne nye aktionærer få del i ejerskabet. Ved omdannelsen af sparekasserne var der ikke noget krav om, at fonden skulle være majoritetsaktionær i det nye A/S, hvorimod fonden/foreningen bag et realkreditinstitut skulle have stemmemajoriteten i det nye A/S². For at bevare aktionærdemokratiet i sparekasserne blev i stedet indført lovpligtige stemmeretsbegrænsninger, således at de oprindelige ejere var sikret en vis indflydelse³. Ved omdannelsen af gensidige forsikringsselskaber blev alle kunderne aktionærer via den bagvedliggende forening.

¹ Se i øvrigt Finansministeriet 1999.

² Regeringen har fremlagt forslag til ændring af Realkreditloven, der giver mulighed for at opheve stemmeretsbegrænsningerne.

³ De lovpligtige stemmeretsbegrænsninger i Bank og Sparekasseloven blev ophævet i 1998.

i den finansielle sektor¹. En analyse af sektoren i relation til aktivt ejerpres vil primært omfatte ejerstrukturen inden for de enkelte delområder for finansiell virksomhed – forsikring, pengeinstitut- og realkreditvirksomhed. Der fokuseres på de tre områder af historiske og lovgivnings-

¹ I År 2000-udvalget er der foretaget en analyse af ejerformens betydning for rentabiliteten. Resultaterne viser, at der ikke kan påvises, at nogen typer ejerskab indebærer større rentabilitet end andre. Analysen er dog, som det understreges, behæftet med en række forbehold, jf. Økonomiministeriet (1999).

mæssige grunde, selv om den seneste tendens til dannelse af finansielle konglomerater egentlig kunne berettige en koncernbetragtning.

Realkredit

Hovedparten af de danske realkreditinstitutter er aktieselskaber¹. De nyere institutter er stiftet som rene aktieselskaber, mens de oprindelige institutter har en ejerkonstruktion, hvor en stor del af ejerkredsen består af en forening/fond, som har majoriteten.

Traditionelt har den danske realkreditsektor bestået af en række selvstændige kreditforeninger, hvor medlemmerne var foreningens låntagere og långivere². Målsætningen for foreningerne var at varetage de til enhver tid siddende medlemmers interesser. Den væsentligste del af foreningernes formue var delt ud på medlemmerne gennem seriereservefonde. Da der samtidig var tale om solidarisk hæftelse, havde hvert medlem en naturlig interesse i foreningens aktiviteter.

I forbindelse med strukturtilpasningen i starten af 1970'erne, hvor en række af kreditforeningerne fusionerede, vedtog medlemmerne at afskaffe systemet med udbetaling af midlerne fra seriereservefondene ved udløb. Det ændrede princip medførte, at der i stedet blev oprettet generelle reservefonde, som var ejet i fællesskab af medlemmerne.

I 1989 blev realkreditloven ændret, hvilket gav mulighed for, at de eksisterende kreditforeninger kunne omdannes til aktieselskaber, uanset om de var organiseret som fond eller forening. I forbindelse med ændringen blev i loven indsat en særregel om stemmeretsbegrænsning, som sikrer fonden/foreningen indflydelse i realkreditaktieselskabet (§ 70, stk. 2)³. Baggrunden for indførelsen var et ønske om at bevare foreningsdemokratiet og samtidig sikre, at der ikke skete en ukontrolleret udbetaling af de opsparede midler. I den forbindelse kan nævnes, at der i realkreditloven samtidig blev indsat en regel om, at i tilfælde af opløsning af en forening, som ejer et realkreditaktieselskab, kan egenkapitalen ikke udloddes til medlemmerne (§ 76, stk. a).

