

Følg eller forklar-redegørelser: Dansk praksis og investor holdninger

Sussie Frantzen^a, Jesper Haarup Nielsen^b, Jesper Banghøj^c og Thomas Riise Johansen^c

^aCand.merc.aud., ATP

^bCand.merc.aud., Deloitte

^cAdjunkt, Institut for Regnskab og Revision, Copenhagen Business School

Danske børsnoterede selskaber oplyser i stigende omfang om corporate governance. Dette skyldes blandt andet Fondsbørsens krav om, at noterede selskaber skal give en følg eller forklar-redegørelse i forhold til de danske anbefalinger om corporate governance. Der har således været stor fokus på at øge informationsmængden om corporate governance, men hvordan forholder investorerne til sådanne informationer? Hvorvidt disse nye informationer har relevans hos regnskabsbrugerne undersøges og diskuteres i denne artikel. Artiklen præsenterer en undersøgelse blandt danske investorer om holdninger til og anvendelse af de nye informationer, der har fundet vej til de danske årsrapporter. Undersøgelsen viser, at der er ganske stor gruppe af investorer, der tillægger corporate governance oplysninger betydning i investeringsbeslutninger.

**Udvidet version af artiklen i Revision & Regnskabsvæsen, december 2007
Denne version indeholder et appendiks med yderligere tabeller**

Indledning

Artiklen præsenterer resultaterne fra en undersøgelse af investor holdninger til og anvendelse af corporate governance oplysninger. Inden resultaterne præsenteres, indeholder artiklen først en gennemgang af de danske krav til oplysninger om corporate governance. I tilknytning hertil gives der også et overblik over, hvordan C20-selskaberne har valgt at håndtere disse krav. Efter denne konkretisering af emnet, diskuteres følg eller forklar princippet og der argumenteres for at investorers interesse og reaktioner i forhold til corporate governance er centralt for et velfungerende følg eller forklar- system.

Herefter er artiklen opdelt i fem dele, der alle baserer sig på en undersøgelse foretaget blandt 180 danske private og professionelle investorer. Disse dele fokuserer på henholdsvis: generel præsentation af undersøgelsen, investors informationskilder, anvendelse af corporate governance oplysninger, udvalgte oplysningers relevans samt et afsluttende afsnit der diskuterer undersøgelsens resultater fremadrettet¹.

Oplysninger om corporate governance – krav og praksis

I efteråret 2005 indførte Fondsbørsen for første gang en oplysningsforpligtigelse, der kræver at danske børsnoterede selskaber forholder sig til de danske corporate governance anbefalinger efter

¹ En udvidet udgave af artiklen kan downloades på www.cbs.dk/staff/trjacc. Den udvidede udgave indeholder supplerende tabeller.

det såkaldte følg eller forklar princip. Kravet, der er gældende for regnskabsperioder startende 1. januar 2006 eller senere², var en anbefaling fra Fondsbørsens komité for god selskabsledelse³, der forinden havde revideret de danske anbefalinger (Fondsbørsens komité for god selskabsledelse, 2005). Oplysningskravet er vist i tabel 1. Udover kravet om en følg eller forklar-redegørelse er en række anbefalinger i sig selv konkrete anbefalinger om at afgive oplysninger⁴.

Tabel 1 – Fondsbørsens krav om følg eller forklar-redegørelse

Reglen	Fondsbørsens kommentarer
<p>§ 35. Danske selskaber skal i deres årsrapport give en redegørelse for, hvorledes de forholder sig til Anbefalingerne for god selskabsledelse, som er en del af dette regelsæt. Selskaberne skal anvende ”følg eller forklar”-princippet ved udarbejdelsen af redegørelsen.</p>	<p>Reglen er gældende fra årsrapporter for regnskabsår startende 1. januar 2006 eller senere.</p> <p>Bemærk at Fondsbørsen har valgt at afgrænse redegørelsens placering til årsrapporten.</p> <p>I Fondsbørsens kommentarer angives at selskaberne fx kan følge reglen ved at forholde sig til hver enkelt anbefaling eller i beretningsform for hvert hovedafsnit i anbefalingerne.</p> <p>Kommentarerne fremhæver at der bør fokuseres på de områder, hvor anbefalingerne ikke følges.</p>

