

**Nogle centrale bidrag til den akademiske litteratur om bestyrelser i nye og mindre
vækstvirksomheder**

Thomas Poulsen¹, Steen Thomsen og Morten Bennedsen

Indhold

1. Indledning	2
1.1 Opgave og metode	2
1.2 Bestyrelser og deres nødvendighed	4
2. Størrelse	12
3. Sammensætning	17
4. Resultater fra den øvrige litteratur	24
4.1 Familievirksomheder	24
4.2 Medarbejderrepræsentation	25
4.3 Venturekapital	26
5. Sammenfatning og oversigtstabeller	28
5.1 anbefalinger og hovedpunkter	30
Litteratur.....	42

¹ Kontaktperson. E-mail: tpo.int@cbs.dk; Telefon: +45 3518 2372.

1. INDLEDNING

1.1 Opgave og metode

Udgangspunktet for dette dokument er ønsket om at indsamle relevant dansk og international videnskabelig litteratur til en fremstilling, der sætter særligt fokus på betydningen af bestyrelser i nye og mindre vækstvirksomheder.² Litteraturen er udvalgt med særligt fokus på danske resultater suppleret med en gennemgang af de vigtigste internationale resultater. På grund af ønsket om særligt fokus på betydningen af bestyrelser er litteraturen endvidere udvalgt med særligt fokus på empiriske resultater.

Litteraturen er fundet gennem søgninger i danske og udenlandske databaser på biblioteket på Copenhagen Business School ud fra termer relateret til de specifikke problemstillinger, der udfoldes i afsnit 2-4. Ved gennemsyn af mere end 200 titler og deres indbyrdes referencer indenfor fagområderne økonomi, finansiell økonomi og virksomhedsledelse er danske og de vigtigste internationale undersøgelser identificeret og fremskaffet. Der findes en forholdsvis omfattende litteratur indenfor fagområdet virksomhedsledelse, som vi dog for en stor del har valgt at se bort fra.

Sammenlignet med økonomi og finansiell økonomi beskæftiger virksomhedsledelse sig meget med, hvordan bestyrelser træffer beslutninger. Denne forskning trækker ofte på psykologisk eller sociologisk teori og kvalitativ (primært spørgeskema data) frem for kvantitativ empiri. Hvor

² Det er vigtigt at bemærke, at den videnskabelige litteratur ikke eksplicit beskæftiger sig med kategorien nye og mindre vækstvirksomheder. Der kan dog findes bidrag om bestyrelser i litteraturen om venturekapital, som med rette kan betragtes som en litteratur, der eksplicit beskæftiger sig med nye og mindre vækstvirksomheder (mere herom i afsnit 4.3).

spørgsmålet som i dette dokument vedrører årsagssammenhængen mellem bestyrelsesstruktur og virksomhedernes resultater er fagområdet virksomhedsledelse derfor mindre egnet.

Spørgeskema data er karakteriseret ved måle- og metodeproblemer, som indebærer, at de kan være upræcise; for eksempel er det ofte den administrerende direktør, som spørges om bestyrelsens arbejde og kvalitet. Det er problematisk al den stund, at bestyrelsen repræsenterer ejerne overfor denne direktør. Hertil kommer, at meget få undersøgelser indenfor virksomhedsledelse adresserer spørgsmålet om årsagssammenhæng. Det er velkendt, at strukturen tilpasses virksomhedernes omstændigheder – herunder performance, og årsagssammenhængen kan derfor udmærket gå fra performance til bestyrelsens struktur i stedet for den anden vej. Metoder, der tager højde for disse problemer, er derfor at foretrække, og det er baggrunden for, at vi prioriterer undersøgelser indenfor økonomi og finansiell økonomi.

Ikke desto mindre kan litteraturen indenfor virksomhedsledelse med dens særlige tilgang til emnet på mange måder bidrage til litteraturen om bestyrelser. Den rejser spørgsmål om vanskeligt kvantificerbare variable som magt, sociale relationer, psykologiske mekanismer og lignende. Hvor tabel 1 i sammenfatningen giver en oversigt over undersøgelser indenfor økonomi og finansiell økonomi, giver tabel 2 derfor en separat oversigt over nogle repræsentative undersøgelser inden for virksomhedsledelse.

I sammenfatningen af dette dokument inddrages til slut et sæt praktiske anbefalinger (FSR, 2004) om god selskabsledelse i mindre og mellemstore virksomheder, udgivet af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) i samarbejde med blandt andre Professor Steen Thomsen.

1.2 Bestyrelser og deres nødvendighed

Generelle tendenser

Det meste af de efterfølgende afsnit er organiseret omkring de to i litteraturen mest væsentlige karakteristika ved en bestyrelse: dens størrelse og dens sammensætning. Det er her, viden grundlaget er sikrest. Ved at undersøge nogle generelle tendenser i litteraturen og tiden vil vi i dette korte, opsummerende afsnit forsøge at brede undersøgelsen af betydningen af bestyrelser ud, så den også kommer til at inkludere nogle af de andre, men mindre validerede overvejelser, der er blevet gjort.

Gør en bestyrelse en forskel?

Vi starter med at stille et fundamentalt spørgsmål: Gør en bestyrelse en forskel? Det har vist sig vanskeligt at drage generelle konklusioner. Trods mange undersøgelser er der ingen entydige resultater (Thomsen, 2008a; Adams, Hermalin og Weisbach, 2010). En mulig forklaring er, at en bestyrelse ikke spiller nogen stor rolle for en virksomheds udvikling. Ofte mødes den kun fem til seks gange om året i et par timer og har derfor et begrænset kendskab til virksomheden. Ifølge nogle undersøgelser godkendes de fleste af direktionens forslag af bestyrelsen, som derfor kritiseres for at gummistemple (Thomsen, 2008a). En anden mulig forklaring er, at en bestyrelse først træder i karakter i en krise, og da kun få virksomheder normalt er i krise i et givet år, er det vanskeligt at se betydningen af bestyrelsen, hvis man betragter hele kohorten af virksomheder. En tredje mulig forklaring, der er relateret til den anden, er, at der er forskel på en bestyrelses arbejde i tider med medgang og i tider med modgang, og at det ikke er de samme medlemmer, der er behov for i de to

situationer. Bestyrelsen skal passe til virksomhedens behov, og de mange forskelle mellem virksomheder gør det vanskeligt at drage generelle konklusioner ("one size does not fit all"). Man skal altså ikke overdrive en bestyrelses betydning. Den er normalt kun en af mange faktorer, der bestemmer virksomhedernes succes.

Kompetencer

En af finanskrisens læresætninger er, at de mest uafhængige bankbestyrelser var mere – ikke mindre – tilbøjelige til at påtage sig for store risici (Thomsen et al., 2009; Adams, 2009). Den mest almindelige forklaring har været, at de manglede relevante kompetencer og derfor ikke kunne sige fra overfor ledelsen, når det var nødvendigt. Kompetencer har antageligt været vigtigere end uafhængighed. Eksterne medlemmer er vigtige, fordi de er kompetente, og fordi de er uafhængige. Det er kombinationen, der er betydningsfuld. Kompetente eksterne medlemmer kan supplere og komplementere bestyrelsens arbejde, og de kan se virksomheden udefra, da de ikke er bundet af historie eller personlige præferencer. De relevante kompetencer vil naturligvis afhænge af virksomhedens situation. Personlige egenskaber kan i øvrigt substituere professionelle færdigheder (Westphal og Stern. 2006).

Mangfoldighed

Et betydeligt tema i den nyere litteratur er mangfoldighed; eksempelvis køn, nationalitet, alder, uddannelse, erfaring (Randøy et al., 2009). Den danske debat kom af en konstatering af, at bestyrelsesmedlemmer i større, børsnoterede virksomheder er meget homogene: næsten alle er mænd, danske af nationalitet, uddannet jurister, økonomer eller ingeniører, samme aldersklasse

(55+) og med en baggrund som advokat eller virksomhedsleder. De viser sig også at være homogene på for eksempel bopælskommune. Myten om ”Tordenskjolds soldater” og ”old boys network” har altså bund i virkeligheden. En skæv kønsfordeling har været med til at igangsætte debatten om kønskvotering.

Det er et gennemgående synspunkt, at mangfoldige bestyrelser agerer mere uafhængigt og tilfører relevante kompetencer. Empirisk har det dog vist sig vanskeligt at drage generelle konklusioner om sammenhængen mellem mangfoldighed og performance. Nogle undersøgelser viser, at der er en negativ relation mellem andelen af kvinder i bestyrelsen og virksomhedens performance (Adams og Ferreira, 2009). Andre undersøgelser viser, at der også er en negativ relation mellem internationale medlemmer og performance (Masulis, Cong and Fei, 2010). Endelig viser endnu andre undersøgelser, at der er en positiv relation, og det store billede er, at der ikke er fundet en robust sammenhæng mellem mangfoldighed og performance.

Mangfoldighed er ikke i sig selv en kvalitet, men det er usandsynligt, at en homogen bestyrelse er udvalgt efter kvalifikationer.

Netværk

Til sidst vil vi kommentere på betydningen af de netværk, bestyrelsesmedlemmerne indgår i. Netværk opfattes ofte som gode og værdifulde, fordi de blandt andet bidrager til, at relevante informationer og kompetencer spredes hurtigere. I litteraturen om bestyrelser har netværk ikke sammen positive valør, blandt andet fordi nogle undersøgelser viser, at travle bestyrelsesmedlemmer med mange bestyrelsesposter er forbundet med dårlig performance (Fich

and Shivdasani 2006). Her er bekymringen, at netværk nemt bliver for tætte, og at bestyrelsen derfor mister sin evne til at agere uafhængigt – af hinanden, den herskende mening eller ledelsen.

Baggrund for dette dokument

Det meste af den akademiske litteratur indenfor økonomi og finansiell økonomi fokuserer på store, ofte børsnoterede virksomheder med spredt ejerskab, men selvom genstandsfeltet for den litteratur er et andet end nye og mindre vækstvirksomheder, tangerer de to hinanden. Casson (1996) argumenterer for eksempel, at *"the firm is essentially an institutionalised extension of the personality of the entrepreneur"* (ibid., s. 2). Den store virksomhed er altså præget af sin opvækst og sine tidlige erfaringer, hvilket bekræftes blandt andet i Baker og Gompers (2003), og derfor vil vi i dette dokument også trække på resultater for børsnoterede virksomheder.