Konsekvenserne af omdannelsen har været, at ejerne, dvs. medlemmerne, har fået mindsket incitamentet til at øve indflydelse på ledelsen. Når medlemmerne ikke kan opnå et økonomisk afkast må deres interesse i at kontrollere ledelsen blive mindre, hvorfor den interne kontrol er sat ud af kraft. Formelt set er der tale om låntagerstyrede aktieselskaber, men ingen enkelt låntager eller låntagergruppe har tilstrækkelige indflydelsesmuligheder til at kunne udøve kontrolfunktionen effektivt.

¹ Der eksisterer kun to realkreditinstitutter, som ikke er omdannet til aktieselskaber.

² Historisk har der været både låntager- og kreditordominerede institutter, ligesom nogle fra starten havde begge grupper repræsenteret, således som hovedreglen er i dag, jf. Møller & Nielsen (1997b).

³ I 1996 strammede Finanstilsynet valgreglerne. Ændringen indebærer, at låntagerrepræsentanterne ikke kan nedstemmes af de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Dermed er låntagerne sikret en bestemmende indflydelse.

I flere af de finansielle institutter kontrollerer ledelsen en ikke uvæsentlig del af aktiekapitalen. Årsagen er, at adskillige "ejerløse pengekasser"¹ indgår i en række finansielle institutters ejerkræds.

Kimen til eksistensen af de "ejerløse pengetanke" blev lagt i forbindelse med omdannelsen af sparekasser, realkreditinstitutter og gensidige forsikringselskaber til aktieselskaber. Dermed fik man indkapslet kapital i form af de eksisterende reserver. I takt med løbende overskud er der efterhånden blevet akkumuleret adskillige reserver i de finansielle institutter.

De egentlige ejere af de opsparede reserver er de oprindelige medlemmer, som gennem en forening eller en fond indirekte ejer betydelige aktieposter i selskaberne. Imidlertid er kapitalen "ejerløs", fordi ejerne – medlemmerne – ikke kan hæve pengene. De er kapslet ind bag vedtægter og love, som gør det umuligt at få midlerne udbetalt. I stedet indgår kapitalen som en del af grundlaget for de finansielle institutters løbende drift.

Konsekvensen er, at der i adskillige institutter indgår en enkelt ejer (forening/fond), som besidder en relativ stor ejerpost, men uden at de egentlige ejere har noget incitament til at påvirke ledelsen. I praksis vil kapitalen derfor være styret af ledelsen.

¹ Terminologien er hentet fra Møller & Nielsen (1997b).

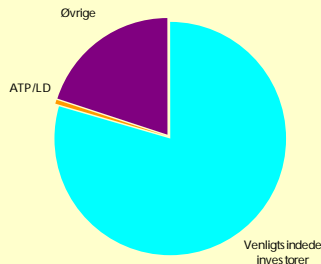
Det betyder, at aktivt ejerpres på ledelsen fra ejerkrædsen må anses for beskedent.

Det grundlæggende problem er, at man har valgt at holde ved foreningstanken. Medlemmerne er indirekte gjort til aktionærer via en fælles aktiepost. Hvert enkelt medlem har ikke en motivation til at være aktiv, idet der ikke er hensigtsmæssig sammenhæng mellem kontrolretigheder og retten til afkastet. Dermed bliver der tale om en venligtsindet investor, hvor retten til at disponere over kapitalen i et stort omfang er overladt til ledelsen. Det traditionelle billede af en bestyrelse, der primært handler på vegne af ejernes økonomiske interesser og korrigerer ledelsens eventuelle forfejlede strategier, er derfor ikke gældende, jf. boks 4.

Samtidig med, at den interne kontrol fungerer svagt, medfører lovgivningen i form af realkreditlovens § 70, at den eksterne kontrol er sat ud af kraft. Den oprindelige forening skal have en bestemmende indflydelse, og dermed vil en overtagelse ikke være mulig. Dermed kommer § 70 i realkreditloven reelt set til at virke som et forsvarsværn, der sætter markedet for virksomhedskontrol ud af kraft. Samtidig hæmmer reglen strukturelle tilpasninger, da den oprindelige forening skal eje mindst 50 pct. af stemmerne ved en eventuel fusion. I den forbindelse virker det derfor hensigtsmæssigt, at regeringen foreslår en lempelse af § 70, således som et udvalg under Økonomiministeriet, det såkaldte År 2000-udvalg, har anbefalet.