Det kunne forventes, at selskabernes rapportering om corporate governance vil være en kombination af den overordnede følg eller forklar redegørelse, oplysninger i henhold til konkrete anbefalinger samt en eventuel generel beskrivelse i forhold til udvalgte områder af anbefalingerne. Fondsbørsens oplysningsforpligtigelse giver dog betydelig spillerum i forhold til, hvordan corporate governance redegørelsen skal udformes.

I foråret 2007 har danske børsnoterede virksomheder i årsrapporterne for 2006 for første gang oplyst om deres efterlevelse af de danske corporate governance anbefalinger. Med henblik på at give et indtryk af, hvordan de mest omsatte selskaber har valgt at fortolke oplysningsforpligtigelsen, er C20-selskabernes corporate governance-redegørelser gennemgået i forhold til deres tilgange til følg eller forklar-princippet. Dette er opsummeret i tabel 2.

² Kravet er indsat i Regler for Notering på Københavns Fondsbørs A/S – Del II Aktier, § 35 (tidligere § 36).

³ Komitéen var på daværende tidspunkt tilknyttet Fondsbørsen, men sekretariatet for komitéen er siden flyttet til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

⁴ Disse er vist i den udvidede udgave af artiklen, jf note 1.

Tabel 2 – Danske corporate governance redegørelser i årsrapporter for 2006

Tilgang til redegørelsen efter følg eller forklar princippet	Antal selskaber (18 i alt)⁵
A. Selskabet oplyser, at alle anbefalinger følges	2 (11 %)
B. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges og fremhæver disse særskilt med en tilknyttet forklaring	8 (44 %)
C. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges og fremhæver disse særskilt, men der gives ingen forklaringer.	1 (6 %)
D. Selskabet oplyser, at enkelte anbefalinger ikke følges. Disse fremhæves ikke særskilt, men er indarbejdet i en generel redegørelse	4 (22 %)
E. Selskabet indikerer, at enkelte anbefalinger ikke følges og der er en generel redegørelse, men det er ikke muligt at identificere anbefalinger som selskabet skulle have valgt at fravige.	3 (17 %)

To selskaber oplyser, at de følger alle anbefalinger, mens de øvrige angiver mellem 1 og 14 afvigelser. Halvdelen af de undersøgte selskaber har valgt at præsentere afvigelse særskilt i corporate governance afsnittet, der ofte yderligere indeholder generelle informationer om corporate governance. Dette minder om den britiske praksis, hvor corporate governance rapporteringen består af to dele: en kort erklæring, der identificerer afvigelser fra anbefalingerne og en beretning, der oplyser om selskabets generelle tilgang til corporate governance. Et enkelt selskab giver ikke forklaringer på afvigelse, men de øvrige giver en kort forklaring for hver afvigelse.

Den anden hovedgruppe blandt de undersøgte selskaber inkluderer afvigelse i en generel redegørelse for corporate governance, der hovedsageligt er struktureret efter anbefalingernes otte rationaler. Dette er helt i overensstemmelse med Fondsbørsens kommentarer til oplysningsforpligtelsen og det er måske naturligt, at eventuelle afvigelser placeres under de områder, hvor de hører hjemme. På den anden side vil nogle regnskabsbrugere måske savne et konkret og hurtigt overblik over selskabets tilgang til anbefalingerne. Ulempen ved denne løsning kan endvidere være, at afvigelser 'drukner' i mængden af generelle informationer. I 3 af de undersøgte selskaber har det eksempelvis ikke været muligt at identificere de anbefalinger som selskabet har valgt at fravige.

Tabel 3 gengiver nogle karakteristika fra undersøgelsen. Det er tydeligvis blevet praksis at henvise til hjemmesiden for uddybende informationer om corporate governance. Således vil fremtidige årsrapporter sikkert fortsætte denne tendens og i højere grad have detaljerede informationer på hjemmesiden og nøjes med en kortfattet stillingtagen til anbefalingerne samt en opdatering over ændringer og større begivenheder i relation til corporate governance i årsrapporten.