Et centralt forbehold for denne sammenstilling og dens betydning for bestyrelsens rolle skal dog nævnes. Ejerskab og kontrol er normalt adskilt i store virksomheder, og det kan på grund af divergerende interesser afstedkomme konflikter mellem ejerne og ledelsen, som ikke er til stede i små og mellemstore virksomheder. Her er beslutningstageren og den, der bærer risikoen ved beslutningen, ofte den samme person, og der er derfor en meget mere naturlig ensretning af interesser. Denne forskel har betydning for, om bestyrelsens rolle mestendels er kontrollerende eller servicerende.

Kontrol - principal-agent teori

I undersøgelser af store virksomheder er udgangspunktet ofte principal-agent teorien, som den er formuleret i Jensen og Meckling (1976). Teorien omhandler interessekonflikter mellem virksomhedens ejer (principalen) og dens ledelse (agenten) og har som grundlæggende antagelse om dem begge, at de er opportunistiske og egennyttige. For at sikre at ledelsens beslutninger ikke adskiller sig for meget fra ejerens interesser, må ejeren monitorere ledelsen eller give incitament. Fama og Jensen (1983), der er teoretisk udgangspunkt for meget af den nyere litteratur, argumenterer for, at en virksomheds kompleksitet er afgørende for, hvordan den bør styres. De argumenterer også for, at bestyrelsens rolle er at monitorere og kontrollere ledelsens beslutninger med henblik på at reducere de omkostninger, der kan følge af egennyttig adfærd (og af dens begrænsede rationalitet kunne man tilføje). *En følge af dette argument er, at det er vigtigt at have uafhængige medlemmer i bestyrelsen.* Ifølge Fama og Jensen har bestyrelsen fortrinsvis en rolle i virksomheder, hvor ejerskab og ledelse er adskilt.

Det er ikke kun i undersøgelser af store, børsnoterede virksomheder, at bestyrelsens rolle er at monitorere og kontrollere særinteresser og egennyttig adfærd (som også kan vise sig både hos entreprenøren selv og eventuelle andre ejere af virksomheden). Bennedsen (2002) undersøger, hvorfor virksomheder har bestyrelser ved først at karakterisere danske virksomheder, der har en bestyrelse,³ og dernæst at sondre mellem henholdsvis et styrings- og ledelsesmotiv og et fordelingsmotiv.

³ I Danmark er det frivilligt for personselskaber, om de vil have en bestyrelse. Har en virksomhed (anpartsselskaber i denne undersøgelse) ikke en bestyrelse, skal den så have et tilsynsråd.

Bestyrelsens klassiske rolle er at bidrage til styring og ledelse af virksomheden gennem ansættelse, sparring og monitorering af en administrerende direktør (ibid., s. 2). Bennedsen forsøger at udvide denne opfattelse af bestyrelsens rolle ved at undersøge sammenhængen med ejerstruktur. I en virksomhed med en koncentreret ejerstruktur men med mere end en ejer, kan den kontrollerede ejer nemlig bruge sin indflydelse til at forfølge interesser, der ikke deles af de andre ejere. I sådan en virksomhed kan en bestyrelse være med til at sikre, at den kontrollerende ejer ikke misbruger sin indflydelse og udnytter de andre ejere.

Undersøgelsen viser for det første, at danske virksomheder med flere ejere og lille spredning mellem ejernes andele er mere tilbøjelige til at have bestyrelser end virksomheder med færre ejere og stor spredning mellem ejernes andele. Større virksomheder er også mere tilbøjelige til at have bestyrelser. For det andet viser den, at der er et fordelingsmotiv til stede. Således vises det, at virksomheder, der ledes af en af ejerne, er mere tilbøjelige til at have andre ejere i bestyrelsen – antageligvis for at beskytte deres interesser mere end for at bidrage til styring og ledelse af virksomheden.

Bennedsen bemærker, at dette sidste motiv muligvis kan forklare, hvorfor nogle virksomheder tøver med at øge antallet af bestyrelsesmedlemmer generelt og eksterne medlemmer specifikt – på trods af, at sådanne tiltag, som det vil blive vist i de efterfølgende afsnit, forventes at forbedre virksomhedens performance.

Som nævnt er en af bestyrelsens klassiske roller at bidrage til styring og ledelse af virksomheden gennem sparring – en rolle der på grund af begrænsede ressourcer og ledelsesmæssige kompetencer tillægges større betydning i mindre virksomheder (McCann, 1991). I små og mellemstore

virksomheder skal bestyrelsen monitorere ledelsen og udviklingen af virksomheden med henblik på at tilpasse dens strategi til de foranderlige omstændigheder i de interne og eksterne miljøer (Zahra et al., 2000). Ejeren skal erkende sine begrænsninger og tillade bestyrelsen – hvis den er i stand til det, og hvis den er rigtig sammensat – at give sparring, der i denne type virksomheder er dens nok vigtigste rolle.

At sparring er vigtigere end monitorering og kontrol kan bero på ejerskab og kontrol, der i små og mellemstore og nye og mindre vækstvirksomheder er så koncentreret og integreret, at det på mange måder er et fundamentalt anderledes sæt af styringsproblemer, det er relevant at forholde sig til. I mange tilfælde er der også tale om et fundamentalt anderledes sæt af målsætninger, hvilket blandt andet er vist i Cowling (2000). I de tidlige stadier er entreprenøren tæt knyttet til virksomheden både økonomisk og kulturelt; han eller hun er endnu ikke hævet over driften, men er sandsynligvis begrænset af ressourcer og ledelsesmæssige kompetencer.

Medansvar og kompetencer – stewardship teori og ressourcebaseret teori

I undersøgelser af små og mellemstore virksomheder er udgangspunktet ofte stewardship teori og ressourcebaseret teori. Hvor principal-agent teori fokuserer på monitorering af ledelsen og andre ejere, fokuserer stewardship teori på råd og vejledning og ressourcebaseret teori på de kompetencer og roller, medlemmerne bringer ind udefra. Ressourcebaseret teori opfatter altså bestyrelsen som en vigtig intern ressource, der skal hjælpe ledelsen med at nå de mål for virksomheden, der er udstukket af ejerne. Den væsentligste forskel er dog mellem principal-agent teori og stewardship teori. Forskellen knytter sig til opfattelsen af ledelsen, som i stewardship teorien antages at være autoritetstro og ønsker at gøre et godt stykke arbejde. Davis et al. (1997) argumenterer, at principal-

agent relationen skal placeres i en relationel kontekst, hvor bestyrelsens rolle er at skabe en kooperativ relation til ledelsen og assistere denne i de strategiske beslutninger, der i principal-agent teorien er overladt udelukkende til ledelsen. *En følge af dette argument er, at det er vigtigt at have en stor og diversificeret bestyrelse.*

Fælles for bestyrelser i store og små og mellemstore virksomheder er, at de er underlagt dynamiske processer og betingelser, der er grundlaget for sociale grupper opståen, forandring, udvikling og opløsning. Hvad enten bestyrelsens rolle er monitorering og kontrol eller at bidrage til styring og ledelse af virksomheden gennem sparring vil den altid være situationsbestemt. Den akademiske litteratur tillægger dog eventualiteter og uforudsete hændelser en lille betydning. Situationsbestemte eventualiteter og uforudsete tilfælde gør det nemlig vanskeligt at undersøge sammenhænge på tværs af selskaber; man kan kun komme til den slutning, at der ikke findes nogle universelle regler (jævnfør det forrige afsnit om generelle tendenser).

En relateret overvejelse knytter sig til den forventede sammenhæng mellem to variable. Det er ikke givet, at sammenhængen mellem en bestyrelses forskellige karakteristika og en virksomheds performance er mere tydelig i en type virksomhed (store) frem for en anden (små og mellemstore). De fleste undersøgelser beskæftiger sig med store virksomheder, hvor kompleksiteten skaber et behov for en bestyrelse; men denne kompleksitet problematiserer også undersøgelser af sammenhænge i en sådan grad, at disse måske nemmere lader sig identificere i små og mellemstore virksomheder.

Resten af dokumentet er organiseret omkring de to i litteraturen mest væsentlige karakteristika ved en bestyrelse: dens størrelse og dens sammensætning. Vi vil fokusere på den betydning, disse

karakteristika har for bestyrelsens adfærd og ikke mindst virksomhedernes performance. Dernæst følger et afsnit med nogle efter vores vurdering relevante resultater fra den øvrige litteratur. Vi vil komme ind på medarbejderrepræsentanter i bestyrelser, bestyrelser i familieejede virksomheder og bestyrelser i virksomheder støttet af venturefonde. Til sidst sammenfattes.

2. STØRRELSE

Den optimale størrelse balancerer fordele og ulemper ved flere medlemmer. Selvom det marginale medlem tilføjer mere information, ekspertise og monitorering, kan store bestyrelser på grund af deres øgede kompleksitet og den øgede risiko for "free riding" nemt vise sig at være u hensigtsmæssige.

Store bestyrelser er et problem

En større bestyrelse har større problemer med kommunikation og koordination og følgelig større problemer med at monitorere og kontrollere ledelsen; men hvis det er den eneste forklaring på, hvorfor størrelse skulle betyde noget for performance, burde vi se, at virksomheder tilpasser deres bestyrelser, så de i det mindste ikke forringer performance. Jensen (1993) fremsætter den forklaring, der bekræftes empirisk i Yermack (1996), at store bestyrelser er mindre effektive og dermed mere udsatte for at overlade kontrollen af virksomheden til ledelsen (uden at være klar over det, eller uden at vide hvordan at forhindre det).

I Yermack (1996) bliver sammenhængen mellem bestyrelsens størrelse og tilbøjeligheden til at afskedige den administrerende direktør undersøgt – Dahya og McConnell (2007) undersøger sammenhængen mellem bestyrelsens sammensætning og tilbøjeligheden til at afskedige den administrerende direktør; se afsnit 3. Yermack viser, at der er en negativ sammenhæng mellem størrelse og tilbøjelighed til at afskedige direktøren, når denne leverer skuffende finansiel performance. Mindre bestyrelser er altså mere tilbøjelige til at afskedige direktører, som skuffer, end større bestyrelser er. Med andre ord kan de med en vis berettigelse antages at være mere effektive og konsekvente i deres monitorering af direktøren og i særdeleshed er deres reaktion på skuffende performance mindre plaget af free-riding og inerti, end større bestyrelses reaktion er det.