Ejerstrukturen i den danske realkreditsektor er præget af tidligere foreninger og fonde, som besidder den væsentligste del af egenkapitalen. Mere end trefjerdedele af egenkapitalen i de største realkreditinstitutter er således ejet af investorer baseret på et ikke-kommercielt medlemsdemokrati. Dermed er langt den største del af den investerede kapital i sektoren ikke baseret på afkastkrav, men kan alene henføres til historiske årsager. På den baggrund må muligheden for et aktivt ejerpres i realkreditsektoren anses for at være begrænset.

EJERFORDELING I REALKREDITSEKTOREN, ULTIMO 1998



Kilde: Egne beregninger for de 6 største institutter baseret på baggrund af regnskaber, vedtægter m.m.

Anm.: Ejerfordeling for venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som minimumsværdien, når der kun er offentliggjort lovpligtig information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. Øvrige udgør den resterende del af ejerkredsen. For institutter, der indgår i en finansiel koncern, er ejerfordelingen identiske med ejerstrukturen for koncernen. 1998-tal er korrigeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Den manglende mulighed for kontrol giver ledelsen store frihedsgrader. For god ordens skyld skal dog nævnes, at begrænsninger vil medføre, at ledelsen af naturlige årsager vil have svært ved at efterleve kravet om værdimaksimering. Årsagen er realkreditlovens § 76, der begrænser muligheden for at udbetale en overkapitalisering til ejerne, sådan som det påpeges i de teoretiske anbefalingerne om maksimering af afkastet, jf. boks 2. I en situation, hvor der ikke er mulighed for at udlodde eventuel overskydende likviditet, tvinges ledelsen til med udgangspunkt i de givne investeringsprojekter at forrente egenkapitalen bedst muligt. Imidlertid vil der være tale om en "second best" optimering, hvor ledelsen gør det bedst mulige under de givne begrænsninger.

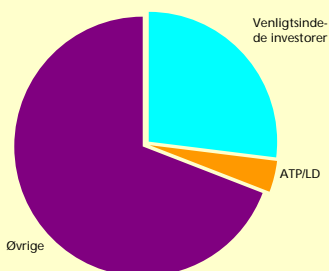
Pengeinstitutterne

Den største del af danske pengeinstitutter er aktieselskaber. Der eksisterer dog stadigvæk traditionelle sparekasser med et egentligt indskyderdemokrati samt en række andelskasser, der er opbygget som traditionelle andelselskaber.

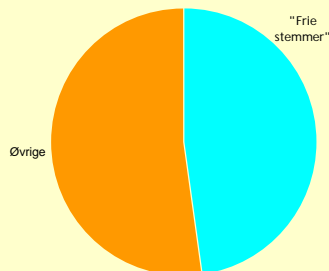
Danske pengeinstitutter er karakteriseret ved en række ejerforhold, ejer- og stemmeretsbegrænsninger, som medfører, at muligheden for et aktivt ejerpres hæmmes. Ser man således i første omgang på ejerstrukturen, fremgår det, at venligtsindede investorer udgør en markant del af egenkredsen i danske pengeinstitutter. Mere end en fjerdedel af egenkapitalen kommer fra investorer, hvor der ikke er et egentlig ejerpres for et højere afkast.