⁵ Der tages udgangspunkt i C20-indekset, der består af de 20 hyppigst omsatte aktier på Fondsbørsen. Nordea er ikke medtaget, da selskabet er svensk og derfor ikke underlagt de danske regler. A.P. Møller – Mærsk har både A- og B-aktien optaget i C20-indekset. Undersøgelsen medtager derfor 18 selskaber.

Tabel 3 – Karakteristika for de undersøgte redegørelser

Antal sider (gennemsnit)	2,8 sider
Antal afvigelser (gennemsnit)	Mellem 0 og 14
Anbefalinger, der hyppigst afviges	VI.3 – Åbenhed om ledelsens vederlag (11 selskaber) V.9 – Valgperiode for bestyrelsesmedlemmer (7 selskaber) V.7 – Tiden til bestyrelsesarbejdet og antallet af bestyrelsesposter (6 selskaber) V.11 – Evaluering af bestyrelsens og direktionens arbejde (6 selskaber) V.1 – Rekruttering og valg af bestyrelsesmedlemmer (4 selskaber)
Henvi sning til uddybende oplysninger på hjemmeside?	12 (67 %)

Blandt de undersøgte selskaber er antallet af afvigelser mellem 0 og 14. Det giver dog ikke mening at fortolke yderligere omkring omfanget af afvigelser, lave ranglister og udregne gennemsnit. Det skyldes, at der synes at være betydelige forskelle i, hvor stringent selskaberne fortolker de enkelte anbefalinger, ligesom det ikke er alle selskaber, der klart angiver hvilke anbefalinger der ikke følges (jf. tabel 2)⁶. Eksempelvis er der selskaber, der ikke følger anbefalingerne om afgivelse af konkrete oplysninger, men som ikke opgiver disse som afgivelser.

Der er en del gentagelser blandt de anbefalinger, der ikke følges. Overordnet kan det måske hævdes, at såfremt en anbefaling afviges af mange selskaber, så kan anbefalingen ikke betragtes som national best practice og skal måske overvejes ved næste revision af anbefalingerne. Den oftest forekommende afgivelse er anbefalingen om vederlagsoplysninger på individniveau for ledelsen, hvor mere end halvdelen af de undersøgte selskaber har valgt at fravige. Denne praksis er interessant, idet anbefalingen er indarbejdet efter henstilling fra EU-kommissionen (EU-Kommissionen, 2004). I den seneste opfølgning på den oprindelige henstilling, påpeger kommissionen da også, at netop ledelsens vederlag er et af de områder, hvor selskaber under følg eller forklar-princippet har vist mest modvilje mod at udvise åbenhed (European Commission, 2007a). Endelig er det et område, hvor der kommer stadig større forventninger om åbenhed – senest set gennem vedtagelsen af regeringens 'åbenhedspakke', der lovgiver om fastsættelse af og åbenhed om incitamentsaf lønning (L 178, 2007).