Hvis større bestyrelser er mindre opmærksomme og reelt er mindre uafhængige, kan man tænke sig, at direktører, der leverer tilfredsstillende finansiel performance, bruger deres succes til at få en større bestyrelse (Hermalin og Weisbach, 1998; 2003). Denne forventning er i overensstemmelse med resultaterne i undersøgelser af bestyrelsens tilbøjelighed til at afskedige direktører: Større bestyrelser er mindre tilbøjelige til at afskedige direktører, fordi der er større bestyrelser i virksomheder, hvor direktøren har leveret tilfredsstillende performance, og hvor der derfor er mindre behov for at udskifte direktøren. Hypotesen er derimod inkonsistent med andre resultater i Yermack (1996), der viser, at virksomheder med større bestyrelser klarer sig dårligere end virksomheder med mindre bestyrelser. Således viser Yermacks resultater, at Tobin's Q falder 0,23, hvis bestyrelsen fordobles, eller 0,04, hvis for eksempel en otte personer stor bestyrelse udvides med en person. Disse ændringer er økonomisk signifikante, eftersom et fald i Tobin's Q på 0,01 i denne stikprøve er lig med et fald i virksomhedens værdi på omkring 1 %.⁴

⁴ Tobin's Q vil være et gennemgående mål for finansiel performance og virksomhedens værdiskabelse. Definitionen varierer mellem nogle af studierne. Tobin's Q er teoretisk defineret som markedsværdien af virksomheden divideret med genanskaffelsesværdien af virksomhedens aktiver. Genanskaffelsesværdien bliver ofte approksimeret ved den

Store bestyrelser kan være en fordel

Et respons på disse overvejelser kan til dels findes i Coles et al. (2008), som rekonstruerer Yermacks undersøgelse men med større opmærksomhed på den heterogenitet, der er mellem virksomheder. Den kan nemlig tænkes at kunne forene de to forskellige resultater. Coles et al. prøver at kontrollere for det forhold, at en virksomheds bestyrelse kan have en bestemt størrelse, enten fordi den er historisk betinget, eller – hvad nok er mere aktuelt – fordi den står overfor nogle bestemte problemer. I modsætning til Yermack (1996) finder de, at bestyrelsens størrelse har positiv indflydelse på virksomhedens finansielle performance i bestemte typer af komplekse virksomheder⁵ (diversificerede aktiviteter eller stor gældsandel) med et større formodet behov for råd og vejledning. Således viser deres univariate resultater (test for forskelle i gennemsnit), at Tobin's Q i gennemsnit er 1,69 i komplekse virksomheder med mere end 10 bestyrelsesmedlemmer, mens den i gennemsnit er 1,57 i komplekse virksomheder med færre end 10 bestyrelsesmedlemmer. For simple virksomheder (efter nævnte dimensioner) er resultaterne omvendt. Deres multivariate resultater (regressioner med Tobin's som afhængig variabel) viser, at Tobin's Q stiger med 0,03, når bestyrelsen i en kompleks virksomhed udvides med en person. Det svarer til en forbedring af virksomhedens værdi med omkring 2 %. I en simpel virksomhed falder Tobin's Q med 0,01 svarende til en forværring af virksomhedens værdi med 0,5 %. Effekten vil typisk være forholdsvis stor i komplekse virksomheder, fordi disse virksomheder normalt er betydeligt større.

bogførte værdi af aktiverne. Tobin's $Q > 1$ bliver således et udtryk for, at virksomhedens (dens ejere, ledere eller kombinationen af dem) anvendelse af aktiverne er værdiskabende (har en netto nutidsværdi større end 0). Den værdiskabelse, der er i en forbedring af Tobin's Q, vil vi i dette dokument med mellemrum henvise til som "finansiell performance" eller blot "performance". I undersøgelser af små og mellemstore virksomheder er det ikke unormalt at bruge ikke-finansielle performancemål som f.eks. produktivitet eller i tilfældet Brunninge et al. (2007) antallet af strategiske forandringer.

⁵ Bemærk at forsknings- og udviklingsintensive virksomheder behandles særskilt i denne undersøgelse. Komplexitet er således begrænset til de nævnte to dimensioner: diversificerede aktiviteter eller stor gældsandel.

Små bestyrelser er ikke et problem (men heller ikke en fordel)

Bennedsen et al. (2008) er relevant, fordi det er en af de eneste akademisk anerkendte undersøgelser af bestyrelseres størrelse i Danmark. Deres stikprøve indeholder informationer om mere end 7.000 aktieselskaber, hvor mange af dem kan karakteriseres som små eller mellemstore virksomheder, der efter loven skal have en bestyrelse på mindst tre medlemmer. En anden nævneværdig styrke ved denne undersøgelse er dens opmærksomhed på den proces, der er med til at bestemme bestyrelsens størrelse. Forfatterne er med andre ord opmærksomme på det potentielle problem med endogenitet (årsagssammenhæng), som Hermalin og Weisbach (1998, 2003) pointerer. Der er således grund til at tro, at de rapporterede resultater netop viser sammenhængen mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens finansielle performance. Og dermed ikke for eksempel sammenhængen mellem direktørens succes eller mangel på samme, der antageligvis har indflydelse på bestyrelsens størrelse, og virksomhedens finansielle performance.

Blandt de rapporterede resultater skal vi her fremhæve to. For det første viser Bennedsen et al., at bestyrelser i familieejede virksomheder, hvilket er en udbredt form for ejerskab i Danmark,⁶ er større end bestyrelser i andre virksomheder. Og videre at bestyrelser i familieejede virksomheder er større, når ejer-lederen har flere børn. Således viser de, at bestyrelsen i gennemsnit har 3,56 medlemmer, hvis ejer-lederen ingen børn har, at den i gennemsnit har 4,32 medlemmer, hvis ejer-lederen har fire eller flere børn over 18 år, og at denne forskel er statistisk signifikant. For det andet viser de, at bestyrelsens størrelse kun har negativ indflydelse på finansiell performance, når der er

⁶ Bennedsen et al. (2004) estimerer, at mellem 80 % og 90 % af danske små og mellemstore virksomheder er ejet og kontrolleret af en familie. En virksomhed er i denne undersøgelse ejet og kontrolleret af en familie, hvis en person ejer mere end 50 % af kapitalen og stemmerne i virksomheder.

seks eller flere medlemmer. For bestyrelser med mellem 3 og 5 medlemmer er der ingen sammenhæng mellem størrelse og performance.

I virksomheder med seks eller flere medlemmer er aktivernes afkast i gennemsnit 2,37 %-point lavere end i virksomheder med fem eller færre medlemmer.⁷ Da afkastet i den sidste gruppe i 1999 er 6,5 %, og den bogførte værdi af aktiverne i den første gruppe er 138 millioner danske kroner, svarer det til et tab på mere end 3 millioner danske kroner.

Bennedsen et al. (2008) er også interessant at se i sammenhæng med Eisenberg et al. (1998), som undersøger omkring 900 små finske virksomheder og finder en negativ sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens finansielle performance. Den fundne effekt er betydeligt større end den for store, børsnoterede virksomheder, der er rapporteret i Yermack (1996). Efter deres mest konservative estimat vil en ændring i bestyrelsens størrelse fra tre til fire medlemmer reducere aktivernes afkast (igen return on assets) med 11 %-point. Dette resultat er altså væsentlig anderledes end det, Bennedsen et al. kommer frem til for danske virksomheder. Forskellen viser sig at kan tilskrives en i Eisenberg et al. (1998) problematisk økonometrisk behandling af data, som er overbevisende løst i Bennedsen et al.

3. SAMMENSÆTNING

Bestyrelsesmedlemmer inddeles normalt i to grupper: interne og eksterne. Som interne regnes medlemmer, der er fuldtidsansatte i virksomheden, og som eksterne regnes medlemmer, der har

⁷ Aktivernes afkast (return on assets) er udefineret i kilden men regnes normal som årets resultat divideret den bogførte værdi af alle aktiver.

deres primære ansættelse udenfor virksomheden (Adams et al., 2010). Eksterne medlemmer regnes for at være uafhængige af den daglige ledelse, om end nogle eksterne medlemmers uafhængighed med rette kan betvivles. I små og mellemstore virksomheder er det for eksempel almindeligt, at virksomhedens advokat er medlem af bestyrelsen. Et medlem, som er eksternt efter ovennævnte konvention, fordi dets primære ansættelse er udenfor virksomheden, men som samtidig er i et forretningsmæssigt forhold med virksomheden, kan ikke regnes for at være uafhængigt. Et andet eksempel kunne være virksomhedens bankforbindelse.

Magtspil mellem bestyrelse og ledelse

Som nævnt i indledningen følger det af Fama og Jensen (1983), at det er vigtigt at have uafhængige (og kompetente kunne man tilføje) medlemmer i bestyrelsen, som er i stand til at monitorere og kontrollere ledelsen. Hermalin og Weisbach (1998, 2003) har undersøgt sammenhængen mellem ledelsens magt og bestyrelsens sammensætning. Udgangspunktet har været, at når lederen har meget magt, bruger han eller hun den til at påvirke bestyrelsens sammensætning i den retning, der er mest fordelagtig for ham eller hende. Det er normalt i retning af mindre uafhængighed, da direktøren antageligvis helst er fri for monitorering af nogen slags. At sammensætningen betyder noget for virksomhedens performance ses for eksempel i Rosenstein og Wyatt (1990, 1997): prisen på børsnoterede virksomheders aktier stiger, når der udnævnes eksterne medlemmer.

Adams et al. (2005) viser, at når lederen har meget magt (approksimeret ved direktører som samtidig er direktører og bestyrelsesformænd, hvilket er tilladt i amerikanske virksomheder), har hun større indflydelse på virksomhedens beslutningsprocesser. Den indflydelse kan være kommet i stand på grund af de mekanismer, der beskrives i Hermalin og Weisbach studierne, i relation til

Adams et al. vil det sige, at succesfulde ledere belønnes med formandskab. I en anden undersøgelse viser Fahlenbrach et al. (2010), at direktører, som samtidig er direktører og medlemmer af bestyrelsen, ikke er mere værdiskabende (men altså heller ikke mere værdidestruerende) end andre eksterne medlemmer (se i relation hertil Cowling, 2003 nedenfor).

Baker og Gompers (2003) og Boone et al. (2007) præsenterer også resultater, der stemmer overens med ideen om, at magtfulde ledere er i stand til at sikre en mindre uafhængig bestyrelse – og omvendt. Således viser Boone et al. for eksempel, at mekanismer, der stækker lederens magt, omfatter eksterne medlemmer med ejerandele i virksomheden og bank-forbindelser med et godt ry. Dahya og McConnell (2007) viser, at der blandt engelske virksomheder, der implementerer anbefalingerne fra Cadbury Commission (anbefalinger om god selskabsledelse og ikke mindst uafhængige bestyrelser) er større tilbøjelighed til at afskedige ledere, som leverer skuffende finansiel performance, end blandt virksomheder, der ikke implementerer anbefalingerne.