Samtidig er danske pengeinstitutter i høj grad påvirket af ejer- og stemmeretsbegrænsninger, som medfører, at institutterne er beskyttet mod fjendtlig overtagelse. En opgørelse på baggrund af de største institutters vedtægter viser, at kun omkring halvdelen af stemmerne i gennemsnit er "frie stemmer". Hermed menes stemmer, der ikke er underlagt ejer- eller stemmeretsbegrænsninger. Sagt med andre ord kan direkte opkøb af aktier i gennemsnit i danske pengeinstitutter maksimalt give mindre end 50 pct. af stemmerne til en ejer. Yderligere ejerskab hjælper ikke, da ejer- og stemmeretsbegrænsninger forhindrer en højere stemmeandel. De resterende stemmer – øvrige – er spredt på den tilbageværende ejerkreds. Beregninger viser, at ser man bort fra de to største institutter, er de "frie stemmer" reduceret til mindre end 20 pct.

EJERFORDELING, ULTIMO 1998



EJER- OG STEMMERETSBEGRÆNSNINGER



Kilde: Egne beregninger for de 20 største danske banker og sparekasser baseret på regnskab, vedtægter, m.m.

Anm.: Ejerfordeling opdelt på venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som minimumsværdien, når der kun er offentliggjort information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. Øvrige er opgjort som den resterende del. Da nogle institutter indgår i en finansiel koncern er ejerfordelingen for disse institutter identisk med koncernens ejerstruktur. 1998-tal er korrigeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Ejer- og stemmeretsbegrænsninger er opgjort på baggrund af gældende vedtægter. For hvert institut er omfanget af ejer- og stemmeretsbegrænsninger undersøgt og på den baggrund er bestemt, hvor mange stemmer en ejer maksimalt kan afgive ved en generalforsamling – "frie stemmer". Den resterende andel, der betegnes øvrige, er fordelt på den øvrige ejerkreds.

Ejerstrukturen viser, at der også i pengeinstitutterne er adskillige venligtsindede investorer i ejerkredsen. En væsentlig del heraf stammer fra sparekassernes omdannelse til aktieselskaber. Dermed blev medlemmerne af sparekassen gjort til aktionærer gennem den oprindelige forening. Resultatet er i dag, at der er skabt en investor med en betydelig ejerpost uden aktiv indflydelse på ledelsen. Den "ejerløse kapital" bliver i stedet

til en venligtsindet investor, hvorved ledelsen i praksis har kontrol over en ikke uvæsentlig del af selskabets kapital.

Endvidere har en række institutter stemmeretsbegrænsninger, der mindsker ejernes indflydelse og modsat øger ledelsens. I 90 pct. af de børsnoterede danske banker er der således indført stemmeretsbegrænsninger¹. En del af begrænsningerne kan henføres til en periode i 1980'erne, hvor pengeinstitutterne ændrede vedtægter netop som et værn mod fjendtlige overtagelsesforsøg. Samtidig blev der i forbindelse med omdannelse af sparekasserne til aktieselskabet indsat lovmæssige stemmeretsbegrænsninger for aktionærene. Reglerne blev indsat i bank- og sparekasseloven i 1988. Baggrunden var, at man fra lovgivers side ønskede, at det garant- og indskyderdemokrati, der var gældende i sparekasserne, skulle fortsætte som et aktionærdemokrati i sparekasseaktieselskabet. I forbindelse med en lovændring i 1998 blev begrænsningen ophævet.

Der har i modsætning til andre former for erhvervsvirksomhed været forbud mod at anvende flere aktieklasser i pengeinstitutterne. Men danske pengeinstitutter har, som antydnet, udnyttet muligheden for at opstille andre forsvarsværn i form af ejer- og stemmeretsbegrænsninger. Herved vil den interne kontrol mindskes, da større aktionærers indflydelse er reduceret, men ikke mindst den eksterne kontrol i form af muligheden for fjendtlig overtagelse er vanskeliggjort. På den baggrund må det vurderes, at muligheden for at udøve ejerpres på ledelsen i danske pengeinstitutter er hæmmet. De seneste tendenser kan dog indikere, at sektoren i et vist omfang er under forandring, da flere institutter har vist interesse for at løsne op for nogle af begrænsningerne.