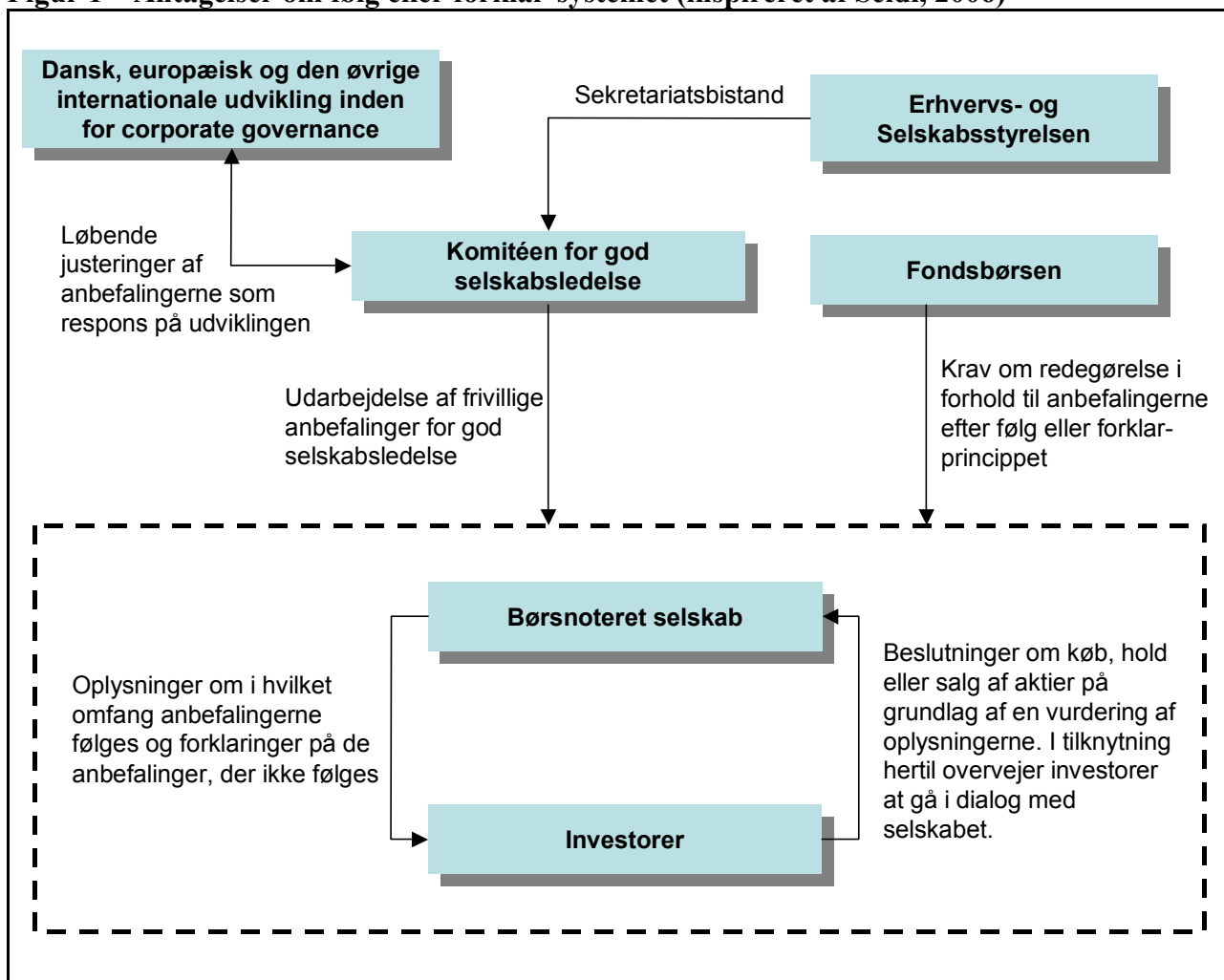
Det virker således ikke sandsynligt, at en kommende revidering af anbefalingerne vil nedtone krav om åbenhed i forhold til vederlag. Det samme er i princippet gældende for de hyppige afvigelser i forhold til anbefalingernes rationale V, der blandt andet er en indarbejdelse af EU-kommissionens henstilling om bestyrelsens sammensætning (EU-Kommissionen, 2005; se endvidere European Commission, 2007b). Det indikerer, at de anbefalinger der er størst modvilje omkring, er dem, hvor der har været en påvirkning fra EU.

⁶ En undersøgelse har vist, at der også synes at være forskelle i, hvor stringent anbefalingerne fortolkes blandt britiske selskaber (Grant Thornton, 2006).