Et gennemgående problem i de refererede undersøgelser er, at ingen af dem viser, at magtfulde ledere rent faktisk er i stand til at ændre bestyrelsens sammensætning i retning af mindre uafhængighed indenfor den samme virksomhed. Alle undersøgelserne er baseret på tværsnitsdata og ikke længdesnitsdata og mangler derfor den dynamiske tilpasning over tid. Det diskvalificerer dog ikke resultaterne men rejser et forbehold for de virksomhedsspecifikke forhold, der måske forklarer valget af en bestemt sammensætning.

Ledelsens magt stækkes af ejerstrukturen i små og mellemstore virksomheder

Når fokus flyttes fra store virksomheder til små og mellemstore virksomheder, bør man forvente en reduktion i ledelsens kontrol over bestyrelsen. For de sidstnævnte virksomheder er på grund af deres koncentrerede ejerstruktur i langt mindre grad plaget af de problemer, der følger af en adskillelse af ejerskab og kontrol. Mens ledelsens kontrol af virksomheden er en plausibel forklaring på effekten af bestyrelsens størrelse og sammensætning i store virksomheder, er den noget svagere i små og mellemstore virksomheder generelt og unge og mindre vækstvirksomheder specifikt. Her er de hensyn, der tages af de i stigende grad forskellige medlemmer, der er i en større og mere diversificeret bestyrelse derimod en plausibel forklaring. For eksempel kan andelen af eksterne medlemmer forventes at stige med bestyrelsens størrelse og sådanne eksterne medlemmer – for eksempel en bankforbindelse eller en advokat – kan have en anden og stærkere aversion mod risiko end entreprenøren. Denne forklaring finder delvis støtte i Chen (2008), som viser, at bestyrelsens størrelse reducerer variabiliteten i række performance mål. Således viser Chen for eksempel, at standard afvigelsen i Tobin's Q og return on assets reduceres med henholdsvis 17 % og 9 %, når bestyrelsen udvides med 2,55 medlemmer.

Eksterne medlemmer forbedrer performance

Cowling (2003) undersøger entreprenørens betydning for virksomheden og betydningen af andre corporate governance mekanismer – herunder bestyrelsen. Undersøgelsen viser for det første, at entreprenøren yder et positivt bidrag til virksomhedens value added (udefineret i kilden men det formodes at være dækningsbidrag), når der tages hensyn til en række i den sammenhæng nødvendige forhold. I virksomheder, hvor entreprenøren er til stede, er value added således mere end 16 % højere end i virksomheder, hvor entreprenøren ikke er til stede. Entreprenøren er en produktionsfaktor, som ikke lader sig erstatte på samme måde som anden arbejdskraft eller kapital

(Reid, 1993; 1995). Det er væsentligt at være opmærksom på, når ansvaret mellem denne og bestyrelsen skal fordeles. Hæmmes entreprenøren forringes virksomhedens performance.

Cowling viser videre, at der ikke er fordele ved at åbne op for ejerskabet, der i små virksomheder normalt er koncentreret omkring en familie, men at der er fordele ved at åbne op for organiseringen af bestyrelsen (organisering er her ensbetydende med størrelsen på bestyrelsen og tilstedeværelsen af et eller flere eksterne medlemmer). Større bestyrelser (gennemsnittet i stikprøven er 2,93 medlemmer med en standard afvigelse på 1,49) og et eller flere eksterne medlemmer forbedrer virksomhedens performance (eksterne medlemmer vil sjældent erstatte et internt medlem, og deres inklusion øger derfor i sig selv bestyrelsens størrelse). Af de rapporterede resultater fremgår det endvidere, at effekten af at tilføje bestyrelsen blot et enkelt eksternt medlem er på niveau med den ovenfor omtalte entreprenør effekt. Det er altså muligt at kompensere for tabet af entreprenøren med eksterne medlemmer. Cowling nævner Atkinson og Storey (1994), som viser, at entreprenører er hurtigere til at tilføje yderligere kompetencer indenfor deres eget fagområde, som en mulig forklaring. Da små virksomheder normalt er startet af specialister, udgør det altså et problem i forhold til generelle ledelseskompeter, som bestyrelsen må arbejde på at løse, og som den til dels kan løse med eksterne medlemmer (jævnfør ressourcebaseret teori omtalt i afsnit 1).

Bestyrelsens bidrag til virksomheden er på niveau med ledelsens

Blandt Cowlings andre interessante resultater vil vi til sidst fremhæve, at bestyrelsens bidrag til virksomhedens værdiskabelse er på niveau med ledelsens, hvilket bekræfter den vigtige rolle, bestyrelser tillægges i nye og mindre vækstvirksomheder.

Eksterne medlemmer er forandringsparate

Brunninge et al. (2007) hæfter sig ved, at en virksomheds evne til at ændre strategi i takt med interne og eksterne forandringer er central for god selskabsledelse og undersøger derfor forskellige corporate governance mekanismers indflydelse på denne evne frem for deres indflydelse på finansiell performance. Brunninge et al. pointerer, at det kan være problematisk at bruge finansiell performance som den afhængige variabel, fordi der i små og mellemstore virksomheder (og herunder er det rimeligt at regne nye og mindre vækstvirksomheder) kan være en flerhed af målsætninger, der ikke alle sammen relaterer sig til maksimering af finansiell performance. Desuden argumenterer de for, at det er nødvendigt at være opmærksom på de enkelte mekanismers indbyrdes afhængighed og ikke betragte dem som uafhængige af hinanden – særligt i små og mellemstore virksomheder, hvor der er mange overlap mellem ejere, medlemmer af bestyrelsen og ledere.

Af undersøgelsens 5 hypoteser vil vi her fremhæve 2: 1) tilstedeværelsen af eksterne medlemmer har en positiv effekt på evnen til at forandre virksomhedens strategi, og 2) en større daglig ledelse (top management team) reducerer eksterne medlemmers forventede positive indflydelse på evnen til at forandre virksomhedens strategi. Brunninge et al. viser, at bestyrelsens sammensætning har betydning for denne evne til at forandre. Således er der signifikant flere strategiske forandringer i virksomheder med et eller flere eksterne medlemmer. Det fremgår også af de rapporterede resultater, at bestyrelsens størrelse har positiv indflydelse på antallet af strategiske forandringer (dog kun statistisk signifikant i visse specifikationer). Endelig viser de, at eksterne medlemmers positive indflydelse er mindre, når den daglige ledelse er større (målt på antallet af ledere). Med andre ord forhindrer en stor og antageligvis mere magtfuld daglig ledelse tilsyneladende bestyrelsen i at gennemføre strategiske forandringer, hvilket er en væsentlig substitutionseffekt at være

opmærksom på (i lighed med Hermalin og Weisbach, 1998; 2003). Det fremgår også af de rapporterede resultater, at antallet af møder har positiv indflydelse på antallet af strategiske forandringer, og at eksterne medlemmers positive indflydelse på antallet af strategiske forandringer er større i koncentrerede ejerstrukturer.

Eksterne medlemmer skal have kritisk masse

Fiegener (2005) viser i en større undersøgelse af små amerikanske virksomheder baseret på spørgeskemaer til administrerende direktører, at bestyrelsen er mere tilbøjelig til at deltage i den strategiske beslutningsproces, når den har en kritisk masse af eksterne medlemmer, når de strategiske emner relaterer sig til organisatoriske forandringer eller en forretningsmæssig nedgang, eller når den administrerende direktørs kontrol (approksimeret ved dennes ejerskab) er lille. For så vidt angår eksterne medlemmer, fremgår det af direktørernes svar, at selvom de eksterne medlemmer er i bestyrelsen for at opfylde specifikke behov eller for at supplere eksisterende, interne medlemmers erfaring (Borch og Huse, 1993), regnes de ikke for at tilføre bestyrelsen nogen væsentlig værdi, førend de udgør en kritisk masse. Kritisk masse viser sig i denne stikprøve at være 3 eksterne medlemmer (gennemsnitlig størrelse på bestyrelsen er 4,63 og gennemsnitlig antal eksterne medlemmer er 2,18).

Litteraturen indenfor virksomhedsledelse i øvrigt undersøger også andre aspekter af bestyrelsens sammensætning. På grundlag af tidligere undersøgelser konkluderer Huse (2000; 2007), at varierende interne og eksterne betingelser betyder, at bestyrelsens rolle varierer. Sammensætningen af bestyrelser i små og mellemstore virksomheder afhænger for eksempel af virksomhedens alder

og teknologiske niveau. For britiske virksomheder viser Westhead (1999) at ældre virksomheder og mere teknologiske virksomheder har flere eksterne medlemmer.

4. RESULTATER FRA DEN ØVRIGE LITTERATUR

4.1 Familievirksomheder

Voordeckers et al. (2007) undersøger sammensætningen af bestyrelser i små og mellemstore, familieejede belgiske virksomheder. Undersøgelsen omfatter ikke sammenhængen til finansiel performance, men den undersøger om forhold relateret til familien eller lederen (i det omfang de er adskilte) betyder mest for sammensætningen af bestyrelsen. Voordeckers et al. gør op med den simple dikotomi mellem interne og eksterne medlemmer, som de finder utilstrækkelig, fordi interne medlemmer kan antage forskellige typer. For eksempel må et familiemedlem tillægges en anden rolle end en ansat leder.

Voordeckers et al. viser blandt andet den tidligere nævnte vekselvirkning mellem lederens magt og antallet af eksterne medlemmer. Når lederen har mere magt, er der færre eksterne medlemmer. Forfatterne viser endvidere, at familier med relativt dårlige ledelsesmæssige egenskaber (approksimeret ved antal års uddannelse) er mere tilbøjelige til at have eksterne medlemmer i bestyrelsen. Og at variable relateret til familien er mere betydningsfulde for bestyrelsens sammensætning end variable relateret til lederen. For eksempel er familier tæt på et generationsskifte mere tilbøjelige til at have eksterne medlemmer, hvilket kan opfattes som et udtryk for, at overvejelser om ressourcer og kompetencer kommer før kontrol. De viser også, at

antallet af eksterne medlemmer er mindre i virksomheder, der har flere familiemedlemmer ansat. Til sidst skal det også nævnes, at undersøgelsen viser, at virksomheder med en erklæret målsætning om "the family character" har flere interne medlemmer, mens virksomheder med en erklæret målsætning om "profit maximization" har flere eksterne medlemmer.