Forsikring

I forsikringsbranchen gør mange af de tidligere omtalte problemer med ejerstrukturen sig ligeledes gældende. Traditionelt var hovedparten af danske forsikringselskaber gensidige selskaber, hvor de enkelte forsikringskunder udgjorde ejerkredsen.

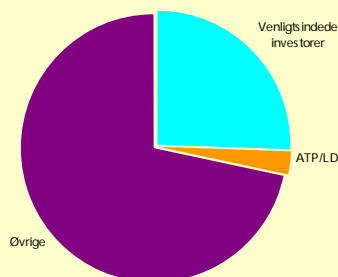
Ved omdannelsen af de gensidige forsikringselskaber til aktieselskaber blev i stort omfang anvendt samme modeltype som i forbindelse med omdannelsen af sparekasserne. Alle forsikringskunderne blev således gjort til aktionærer i det nystiftede aktieselskab, men det skete via et medlemskab af den bagvedliggende forening. Dermed lider forsikringselskaberne ofte af de samme mangler som i de øvrige finansielle sektorer set i relation til muligheden for at udøve et aktivt ejerpres².

¹ Weincke & Hassel (1999).

² I et enkelte tilfælde er et forsikringselskab omdannet efter en model, hvor kunderne enkeltvis får ejerskab af selskabet.

Ejerstrukturen i forsikringsbranchen er i lighed med de øvrige finansielle sektorer præget af en række venligtsindede investorer. Omkring en fjerdedel af ejerkredsen udgøres af kapital, hvor ejerne er tidligere medlemmer af nu omdannede finansielle virksomheder. Dermed har ledelsen i forsikringsverdenen indirekte kontrol med en relativ stor del af selskabernes kapital, da ejerpresset fra de venligtsindede investorer må anses for at være begrænset.

EJERFORDELING, ULTIMO 1998



Kilde: Egne beregninger for de 6 største selskaber baseret på regnskaber, vedtægter m.m.

Anm.: Ejerfordeling for venligtsindede investorer og ATP/LD er enten opgjort på baggrund af offentliggjorte tal for ejerfordelingen eller beregnet som en minimumsværdien, når der kun er offentliggjort lovpligtig information om, hvilke investorer der ejer mere end 5 pct. af aktiekapitalen. Øvrige udgør den resterende ejerkreds. For selskaber, der indgår i finansielle koncerner, er ejerkredsen identiske med de tilsvarende for koncernen. 1998-tal er korrigeret for fusionen mellem Unidanmark og Tryg-Baltica.

Hver kunde mangler således et incitament til at presse på for større profit, da der for den enkelte ikke er nogen økonomisk gevinst forbundet med dette pres.

BETYDNING FOR FINANSIEL STABILITET

Debatten om manglende ejerpres i erhvervslivet har også påvirket den finansielle sektor. Der er kommet mere interesse om virksomhedernes indtjening, hvilket generelt har skærpet fokus på øget effektivisering af driften, så ejernes indskudte midler giver et tilstrækkeligt afkast. Profitabiliteten er samtidig afgørende for, om institutterne på sigt kan bidrage til den finansielle stabilitet.

Imidlertid kan et for ensidigt fokus på afkast være problematisk for finansielle institutter¹. Basalt set kan et højere afkast opnås via højere priser på de finansielle produkter, reducerede omkostninger eller øget risiko. I den nuværende situation, hvor konkurrencen på markedet er voksende, og rentemarginalen er under pres, er højere priser ikke muli-

¹ Se i øvrigt Sveriges Riksbank (1999).

ge at opretholde på sigt. En reduktion af omkostningerne vil kun være mulig, såfremt det langsigtede indtjeningspotentiale bevares intakt. Derfor kan et for ensidigt fokus på afkastkrav lede til en øget risiko, hvilket giver anledning til at pointere de mulige konsekvenser, det kan give for den fremtidige finansielle stabilitet.