Følg eller forklar-princippet

Afgivelse af en redegørelse efter følg eller forklar-princippet indebærer at ledelsen skal forholde sig til hver enkelt anbefaling og enten bekræfte, at alle anbefalinger følges eller angive og begrunde hvilke anbefalinger, der ikke følges. Det er principielt frivilligt, om der afgives flere oplysninger end en kort redegørelse for at selskabet har forholdt sig til anbefalingerne og en eventuel angivelse af anbefalingerne, der ikke følges og den tilknyttede forklaring. Følges anbefalingerne om konkrete oplysninger i årsrapporten, vil det dog være naturligt, at disse oplysninger er placeret sammen med en overordnet redegørelse. Følg eller forklar-princippets anvendelse er anskueliggjort i figur 1 som et samspil mellem anbefalingerne, ledelsens stillingtagen, rapporteringen og aktionærerne.

Figur 1 – Antagelser om følg eller forklar-systemet (inspireret af Seidl, 2006)



Princippet har sin oprindelse i Storbritannien, hvor anbefalingerne i Cadbury-rapporten blev en del af regelsættet på London Stock Exchange gennem en følg eller forklar oplysningsforpligtigelse. Dette inspirerede de fleste vestlige lande til at udarbejde anbefalinger og kræve rapportering i forhold til disse. Inden for corporate governance har Storbritannien i høj grad været 'eksportør' af idéer og løsninger ikke blot gennem udbredelsen af reguleringsformen følg eller forklar, men også selve indholdet af de britiske anbefalinger har bredt sig til andre lande på trods af store forskelle i fx ejerstrukturer og kulturer (Cheffins, 2000).

I Danmark udarbejdede først Nørby-udvalget i 2001 og siden komitéen for god selskabsledelse i 2005 anbefalinger for corporate governance. Særligt det nyeste sæt anbefalinger har som nævnt taget den europæiske (EU's henstillinger) samt internationale udvikling i betragtning, og det at anbefalingerne hurtigt kan ændres og tilpasses fremhæves netop som fordelene frem for lovgivning, hvor ændringer ofte siges at være besværlige og langsommelige (selvom antallet af ændringer i selskabs- og regnskabslovgivningen de senere år måske ikke tyder på dette).

Figuren viser, hvordan børsnoterede selskaber i samspil med investorerne tilskyndes til selvregulering af de forhold som er indeholdt i anbefalingerne. Dette kaldes også soft law, hvor den eneste regel er oplysningsforpligtelsen, mens efterlevelse af anbefalingerne er frivillig. Følg eller forklar kan i teorien forstås som ligeværdige muligheder, men der er naturligvis en forventning om, at hovedparten af anbefalingerne følges. Det er der flere årsager til: a) komitéen har tænkt anbefalingerne som 'best practice', b) flere af anbefalingerne er formuleret tæt op af lovgivningen og c) nogle anbefalinger er så selvfølgelige eller bredt formuleret, at manglende efterlevelse er utænkelig⁷.

Systemet er baseret på en klar forventning om, at selskabets ledelse, dets aktionærer og potentielle aktionærer har behov for fleksibilitet og for løbende selv at tilpasse selskabets tilgang til corporate governance. Dette behov er hyppigt blevet gentaget af den danske komité samt generelt i den danske debat som et mere relevant alternativ til lovgivning. Som redskab får selskabet et sæt anbefalinger, der kræver stillingtagen, men som er ikke-bindende. Det betyder, at fravigelser fra anbefalingerne ikke pr. definition skal opfattes negativt – det er op til markedet at vurdere. Det er derfor investorerne, der forventes at sanktionere ved utilfredshed med den valgte tilgang, enten ved at gå i dialog med ledelsen, ved at 'stemme med fødderne' og sælge aktien eller ved helt at undlade at købe aktien.

Følg eller forklar-systemet giver fleksibilitet og mulighed for, at aktørerne selv kan finde frem til den optimale corporate governance tilgang for hvert enkelt selskab. Det vil sige, at dem der bliver berørt af selskabets adfærd (investorerne) også skal 'sanktionere' adfærden i hvert tilfælde frem for en traditionel lovgivningsløsning, hvor generelle regler anvendes for alle. Systemet lyder umiddelbart besnærende, men det er værd at være opmærksom på, at der er forudsætninger, der skal opfyldes, hvis dette skal være mere end blot en symbolsk øvelse.