4.2 Medarbejderrepræsentation

I mange tilfælde har en række af virksomhedens interesser plads i bestyrelsen og en i denne sammenhæng særlig interessant interessant er medarbejderne. På mange måder kan entreprenøren ligne en ansat medarbejder. Brunninge et al. (2007) nævner omsorg for medarbejdere og risikoaversion (af hensyn til familien) som væsentlige målsætninger for en entreprenør, og derfor vil vi i dette afsnit kort se nærmere på, hvordan virksomheder med medarbejderrepræsentation i bestyrelsen klarer sig, og hvordan disse repræsentanter forvalter deres medlemskab af bestyrelsen. Fauver og Fuerst (2006) viser, at tyske virksomheder, der har medarbejderrepræsentation i bestyrelsen, har bedre finansiell performance end virksomheder, der ikke har – i særdeles i virksomheder hvor der er et identificeret behov for medbestemmelse. Behovet er, når der er en middel koncentration af ejerskab, der gør det fordelagtigt for store ejere at bruge deres indflydelse til at ekspropriere værdi fra små ejere, og når virksomheden opererer i en relativ kompleks industri.⁸ Ansatte kan i nogle tilfælde bringe værdifuld information om virksomheden til bestyrelsen, og interne medlemmer bør altså ikke ekskluderes per definition. Fauver og Fuersts univariate resultater viser for eksempel, at medianen for Tobin's Q er 1,13 i virksomheder, der har medarbejderrepræsentation, mens den er 1,04 i virksomheder, der ikke har, og at denne forskel – svarende til en forbedring af virksomhedernes værdi på omkring 8 % – er signifikant.

⁸ Som i Danmark er det i Tyskland obligatorisk at have medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen i virksomheder over en bestemt størrelse.

4.3 Venturekapital

Litteraturen om venturekapital forekommer at være særdeles relevant for ønsket om at forstå nye og mindre vækstvirksomheder. Denne litteratur beskæftiger sig med egenkapitalindsud af venturefonde i unge og innovative virksomheder med få reale aktiver plaget af høj usikkerhed og asymmetrisk information mellem entreprenørerne og venturefondene. Den asymmetriske informationer skaber nogle incitaments- og monitoreringsproblemer, som venturefonde bedre end banker kan begrænse med deres specialiserede, forretningsmæssige viden og aktive deltagelse. Det definerende karakteristika ved venturefonde er netop denne kombination af finansiering og øvrig kommerciel assistance til professionalisering af virksomheden, og det er sidstnævnte, der forekommer at være særdeles relevant i nærværende sammenhæng.

En række undersøgelser viser, at venturefonde i gennemsnit skaber værdi og forbedrer finansiell performance (for eksempel Kortum og Lerner, 2000; Hellmann og Puri, 2000; Audretsch og Lehmann, 2004 som placerer sig i en tidligere fase af venturecyklen end de fleste andre undersøgelser og dermed gør sig særlig interessant i en undersøgelse af nye og mindre vækstvirksomheder; Chemmanur et al., 2008). Derfor er det formålstjenstligt at se nærmere på de corporate governance mekanismer, der kan substituere det, venturefonde gør. Audretsch og Lehmann viser således, at virksomheder, der er støttet af venturefonde, har 0,7 %-point højere vækst i antallet af ansatte end virksomheder, der ikke er støttet af venturefonde. Chemmanur et al. viser, at virksomheder, der er støttet af venturefonde – over den 4-årige periode efter af have

modtaget støtte – har 12 % højere vækst i den totale faktor produktion end virksomheder, der ikke er støttet af venturefonde.⁹

Baker og Gompers (2003) og Frey (2003) undersøger sådanne mekanismer og viser blandt andet, at eksterne bestyrelsesmedlemmer kan substituere venturefondes monitorering.¹⁰ Medlemmer udnævnt af venturefonde bruges ikke kun som monitorer men også som værdifulde ressourcer for entreprenøren (Fried et al.,1998; Gabrielsson og Huse, 2002). Hellmann og Puri (2002) viser, at virksomheder, der er støttet af venturefonde, i sammenligning med andre virksomheder, der ikke er støttet af venturefonde, oftere lader entreprenøren udskifte med en anden, professionel leder, hvis dennes (altså entreprenørens) ledelsesmæssige evner viser sig at være en forhindring for virksomhedens vækst.¹¹ Uafhængige medlemmer lader altså til at føre en mere professionel og i gennemsnit værdiskabende ledelse af virksomheden med sig; sidstnævnte ræsonnement skal dog ikke overdrives, eftersom monitorering kun er en del af det, venturefonde gør.¹²

Baker og Gompers (2003) går videre og undersøger magtspillet mellem venturefonde, som ønsker en uafhængig bestyrelse, og administrerende direktører, som ønsker en afhængig bestyrelse, fordi en afhængig bestyrelse øger administrerende direktørers diskretionære, egennyttige indflydelse.¹³ I

⁹ Total faktor produktion kan med fordel anvendes i virksomheder eller industrier, hvor der ikke findes markedspriser (eller hvor disse ikke afspejler de sande værdier af forbrugte ressourcer og leverede ydelser). Kort sagt er det et mål for den del af den totale produktion, det totale output, der ikke er forårsaget af input. Om end det kan hævdes at være et støjet mål, kommer det i denne sammenhæng til at udtrykke det bidrag, venturefondene har ydet til de virksomheder, de har støttet og finansieret, og er som sådan et ganske fornuftigt valg. Estimationen er naturligvis ikke bedre end dens input, men robustheden undersøges grundigt uden at medfører ændringer.

¹⁰ Øvrige mekanismer er eksterne storaktionærer, egenkapitalbaseret compensation (ensretning af ejeres og ledeses interesser) og gearing (monitorering fra kreditorer).

¹¹ Andre indikationer af professionalisering er introduktion af aktie options programmer, ansættelse af en direktør for salg og markedsføring og formulering af en politik for "human resources".

¹² For eksempel opnår de med deres investering kontrolrettigheder, som ikke af sig selv følger med en bestyrelsespost, og kombinationen af de to (anerkendelsen af vigtigheden af eksterne medlemmer og formelle kontrolrettigheder) er særdeles stærk.

¹³ Det er vigtigt at huske, at den potentielle interessekonflikt mellem principalen (venturefonden) og agenten (den administrerende direktør) kun er potentiel. Såfremt der uden videre er enighed om målsætningerne, er der ingen interessekonflikt og dermed intet magtspil.

deres stikprøve af store, børsnoterede amerikanske virksomheder finder de, at der er en vekselvirkning mellem de to. Når den administrerende direktør har meget magt (målt ret ved anciennitet og om denne er grundlægger af virksomheden), har venturefonden lidt magt. Og virksomheden har følgelig en forholdsvis (af den administrerende direktør) afhængig bestyrelse, der monitorerer mindre. Dette resultat er konsistent med det teoretiske arbejde i Hermalin og Weisbach (1998; 2003), som netop argumenterer, at bestyrelsens struktur er udkommet af et spil om magt mellem eksterne ejere og den administrerende direktør. Baker og Gompers finder videre, at sådan en situation øger risikoen for konkurs.

5. SAMMENFATNING OG OVERSIGTSTABELLER

På trods af de resultater, der er præsenteret ovenfor, fortsætter mange virksomheder med at have store bestyrelser med en høj andel af interne medlemmer. En konstatering der får Hermalin og Weisbach (2003, s. 13) til at spørge: "Why hasn't economic Darwinism eliminated this unfit organizational form?" Et forhold, som de refererede undersøgelser ikke eksplicit tager med i betragtning, er virksomhedens kompleksitet og dermed dens behov for råd og vejledning.¹⁴ Man kan argumentere, at større bestyrelser besidder større erfaring og viden og derfor ofte kan give bedre råd og vejledning (Dalton et al., 1999; Fich, 2005), og at komplekse virksomheder derfor bør have større bestyrelser. Man kan også argumentere, at fordi forsknings- og udviklingsintensive virksomheder er særligt meget afhængige af virksomheds-, produkt- eller produktionsspecifik information, kan en større andel af interne medlemmer give bedre råd og vejledning, og at disse virksomheder derfor bør have flere interne medlemmer.

¹⁴ I de fleste undersøgelser er der en række virksomhedsspecifikke variable og heriblandt virksomhedens størrelse. Hvis virksomhedens størrelse opfattes som en approksimation for dens kompleksitet, er det således ikke helt rimeligt at kritisere dem for helt at udelade dette forhold, om end det ikke er noget, de på noget tidspunkt forholder sig eksplicit til.

Kompleksitet er afgørende for bestyrelsens størrelse og sammensætning

Coles et al. (2008) viser, at bestyrelsens størrelse og antallet af eksterne medlemmer er stigende i virksomhedens kompleksitet; dog med det forbehold at forsknings- og udviklingsintensive virksomheder er anderledes. Virksomhederne i denne undersøgelse er interessante, fordi de også inkluderer små virksomheder, der kombineret med opmærksomheden på forskning og udvikling med en vis rimelighed kan regnes for at være mindre vækstvirksomheder.

Det første resultat – det at bestyrelsens størrelse er stigende i virksomhedens kompleksitet – er positivt korreleret med performance (Tobin's Q). Således viser forfatterne altså, at bestyrelsens størrelse har positiv indflydelse på performance i komplekse virksomheder, og at den har negativ indflydelse i simple virksomheder. De går videre og viser, at den positive indflydelse kommer fra antallet af eksterne medlemmer, der øges sammen med bestyrelsens størrelse. Det resultat er dog kun i mindre grad relevant for nye og mindre vækstvirksomheder, eftersom kompleksitet approksimeres ved operationel diversitet, virksomhedens størrelse og dens gældsandel (alle tre variable har en forventet positiv indflydelse på kompleksitet).

Det andet resultat – det at forsknings- og udviklingsintensive virksomheder er anderledes – er derimod i høj grad relevant for nye og mindre vækstvirksomheder. I disse virksomheder, hvor virksomheds- eller produktspecifik information er relativ vigtig, viser forfatterne, at der er en højere andel af interne medlemmer, og at der er en positiv sammenhæng mellem andelen af interne medlemmer og performance. Således viser deres univariate resultater, at Tobin's Q i gennemsnit er 2,54 i forsknings- og innovationsintensive virksomheder med mere end 2 interne medlemmer, mens

den i gennemsnit er 2,27 i lignende virksomheder med mindre end 2 interne medlemmer. Denne forskel er statistisk signifikant. Deres multivariate resultater viser, at udskiftes et eksternt medlem med et internt medlem i forsknings- og udviklingsintensive virksomheder, stiger Tobin's Q og virksomhedens værdi med omkring 4 %.