Konsekvenser af lavere soliditet

Som et væsentligt element i corporate governance indgår den disciplinerende effekt, som gældsforpligtelser har på ledelsen. Tankerne har vundet et vist indpas i dansk erhvervsliv, hvor flere selskaber har opkøbt egne aktier bl.a. med henblik på at nedskrive egenkapitalen. Dermed reduceres soliditeten og omvendt øges andelen af fremmedkapital.

I den finansielle sektor er tilsvarende tendenser set i løbet af de seneste år. Som nævnt kan der generelt være gode argumenter bag strategien. I en situation, hvor institutterne vurderer, at de ikke kan forrente opsparede reserver bedre end ejerne, kan en mulighed være at opkøbe egne aktier. En reduktion af kapitalgrundlaget i den finansielle sektor er imidlertid ikke uden problemer.

Det er således vigtigt at holde sig for øje, at finansielle virksomheders balance er speciel set i relation til den øvrige erhvervssektor. Da balancen indeholder et mismatch mellem illikvide aktiver og likvide passiver, har man for at sikre tilliden til det finansielle system bl.a. underlagt finansielle virksomheder kapitalkrav. Institutternes kapitalgrundlag skal i henhold til EUs kapitaldækningsregler udgøre mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Kapitalkravene bygger på anbefalinger fra Baselkomiteen og har været medvirkende til at styrke det finansielle systems stabilitet.

Erfaringer viser endvidere, at finansielle virksomheder med en tilpas margin til lovfastsatte kapitalkrav er i stand til at håndtere udsving i de økonomiske konjunkturer. Det skyldes primært, at institutter med en stødpude kan modstå tab på udlånene uden at komme i krise. De samfundsmæssige hensyn, herunder behovet for finansiell stabilitet, understreger derfor vigtigheden af en tilstrækkelig kapitaldækning i de finansielle virksomheder. Det er derfor afgørende, at der i den finansielle sektor ikke i for høj grad fokuseres på en reduktion af egenkapitalen.

I den forbindelse er det værd at bemærke, at med øget vægt på en optimal kapitalstruktur påvirkes stabiliteten i finansielle institutter ikke blot direkte ved de finansielle virksomheders egne tilbagekøb af aktier. Der kan samtidig opstå en indirekte effekt, da risikopræmien på de finansielle institutters udlån alt andet lige må være påvirket af højere relative gældsandele i erhvervslivet.

Det er i praksis svært at vurdere, i hvilket omfang udlånenes bonitet påvirkes af øget brug af fremmedkapital i erhvervslivet. Vurderet på de

enkelte engagementer er der sandsynligvis kun tale om marginale stigninger i kreditrisici, men der kan meget vel være tale om en mere markant påvirkning, når man ser på den samlede effekt. Ikke mindst fordi udviklingen i erhvervslivet generelt har været rettet mod en optimal kapitalstruktur¹.

Brug af resultataflønning

I Danmark er præstationsafhængige lønformer ved at vinde indpas. Omkring en tredjedel af danske direktører har bonus som en formel del af deres lønftale². Sammenlignet med USA er der dog tale om et relativt lavt niveau, idet knap 90 pct. af de administrerende direktører for de største virksomheder havde aktieoptioner i 1994, jf. Hall & Liebman (1998).

Udover de teoretiske begrundelser har flere empiriske analyser vist en positiv sammenhæng mellem resultatløn og effektivitet. Ledelsesmedejerskab og præstationsafhængig aflønning kan således bidrage til at motivere ledelsen til at tilstræbe høj indtjening og en nyttig anvendelse af virksomhedens kapital. Imidlertid kan en for stor vægt på aktieoptioner give anledning til uhensigtsmæssige incitamenter. Problemet ved aktieoptioner er, at målet fastsættes ved indgåelse af kontrakten. En efterfølgende ændring i den underliggende akties kursudvikling kan imidlertid ændre markant på ledelsens incitament eller risikotagning. De seneste års gode konjunkturer har ikke givet anledning til bekymring om det aspekt, men det er bestemt ikke uvæsentligt i en situation med mere afdæmpede økonomiske konjunkturer med afsmittende negativ effekt af aktiekurserne.