For det *første* skal investorerne have reel mulighed for at vurdere selskabets corporate governance tilgang. Dette kræver et fyldestgørende beslutningsgrundlag, der altså (jf. figuren) forventes tilvejebragt gennem udarbejdelse af et sæt anbefalinger og et tilknyttet rapporteringskrav. Forudsætninger for dette er blandt andet, at anbefalingerne dækker over en, for investorer og andre aktører, meningsfuld forståelse for corporate governance samt ikke mindst, at det igennem en følg eller forklar-redegørelse og relaterede oplysninger er muligt at tilvejebringe et meningsfuldt beslutningsgrundlag. Et spørgsmål er her, om anbefalingerne kan formuleres således, at en følg eller forklar-tilgang sætter investorerne i stand til at få et klart indtryk af selskabets tilgang til corporate

⁷ Blandt andet af disse grunde kunne det, som påpeget af Hansen (2006), være fornuftigt at overveje sammenhængen til lovgivningen, hvorvidt der er overflødige anbefalinger fordi der allerede er taget højde herfor i lovgivningen eller anden regulering samt hvorvidt der er anbefalinger der med fordel kan lovgives om. Dette samspil mellem lovgivning og anbefalinger vil formentlig få stigende opmærksomhed fremover, hvilket senest er set i forbindelse med regeringens 'åbenhedspakke' i relation til lovgivning om incitamentsafłønning, der blev ledsaget af tilkendegivelse fra komitéen for god selskabsledelse om at udforme en vejledning om incitamentsafłønning.

governance. Denne forudsætning er til diskussion i de efterfølgende afsnit om investors informationskilder, holdninger til følg eller forklar-princippet samt udvalgte oplysningers relevans.

For det *andet* skal investorerne være interesseret i at anvende oplysningerne i deres investeringsbeslutninger. Følg eller forklar-princippet forudsætter at investor foretager en vurdering af corporate governance og anvender dette i grundlaget for investeringsbeslutninger. Det forventes således, at corporate governance forhold kan være kurspåvirkende, hvilket også blev fremhævet af både den første Nørby-rapport og den seneste rapport fra komitéen. Denne forudsætning diskuteres i afsnittet om anvendelse af oplysninger om corporate governance.

Præsentation af undersøgelsen

I de resterende dele af artiklen gennemgås resultaterne fra en undersøgelse af danske investors holdninger til og anvendelse af corporate governance oplysninger. Resultaterne tager udgangspunkt i data indsamlet i forbindelse med en kandidatafhandling (Frantzen and Nielsen, 2007).

Undersøgelsen er foretaget i foråret 2007 blandt både professionelle og private investorer⁸ og er gennemført gennem et webbaseret spørgeskema. Spørgeskemaet er sendt til cirka 400 professionelle og 600 private investorer⁹. I alt er der modtaget 180 brugbare svar fordelt på 48 professionelle investorer og 132 private investorer.

Respondenterne er spurgt om deres erfaring med aktieanalyse, rådgivning eller investering. Svarene fordeler sig i fire nogenlunde lige store grupper: 16% svarer at de har mere end 20 års erfaring, 25% mellem 10 og 20 år, 27% mellem 5 og 10 år og endelig svarer 32% at de har under 5 års erfaring. Derudover er der spurgt til investorernes investeringshorisont. Hertil svarer de færreste (7%) at de har en kort investeringshorisont og denne gruppe består overvejende af private investorer. Der er 38%, der tilkendegiver en lang investeringshorisont, mens de resterende 53% svarer, at de investerer på både lang og kort sigt.

Nedenstående resultater er testet for signifikante forskelle i forbindelse med følgende karakteristika¹⁰: 1) professionelle eller private investorer, 2) års erfaring med aktieanalyse, rådgivning eller investering og 3) længden af investeringshorisonten. Det kunne forventes, at investorer med længere investeringshorisont udviser større interesse for corporate governance, ligesom erfarne investorer kunne antages at anvende corporate governance anderledes end mindre erfarne investorer. De foretagne tests viser dog ikke at forskelle på disse områder er signifikante. Derimod er der en signifikant forskel på svarene fra henholdsvis private og professionelle investorer for flere af spørgeskemaets udsagn. Dette er markeret i de viste tabeller.