Det resultat udfordrer den ellers almindeligt anerkendte opfattelse af en negativ sammenhæng mellem bestyrelsens størrelse og virksomhedens performance og mellem andelen af interne medlemmer og performance og understreger vigtigheden af at være opmærksom på virksomheders heterogenitet. Det er dog værd at bemærke, at den positive effekt af interne medlemmer i forsknings- og innovationsintensive virksomheder ikke nødvendigvis skyldes deres status som interne men snarere deres viden og produkter eller produktioner. Den kan lige så godt komme fra eksterne medlemmer, hvis de findes.

5.1 anbefalinger og hovedpointer

For at styrke den praktiske anvendelighed af den litteratur, der er præsenteret ovenfor, sammenholder vi i dette afsluttende afsnit de videnskabelige resultater med danske anbefalinger om god skik i bestyrelser i små og mellemstore virksomheder. I Danmark har vi med Nørbyudvalget og det efterfølgende Scheibyeudvalg fået anbefalinger for god selskabsledelse til børsnoterede selskaber. Disse anbefalinger kan inspirere men af mange grunde ikke overføres direkte til små og mellemstore virksomheder. Som det er nævnt flere gange, indebærer det koncentrerede ejerskab i små og mellemstore virksomheder, at bestyrelsen har en anden rolle, og desuden er disse virksomheders administrative ressourcer mere begrænsede. I anerkendelse af forskellene mellem store og små og mellemstore virksomheder, udgav Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR)

i 2004 rapporten ”Anbefalinger til God selskabsledelse i mindre og mellemstore virksomheder”, som det følgende tager udgangspunkt i.

I anbefaling 3.3 i FSR (2004, s. 22) hedder det blandt andet: ”Vi anbefaler som udgangspunkt, at der udpeges mindst 2 eksterne bestyrelsesmedlemmer, der ikke sidder i direktionen, har større aktieposter eller på anden måde deltager aktivt i selskabets drift. [...] En væsentlig fordel ved at optage eksterne bestyrelsesmedlemmer er, at de kan se på virksomhedens forhold ”udefra”, men for at udfylde denne funktion må de være uafhængige af navn såvel som af gavn, herunder at de kan og tør modsige ledelsen, hvis dette måtte være nødvendigt. Ejerne kan vælge bestyrelsesmedlemmer fra samme branche for at sikre, at de har et godt kendskab til forretningsgrundlaget, eller de kan søge andre kompetencer uden for branchen. Eksterne bestyrelsesmedlemmer bør tage et særligt ansvar i beslutningsprocessen ved indgåelse af aftaler mellem virksomhed og ejerledere samt andre nærtstående parter, f.eks. om aflønning eller vilkår for samhandel”.

Denne anbefaling er i overensstemmelse med litteraturen, der viser, at små og mellemstore virksomheder klarer sig bedre økonomisk og har større strategisk tilpasningsevne, når de har eksterne bestyrelsesmedlemmer (Cowling, 2003; Brunninge et al., 2007). Eksterne medlemmers kompetencer supplerer ejerledernes (jævnfør ressourcebaseret teori), og deres netværk kan vise sig værdifulde i forskellige situationer. Den større strategiske fleksibilitet tyder på, at bestyrelserne ikke blot kan styrke driften men også bidrage til udviklingsopgaver.

FSR (2004) går dog ikke så langt, at der anbefales en ren professionel bestyrelse. Det hedder i anbefaling 3.1: ”For at undgå kunstige, formelle skel bør ejerledere kunne sidde med i virksomhedens bestyrelse, hvis de ønsker det” (ibid., s. 22). Denne anbefaling er i

overensstemmelse med Cowling (2003). Og videre i anbefaling 3.2: ”Hvis der er flere større ejere, bør de normalt også kunne sidde i bestyrelsen i den udstrækning, de føler sig egnede til det. Dette dels for at de kan varetage deres interesser og dels for at sikre ejerne regelmæssig information om og indflydelse på væsentlige beslutninger. Bestyrelsen i mindre og mellemstore virksomheder kan herved i tillæg til sine øvrige opgaver fungere som et forum for koordination af ejernes interesser og synspunkter. Endvidere kan vigtige beslutninger vendes på et bestyrelsesmøde og skal ikke først afklares i ”baglandet”. Der kan naturligvis også være gode grunde til, at en ejer ikke ønsker at være repræsenteret i virksomhedens bestyrelse, hvilket selvfølgelig bør respekteres” (ibid., s. 22). Denne anbefaling er i overensstemmelse med Bennedsen (2002).

At dette er almindelig praksis fremgår af litteraturen, der viser, at familieejede virksomheder har større bestyrelser, og at bestyrelserne er større, når ejerlederen har flere børn. I FSR (2004) er medlemmernes kompetencer dog afgørende for den optimale sammensætning. I anbefaling 3.5 hedder det således: ”Bestyrelsens sammensætning skal ske ud fra en analyse/beskrivelse af virksomhedens behov samt ejerlederens kompetence og ressourcer. Ejere og bestyrelse kan spørge sig selv, om virksomheden er ”klædt på” til de næste 3-4 års udvikling. Foreligger der en strategiplan, kan overvejelserne tage udgangspunkt i de væsentlige opgaver, der er beskrevet heri. Eksterne bestyrelsesmedlemmer kan tilføre særlige professionelle kompetencer og erfaring i økonomi, markedsføring, teknik osv. Det kan også være menneskelige egenskaber – for eksempel evne til at få nye ideer, evne til at få en dialog i gang i bestyrelsen eller at kunne provokere ejere og ledelse på en frugtbar måde. Udpegningen af nye bestyrelsesmedlemmer bør derfor ske velovervejet med disse formål for øje. Vi anbefaler, at bestyrelsen med et par års mellemrum udarbejder en ”kompetenceprofil”, en ønskeliste for bestyrelsens fremtidige sammensætning set fra virksomhedens synspunkt samt en plan for, hvordan man fremover kan bevæge sig i den ønskede

retning. I disse overvejelser bør det indgå, at bestyrelsesmedlemmerne supplerer hinanden og har en god menneskelig kemi indbyrdes. Også ejerne bør regelmæssigt (for eksempel årligt) vurdere, om bestyrelsen er hensigtsmæssigt sammensat ” (ibid., s. 23).

Der er en afvejning af ejerrepræsentation og de professionelle kompetencer, som en ekstern bestyrelse kan tilføre. Ejerne sidder i bestyrelsen for at varetage kontrolopgaven, som de har særlige økonomiske incitament til at varetage. Dertil kommer naturligvis, at særligt ejerledere men også andre familiemedlemmer kan have en føling med virksomheden samt professionelle og menneskelige kompetencer, som gør det naturligt, at de får plads i bestyrelsen.

Bestyrelsen bør dog ikke blive for stor. Anbefaling 3.8: ”Som udgangspunkt er en lille bestyrelse at foretrække. For det første er der udgifter i forbindelse med aflønning og tid, der kunne have været anvendt på en anden måde. For det andet er der tegn på, at små bestyrelser er mere arbejdsduelige – det er lettere at komme til orde og at nå til enighed. I virksomheder med medarbejdervalgt repræsentation kan flere generalforsamlingsvalgte også udløse krav om flere medarbejdervalgte repræsentanter. Alligevel kan der være gode grunde til at have flere medlemmer – for eksempel et ønske om, at ejerne eller næste generation er repræsenteret, et ønske om at inddrage nye kompetencer, eller at der viser sig en særlig mulighed for at tiltrække en speciel person” (ibid., s. 25).

Denne anbefaling er i overensstemmelse med litteraturen, der viser, at bestyrelsens størrelse i gennemsnit har negativ indflydelse på finansiel performance, når der er seks eller flere medlemmer. Man må gøre sig klart, at der er tale om en gennemsnitbetragtning, som kan modificeres af mange faktorer. Eksempelvis kan det være vanskeligt at invitere to brødre men ikke den tredje til at sidde

med i bestyrelser. Der er også virksomheder, hvor netværk er meget vigtige for salg eller finansiering, og hvor bestyrelserne derfor er og bør være større. Ikke desto mindre viser litteraturen, at der er omkostninger ved, at bestyrelsen bliver for stor. Ansvarsfordelingen bliver mere uklar, der opstår lettere fraktioner og uenighed, honorarudgifter vokser, etc.

Hovedresultaterne kan sammenfattes således. Små og mellemstore virksomheder har gavn af små bestyrelser på 3 til 6 medlemmer, hvoraf 2 eller flere er eksterne. I forsknings- og udviklingsintensive virksomheder bør antallet af interne medlemmer være højere. Eksterne medlemmer bidrager gennem deres uafhængighed og kompetencer og netværk såvel som deres menneskelige egenskaber. De kan supplere entreprenørerne eller ejerlederne, hvor disse har brug for særlige kompetencer, og de kan skabe netværk og øge omverdenens tillid til virksomheden.

Dette indebærer dog ikke en automatisk sammenhæng. Det er vigtigt, hvem der vælges ind i bestyrelsen, og det er vigtigt, at bestyrelsen sammensættes med øje for virksomhedens vilkår. Mange bestyrelser har ingen særlig betydning. Gevinsterne skal derfor skabes gennem en rigtig udnyttelse af bestyrelsens kompetencer, hvilket er en opgave, der påhviler bestyrelsesformanden og virksomhedens ejere.

Hertil kommer, at bestyrelsesarbejdets betydning vil variere fra virksomhed til virksomhed. Meget små virksomheder med knappe ressourcer og en udsat konkurrencesituation vil formentlig have mindre gavn af en aktiv bestyrelse end en vækstvirksomhed med betydeligt potentiale. Brancheforhold kan også have betydning. Eksempelvis vil høj vidensintensitet, høj grad af internationalisering eller et stort finansieringsbehov gøre det ekstra nødvendigt at have en kvalificeret bestyrelse.