I den danske finansielle sektor er brugen af aktieoptioner kun anvendt i begrænset omfang³. Set i det perspektiv, at risiko kan opbygges relativt hurtigt i den finansielle sektor sammenlignet med traditionelle erhvervssektorer, kan en økonomisk kobling mellem finansielle institutters kursudvikling og direktionens aflønning have relativ stor betydning for den finansielle stabilitet. På den baggrund kan der være gode argumenter for i et vist omfang at begrænse mulighederne for aktieoptioner i den finansielle sektor.

Større informationskrav

Et væsentligt element ved corporate governance er, at der lægges vægt på gennemsigtighed. OECDs rapport om emnet konkluderer således, at

¹ På de internationale kapitalmarkeder er der set en tendens til, at erhvervsvirksomheder, der øger andelen af fremmedkapital, tillægges en større risikopræmie ikke mindst på kort sigt.

² Eriksson & Lausten (1997). En anden analyse viser, at ca. halvdelen af de administrerende direktører har bonus som en del af deres løn, jf. Ledernes Hovedorganisation (1997).

³ Børsen den 26. april 1999.

investorerne skal have bedre informationer om virksomhedernes finansielle situation, forretningsmæssige risici, ejerskabet og interne ledelsesprocedurer¹. Dette giver for det første investorerne mulighed for at vurdere, om de opstillede mål er i overensstemmelse med investorernes præferencer. Dernæst giver de opstillede mål mulighed for at vurdere, om instituttet lever op til målsætningen.

I den forbindelse kan bemærkes, som det også er påpeget i den seneste vismandsrapport fra Det Økonomiske Råd (1999), at de danske oplysningsforpligtelser ikke er så omfattende som i fx Sverige, Norge, England og USA². Der er således ikke krav om kvartalsvise regnskaber, selv om flere institutter allerede har eller planlægger offentliggørelse af kvartalsregnskaber.

Endvidere kunne informationsværdien af regnskaberne øges. I takt med, at de finansielle institutter driver virksomhed på flere delmarkeder (bankvirksomhed, forsikring, realkredit, osv.) bliver det samtidig vanskeligere for analytikere og investorer at læse et regnskab. I den forbindelse har der fra flere sider været udtrykt ønsker om at få mere viden om resultatudvikling på de enkelte delområder.

Mere information til ejerne vil sikre en bedre mulighed for kontrol med ledelserne. I den finansielle sektor indebærer det en bedre mulighed for at bruge markedets kontrol som en supplerende kontrolmekanisme ud over det offentlige tilsyn. Hvad angår stabiliteten i den finansielle sektor må det derfor anses for positivt, at der lægges øget vægt på information til ejerne.

AFRUNDING

Opmærksomheden har fra flere sider været rettet mod corporate governance. Der kan gives flere årsager, men de amerikanske erfaringer på området, kombineret med det faktum, at USA på ottende år har høj vækst, har naturligvis givet anledning til inspiration. Imidlertid er der ikke tale om nogen ny teori. Problemstillingerne er velkendte, og de teoretiske argumenter er ofte anvendt i forskellige sammenhænge. Der angives ingen entydige anbefalinger. I stedet opstilles inden for flere områder en "best practice". Processen bliver derfor målet, idet en skærpet interesse og større bevidsthed om anvendelsen af kapital og betydningen af ejerstrukturer i virksomhederne muliggør udvikling af et mere dynamisk erhvervsliv.

I mange danske finansielle institutter ser man som i den øvrige erhvervssektor en række ejerstrukturer som venligtsindede investorer og

¹ OECD (1999).

² For en gennemgang af aktionærrettigheder og informationskrav, se La Porta et al. (1998).

ejer- eller stemmeretsbegrænsninger, der hæmmer muligheden for aktivt ejerpres. Samtidig virker begrænsningerne alt andet lige som en barriere mod fremtidige strukturelle tilpasninger. På den baggrund må det tilstræbes, at man inden for den finansielle lovgivning er tilstrækkelig fleksibel, og dermed sikrer de finansielle institutter gode rammer i den fremtidige konkurrence.

Selv om den finansielle sektor er et erhverv som alle andre, er der særlige forhold. Det gælder især, at for høje afkastkrav i den finansielle sektor kan føre til øget risikoeksponering. Det giver grund til at påpege de afledte konsekvenser, det kan få for den finansielle stabilitet. I den forbindelse er det vigtigt, at sektoren fortsat bevarer en tilstrækkelig kapitaldækning.

REFERENCER

Alchian, Armen (1950), Uncertainty, evolution and economic theory, *Journal of Political Economy*, Vol. 58, 211-221.

Berle, Adolf & Gardiner Means (1932), *The Modern Cooperation and Private Property* (Macmillian, New York).

Det Økonomiske Råd (1999), *Dansk Økonomi, maj 1999* (København).

Eriksson, Tor & Mette Lausten (1997), Managerial Pay and Firm Performance – Danish Evidence, Discussion Paper No. 11, Department of Economics, Aarhus School of Business.

Fama, Eugene & Michael Jensen (1983), Agency problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-49.

Finansministeriet (1999), *Debatoplæg om Aktivt Ejerskab* (København).

Grossman, Sanford & Oliver Hart (1982), Corporate financial structure and managerial incentives, in J.J. McCall (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty* (University of Chicago Press, Chicago), 123-155.

Hall, B.J. (1998), The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options, *NBER Working Paper* 6674.

Hall, B.J. & J.B. Liebman (1998), Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?, *The Quarterly Journal of Economics*, no. 113 (3), 653-91.

Jensen, Michael (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

Jensen, Michael (1988), Takeovers: Their Causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48.

Jensen, Michael & Kevin Murphy (1990), Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-263.

KPMG (1998), Shareholder Value, *Corporate Finance* nr. 20.

Ledernes Hovedorganisation (1997), *Lederløn 97*, København.

McConnell, John & Henri Servaes (1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.

Milgrom, Poul & John Roberts (1993), *Economics, organizations and management* (Prentice Hall, N.J.).

Morck, Randall, Andrei Shleifer & Robert Vishny (1989), Alternative Mechanisms of Corporate Control, *American Economic Review* 79, 842-852.

Møller, Michael & Niels Chr. Nielsen (1997a), *Finansielle markeder – incitamentsstrukturer og ressourceallokering*, Handelshøjskolens Forlag, (København).

Møller, Michael & Niels Chr. Nielsen (1997b), *Dansk realkredit gennem 200 år* (BRF Kredit).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy* Vol. 106, 1113-1155.

OECD (1999), OECD Report on Corporate Governance, *Financial Market Trends*, no. 73, 129-154.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy* 94, 461-488.

Shleifer, Andrei og Robert Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783.

Smith, Michael P. (1996), Shareholder Activism by institutional Investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*, Vol. 51, 227-252.

Sveriges Riksbank (1999), *Financial Stability Report 1/1999*, Stockholm.

Weincke, Thomas & Christian Hassel (1999), Lettere adgang til virksomhedsovertagelser, *Revison og Regnskabsvæsen*, nr. 2, 33-37.

White, L.F. (1996), Executive compensation and dividend policy, *Journal of Corporate Finance* 2, 335-358.

Økonomiministeriet (1999), *Den finansielle sektor efter år 2000*, København.