Tabel 1 Oversigt over den internationale litteraturs centrale resultater om sammenhængen mellem bestyrelseskarakteristika og økonomisk performance

Reference	Lande	Periode	Data	Metode	Resultat
<i>A. Størrelse</i>					
Yermack (1996)	US	1984-1991	452 børsnoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens størrelse har negativ indflydelse på Tobin's Q.
Conyon et al. (1998)	UK, FR, NL, DK, IT	1990-1995	3690 børsnoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens størrelse har negativ indflydelse på return on equity i alle 5 lande. Bestyrelsens størrelse har kun negativ indflydelse på Tobin's Q i UK og NL.
Eisenberg et al. (1998)	FI	1992-1994	879 noterede og (mestendels) små og mellemstore, unoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens størrelse har negativ indflydelse på return on assets. Bestyrelsens størrelse ændres ikke som følge af dårlig performance.
Cowling (2003)	UK	1995	427 små og mellemstore, unoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens størrelse har positiv indflydelse på value added (undefineret i kilden med det formodes at være dækningsbidrag).

Brunninge et al. (2007)	SE	1997, 2000 (kontrolvariable fra 1997)	889 virksomheder med $10 \leq \text{ansatte} \leq 249$	Regression	Bestyrelsens størrelse har positiv indflydelse på antallet af strategiske forandringer (kun statistisk signifikant i visse specifikationer).
Bennedsen et al. (2008)	DK	1999	7496 små og mellemstore unoterede virksomheder (aktieselskaber)	Regression	Bestyrelsens størrelse har kun negativ indflydelse på return on assets, når der er seks eller flere medlemmer.
Cheng (2008)	US	1996-2004	1252 børsnoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens størrelse reducerer variabiliteten i Tobin's Q (og en række andre performance mål).
Coles et al. (2008)	US	1992-2001	8165 børsnoterede virksomheder (inkluderer også relativt små virksomheder)	Regression	Bestyrelsens størrelse og antallet af eksterne medlemmer er stigende i virksomhedens kompleksitet. For F&U-intensive virksomheder har det relative antal interne medlemmer positiv indflydelse på Tobin's Q.
<i>B. Sammensætning</i>					
Hermalin og Weisbach (1988)	US	1971- 1983 (med	142 børsnoterede	Regression	Virksomheder, der klarer sig dårligt, udskifter interne medlemmer med eksterne medlemmer.

		mellemrum)	virksomheder		
Rosentein og Wyatt (1990)	US	1981-1985	1251 børsmeddelelser fra børsnoterede virksomheder	Event studie	Aktiemarkedet reagerer positivt på udnævnelser af eksterne medlemmer (uafhængigt af det eksisterende antal eksterne medlemmer).
Hermalin og Weisbach (1991)	US	1971- 1983 (med mellemrum)	142 børsnoterede virksomheder	Regression	Der er ingen systematisk sammenhæng mellem sammensætning (approksimeret ved forholdet mellem intern og eksterne medlemmer) og Tobin's Q.
Rosentein og Wyatt (1997)	US	1981-1985	170 børsmeddelelser fra børsnoterede virksomheder	Event studie	Aktiemarkedet reagerer negativt på annonceringer af interne medlemmer, som ejer mindre end 5 %. Markedet reagerer positiv, når de ejer mellem 5 % og 25 % og reagerer slet ikke, når de ejer mere end 25 %.
Bhagat og Black (2002)	US	1988-1993	928 børsnoterede virksomheder	Regression	Der er ingen systematisk sammenhæng mellem sammensætning (approksimeret ved forholdet mellem andelen af henholdsvis eksterne og interne medlemmer) og Tobin's Q (og en række andre performance mål).
Cowling (2003)	UK	1995	427 små og mellemstore, unoterede	Regression	Virksomheder med et eller flere eksterne medlemmer har højere value added.

			virksomheder		
Brunninge et al. (2007)	SE	1997, 2000 (kontrolvariable fra 1997)	889 virksomheder med $10 \leq \text{ansatte} \leq 249$	Regression	Virksomheder med et eller flere eksterne medlemmer har flere strategiske forandringer.
<i>C. Adfærd</i>					
Vafaes (1999)	US	1990-1994	307 store, børsnoterede virksomheder	Regression	Fald i Tobin's Q medfører hyppigere bestyrelsesmøder. Return on assets forbedres i årene efter overnormal bestyrelsesaktivitet.
Cowling (2003)	UK	1995	427 små og mellemstore, unoterede virksomheder	Regression	Bestyrelsens samlede ejerandel har negativ indflydelse på value added (kun grænsende til statistisk signifikant).
Brunninge et al. (2007)	SE	1997, 2000 (kontrolvariable fra 1997)	889 virksomheder med $10 \leq \text{ansatte} \leq 249$	Regression	Antallet af møder har positiv indflydelse på antallet af strategiske forandringer. Eksterne medlemmers positive indflydelse på antallet af strategiske forandringer er større i koncentrerede ejerstrukturer.

					Eksterne medlemmers positive indflydelse er mindre, når den daglige ledelse er større (approximeret ved antallet af ledere).
--	--	--	--	--	--

Tabel 2 Repræsentative undersøgelser inden for virksomhedsledelse.

Reference	Lande	Periode	Data	Metode	Resultat
Ford (1988)	US	1982-1984	325 direktører og 91 bestyrelses-medlemmer	Spørgeskema og multipel regression	Bestyrelser med en stor andel af eksterne medlemmer har mindre indflydelse på virksomheden.
Daily og Dalton (1992)	US	1984-1989	100 små børsnoterede gazelle virksomheder	Multipel regression	Vækstvirksomheder har god corporate governance (flere eksterne medlemmer).
Demb og Neubauer (1992)	Se data	1992	11 multinationale virksomheder	Spørgeskema	Bestyrelser lande imellem godt kan sammenlignes, da de er mere ens end forskellige.
Daily og Dalton (1993)	US	1988	186 børsnoterede virksomheder	Multipel regression	Mindre virksomheder har kun få eksterne medlemmer, selv om de principielt skulle have særlig gavn af dem.
Borch og Huse (1993)	NO, SE	1993	104 hotelvirksomheder	Spørgeskema	Bestyrelsens rolle i netværksskabelse er vigtig.
Dalton et al. (1998)		1972-1996	54 tidligere undersøgelser	Meta-analyse	Bestyrelsens struktur har ingen systematisk effekt på performance.
Fried et al. (1998)	US	Ikke præciseret i kilden	68 venturefonde	Spørgeskema	Bestyrelsen er mere aktiv i virksomheder støttet af venturefonde.

Deakins et al. (2000)	SCT	Ikke præciseret i kilden	46 små og iværksættere	Interview	Direktørerne vurderer, at eksterne medlemmer skaber værdi
Huse (2000)				Litteraturoversigt	Ingen konklusioner.
Berry og Perren (2001)	UK	2001	640 små og mellemstore virksomheder	Spørgeskema	Virksomheder med eksterne medlemmer har samme performance som virksomheder uden.
Daily et al. (2002)				Litteraturoversigt	Eksterne medlemmer har positiv effekt på performance.
Bennett og Robson (2004)	UK	1994-1997	1445 små og mellemstore virksomheder	Spørgeskema	Bestyrelse, eksterne konsulenter og ledelseskompetencer substituerer hinanden.
Fiegener (2005)	US	Ikke præciseret i kilden	2382 små virksomheder	Logistisk regression	Bestyrelsen deltager normalt ikke aktivt i strategiarbejdet.

Litteraturliste

Adams, R. (2009) Governance and the Financial Crisis, i Thomsen, S., Rose, C., og Risager, O. (eds.) (2009) *Understanding the Financial Crisis: Investment, Risk and Governance*, København: SimCorp StrategyLab.

Adams, R., Almeida, H. og Ferreira, D. (2005) Powerful CEOs and their Impact on Corporate Performance, *Review of Financial Studies*, 18, 1403-1432.

Adams, R., og Ferreira, D. (2008) Do Directors Perform for Pay?, *Journal of Accounting and Economics*, 46, 154-171.

Adams, R. og Ferreira, D. (2009) Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of financial economics*, 94, 291-309.

Adams, R., Hermalin, B. og Weisbach, M. (2010) The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework & Survey, *Journal of Economic Literature*, 48, 58-107.

Ang, J. (1991) Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *Journal of Small Business Finance*, 1, 1-13.

Audretsch, D. B. og Lehmann, E. (2004) Debt or equity? The role of venture capital in financing high-tech firms in Germany, *Schmalenbach Business Review*, 56, 314-357.

Baker, M. og Gompers, P. (2003) The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering, *Journal of Law and Economics*, 46, 569-598.

Barnhart, S. og Rosenstein, S. (1998) Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis, *Financial Review*, 33, 1-36.

Baysinger, B og Butler, H. (1985) Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, *Journal of Law, Economics and Organizations*, 101-124.

- Bennedsen, M. (2002) Why do firms have boards? Working paper, Copenhagen Business School.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. og Wolfenzon, D. (2004) The family behind the family firm: Evidence from successions in Danish firms, *CEBR Discussion Paper*, 2004-14.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. og Nielsen, K. (2008) The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms, *Journal of Banking & Finance*, 32, 1098-1109.
- Bennett, R. og Robson, P. (2004) The Role of Boards of Directors in Small and Medium-sized Firms, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 11, 95–113.
- Berry, A. og Perren, L. (2001) The Role of Non-executive Directors in UK SMEs, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 8, 159–173.
- Bhagat, S. og Black, B. (1999) The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer*, 54, 921-963.
- Bhagat, S., Carey, D. og Elson, C. (1999) Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover, *Business Lawyer*, 54, 885-919.
- Bhagat, S. og Black, B (2002) The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance, *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274.
- Boone, A., Field, L., Karpoff, J. og Raheja, C. (2007) The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Borch, O. og Huse, M. (1993) Informal strategic networks and the board of directors, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18, 23–36.
- Boyd, B. (1995) CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model, *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Brickley, J., Coles, J. og Terry, R. (1994) Outside Directors and Adoption of Poison Pills, *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.

Brickley, J., Coles, J. og Jarrell, G. (1997) The Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.

Brunninge, O., Nordqvist, M. og Wiklund, J. (2007) Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams, *Small Business Economics*, 29, 295-308.

Casson, M. (1996) The Comparative Organisation of Large and Small Firms, *Small Business Economics*, 8, 329-345.

Castaldi, R. og Wortmann, M. (1984) Board of Directors in Small Corporations: An Untapped Resource, *American Journal of Small Business*, 9, 1-10.

Certo, S. Covin, J., Daily, C. og Dalton, D. (2001) Wealth and the Effects of Founder Management among IPO-stage New Ventures, *Strategic Management Journal*, 22, 641-658.

Coles, J., Daniel, N. og Naveen, L. (2008) Boards: Does One Size Fit All?, *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

Coles, J., McWilliams, V. og Sen, N. (2001) An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance, *Journal of Management*, 27, 23-50.

Conyon, M. og Read, L. (2006) A Model of the Supply of Executives for Outside Directorships, *Journal of Corporate Finance*, 12, 645-659.

Core, J., Holthausen, R. og Larcker, D. (1999) Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

Cotter, J., Shivdasani, A. og Zenner, M. (1997) Do Independent Director enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?, *Journal of Finance*, 43, 195-218.

Cowling, M. (2000) *The Entrepreneur and the Smaller Firm*, Research Centre for Industrial Strategy, University of Birmingham.

Cowling, M. (2003) Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms, *Small Business Economics*, 20, 335-344.

Crutchley, C., Garner, J. og Marshall, B. (2002) An Examination of Board Stability and the Long-term Performance of Initial Public Offerings, *Financial Management*, 31, 63-90.

Dahya, J., McConnell, J. og Travlos, N. (2002) The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover, *Journal of Finance*, 57, 461-483.

Dahya, J. og McConnell, J. (2007) Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 535-564.

Chemmanur, T., Krishnan, K., og Nandy, D. (2008) How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface, Center for Economic Studies, 08-16.

Daily, C. og Dalton, D. (1992) The Relationship between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms, *Journal of Business Venturing*, 7, 375-386.

Daily, C. og Dalton, D. (1993) Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17, 65–81.

Daily, C., McDougall, P., Covin, J. og Dalton, D. (2002) Governance and Strategic Leadership in Entrepreneurial Firms, *Journal of Management*, 28, 387-412.

Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A. og Johnson, J. (1998) Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance, *Strategic Management Journal*, 19, 269–290.

Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. og Ellstrand, A. (1999) Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis, *Academy of Management Journal*, 42, 674–686.

Davis, J., Schoorman, F. og Donaldson, L. (1997) Towards a Stewardship Theory of Management, *Academy of Management Review*, 22, 20-48.

Deakins, D., O'Neill, E. og Mileham, P. (2000) The Role and Influence of External Directors in Small and Entrepreneurial Companies: Some Evidence on VC and non-VC Appointed External Directors, *Venture Capital*, 2, 111–127.

Demb, A. og Neubauer, F. (1992) *The Corporate Board*, Oxford: Oxford University Press.

Denis, D. og Denis, D. (1995) Performance Changes Following Top Management Dismissals, *Journal of Finance*, 50, 1029-1055.

Denis, D., Denis, D. og Sarin, A. (1999) Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations, *Journal of Financial Economics*, 52, 187-224.

Eisenberg, T., Sundgren, S. og Wells, M. (1998) Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms, *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Fahlenbrach, R., Low, A. og Stulz, R. (2010) Why do firms appoint CEOs as outside directors?, *Journal of Financial Economics*, 97, 12-32.

Faleye, O., Mehrotra, V. og Morck, R. (2006) When Labor Has a Voice in Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41, 489-510.

Fama, E. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Fama, E. og Jensen, M. (1983) Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

Fauver, L. og Fuerst, M. (2006) Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence from German Corporate Boards, *Journal of Financial Economics*, 82, 673-710.

Fich, E. (2005) Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms, *Journal of Business*, 78, 1943-1971.

- Fich, E. og White, L. (2005) Why do CEOs Reciprocally Sit on Each Other's Boards?, *Journal of Corporate Finance*, 11, 175-195.
- Fich, E. og Shivdasani, A. (2006) Are Busy Boards Effective Monitors?, *Journal of Finance*, 61, 689-724.
- Fiegenger, M., Brown, B., Dreua IV, D. og Dennis, W. (2000a) The Adoption of Outside Boards ny Small Private US Firms, *Entrepreneurship and Regional Development*, 12, 291-310.
- Fiegenger, M., Brown, B., Dreua IV, D. og Dennis, W. (2000b) CEO Stake and Board Composition in Small Private Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24, 5-24.
- Fiegenger, M. (2005) Determinants of Board Participation in the Strategic Decisions of Small Corporations, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29, 627-650.
- Finegold, D., Benson, G. og Hecht, D. (2007) Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms, *Corporate Governance: An International Review*, 15, 865-878.
- Finkelstein, S. og D'Aveni, R. (1994) CEO Duality as a Double-edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command, *Academy of Management Journal*, 37, 1079-1108.
- Ford, R. (1988) Outside Directors and the Privately-owned Firm: Are they Necessary?, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13, 49-57.
- Fried, V., Bruton, G. og Hisrich, R. (1998) Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms, *Journal of Business Venturing*, 13, 493-503.
- Frye, M. (2003) The Evolution of Corporate Governance: Evidence from IPOs. University of Central Florida, Working Paper.
- FSR (2004) *God selskabsledelse – i mindre og mellemstore virksomheder*, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

- Gabrielsson, J. (2003) *Boards and Governance in SMEs: An Inquiry into Boards' Contribution to Firm Performance*, SIRE, Halmstad University.
- Goyal, V. og Park, C. (2002) Board Leadership Structure and CEO Turnover, *Journal of Corporate Finance*, 8, 49-66.
- Hellmann, T. og Puri, M. (2000) The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital, *Review of Financial Studies*, 13, 959-84.
- Hermalin, B. og Weisbach, M. (1988) The Determinants of Board Composition, *The RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Hermalin, B. og Weisbach, M. (1991) The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Journal of Financial Management*, 20, 101-112.
- Hermalin, B. og Weisbach, M. (1998) Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO, *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hughes, P. (1995) Do Small Private Corporations Need Boards of Directors?, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 12, 17-25.
- Huse, M. (2000) Boards of Directors in SMEs: A Review and Research Agenda, *Entrepreneurship and Regional Development*, 12, 271-290.
- Huse, M. (2007) *Boards, Governance and Value Creation*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kaplan S. og Reishus, D. (1990) Outside Directorships and Corporate Performance, *Journal of Financial Economics*, 27, 389-410.
- Klein, A. (1998) Firm Performance and Board Committee Structure, *Journal of Law and Economics*, 41, 275-303.
- Kortum, S. og Lerner, J. (2000) Assessing the contribution of venture capital to innovation, *RAND Journal of Economics*, 31, 674-692.

Masulis, R., Wang, C. og Xie, F. (2010) Globalizing the Boardroom - The Effects of Foreign Directors on Corporate Governance and Firm Performance, SSRN Working Paper.

McCann, J. (1991) Patterns of Growth, Competitive Technology, and Financial Strategies in Young Ventures, *Journal of Business Venturing*, 6, 189-208.

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

Morck, R., Shleifer, A. og Vishny, R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Mustakallio, M., Autio, E. og Zahra, S. (2002) Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making, *Family Business Review*, 15, 205-222.

Olsen, P. (2007) *Kvinder i danske bestyrelser*, Centre for Economic and Business Research, Copenhagen Business School.

Perry, T. og Peyer, U. (2005) Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective, *Journal of Finance*, 60, 2083-2123.

Randøy, T., Gregorich, A., Oxelheim, L. og Thomsen, S. (2009) *Corporate Governance as a Source of Competitiveness for Nordic Firms*, Nordic Innovation Center.

Reid, G. (1995) Early Life-Cycle Behaviour of Micro Firms in Scotland, *Small Business Economics*, 7, 89-95.

Reid, G. og Smith, J. (2000) What Makes a New Business Start-up Successful? *Small Business Economics*, 14, 165-182.

Rhoades, D., Rechner, P. og Sundaramurthy, C. (2001) A Meta-Analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: Are "Two Heads Better than One"? *Corporate Governance: An International Review*, 9, 311-319.

- Rosa, P. og Scott, M. (1999) The Prevalence of Multiple Owners and Directors in the SME sector: Implications for our Understanding of Start-up and Growth, *Entrepreneurship and Regional Development*, 11, 21-37.
- Rosenstein, S. og Wyatt, J. (1990) Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, 26, 175-184.
- Rosenstein, S. og Wyatt, J. (1997) Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholders Wealth, *Journal of Financial Economics*, 44, 229-248.
- Ryan, H. og Wiggins, R. (2004) Who is in Whose Pocket? Director Compensation, Bargaining Power, and Board Independence, *Journal of Financial Economics*, 73, 497-524.
- Shivdasani, A. (1993) Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers, *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-198.
- Shivdasani, A. og Yermack, D. (1999) CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 54, 1829-1854.
- Soriano, D. og Castrogiovanni, G. (2010) The Impact of Education, Experience and Inner Circle Advisors on SME Performance: insights from a study of public development centers, *Small Business Economics*, Published online 17 March, 2010.
- Thomsen, S. (2008a) A minimum theory of boards, *International Journal of Corporate Governance*, 1, 73-96.
- Thomsen, S. (2008b) *An introduction to corporate governance: Mechanisms and systems*, Copenhagen: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Thomsen, S. og Pedersen, T. (2000) Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.
- Thomsen, S., Rose, C., og Risager, O. (eds.) (2009) *Understanding the Financial Crisis: Investment, Risk and Governance*, København: SimCorp StrategyLab.

Vafaes, N. (1999) Board Meeting Frequency and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.

Voordeckers, W., Gils, A. og Heuvel, J. (2007) Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms, *Journal of Small Business Management*, 45, 137–156.

Walsh, J. og Seward, J. (1990) On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, 15, 421-458.

Weisbach, M. (1988) Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Westhead, P. (1999) Factors Associated with the Employment of Non-Executive Directors by Unquoted Companies, *Journal of Management and Governance*, 3, 81-111.

Westphal, J. og Stern, I. (2006) The Other Pathway to the Boardroom: Interpersonal Influence Behavior as a Substitute for Elite Credentials and Majority Status in Obtaining Board Appointments, *Administrative Science Quarterly*, 51, 169–204

Wiklund, J., Davidsson, P. og Delmar, F. (2003) What Do They Think and Feel about Growth? An Expectancy-Value Approach to Small Business Managers' Attitudes Toward Growth, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 27, 247-270.

Wu, Y. (2004), The Impact of Public Opinion on Board Structure Changes, Director Career Progression, and CEO Turnover: Evidence from CalPERS' Corporate Governance Program, *Journal of Corporate Finance*, 10, 199-227.

Yermack, D. (1996) Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.

Zahra, S., Neubaum, D. og Huse, M. (2000) Entrepreneurship in Medium-Size Companies: Exploring the Effects of Ownership and Governance Systems, *Journal of Management*, 26, 947-976.