⁸ I afrapporteringen af undersøgelsen anvendes konsekvent betegnelsen 'investorer' om respondenterne. Det skal dog bemærkes at der blandt de professionelle investorer også optræder rådgivere. I alt har 14 rådgivere svaret på spørgeskemaet.

⁹ De professionelle investorer er fundet gennem Finanstilsynets hjemmeside, hvor alle registrerede fondsmæglerselskaber, liv- og pensionsselskaber og pengeinstitutter er identificeret. Efter en frasortering af de mindste liv- og pensionsselskaber samt spare- og andelskasser er hvert selskabs hjemmeside gennemgået med henblik på at finde relevante e-mailadresser til de personer der arbejder med investering og aktieanalyser. Spørgeskemaet til de private investorer er udsendt gennem Dansk Aktionærforenings mailingliste for medlemmer, der tidligere har tilkendegivet at de er villige til at besvare spørgsmål, undersøgelser m.v. udsendt af foreningen.

¹⁰ Proceduren Proc glm i SAS anvendes til sammenligning af grupper, da der er tale om en ubalanceret variansanalyse. Statistisk signifikans vurderes på basis af F-statistikken.

Kilder til corporate governance oplysninger

Investorerne er spurgt om, hvilke informationskilder der generelt anvendes og hvilke kilder, der anvendes specifikt til indhentning af oplysninger om corporate governance. Resultaterne er vist i tabel 4.

Tabel 4 – Investor anvendelse af informationskilder¹¹

	I hvor høj grad anvendes disse kilder ved en investeringsbeslutning eller rådgivning om investering?						
	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	Meget høj / høj grad	Nogen grad / mindre grad	Slet ikke / ved ikke
Årsrapporter	3,33***	1,16	0	178	46,6%	48,3%	5,1%
Dagspressen	3,39	1,02	0	176	50,0%	45,5%	4,5%
Selskabets hjemmeside	3,06***	1,05	2	175	34,3%	57,7%	8,0%
Aktieanalyser	3,66***	0,97	1	174	63,2%	33,3%	3,4%
Bankrådgiver	1,74***	1,13	4	169	11,2%	25,4%	63,3%
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	2,12	1,06	1	175	12,6%	52,6%	34,9%
Møder direkte med selskabet	1,88***	1,23	1	172	13,4%	30,2%	56,4%
Aktiehåndbog og nyhedsbreve mv. fra Dansk aktionærforening	2,51^^^	1,27	0	177	28,2%	41,2%	30,5%
Artikler mv. fra internettet	3,32^^	1,02	0	180	45,6%	51,1%	3,3%
Andet	2,92	1,61	38	116	30,2%	16,4%	53,4%
	I hvor høj grad anvendes disse kilder til indhentning af corporate governance oplysninger?						
	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	Meget høj / høj grad	Nogen grad / mindre grad	Slet ikke / ved ikke
Årsrapporter	3,04	1,25	2	177	40,7%	44,6%	14,7%
Dagspressen	2,93	1,1	2	174	33,3%	53,4%	13,2%
Selskabets hjemmeside	2,78	1,19	4	175	27,4%	54,3%	18,3%
Aktieanalyser	2,65	1,17	5	173	26,0%	49,7%	24,3%
Bankrådgiver	1,42	0,84	8	168	3,0%	22,0%	75,0%
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	1,95	1,05	6	172	8,7%	44,8%	46,5%
Møder direkte med selskabet	1,69***	1,16	5	170	9,4%	24,7%	65,9%
Aktiehåndbog og nyhedsbreve mv. fra Dansk aktionærforening	2,15^^^	1,18	4	174	15,5%	40,8%	43,7%
Artikler mv. fra internettet	2,67^^^	1,15	3	172	22,7%	55,8%	21,5%
Andet	1,68	1,25	29	88	10,2%	8,0%	81,8%

Symbolforklaring (tilsvarende symboler gælder også for artiklens øvrige tabeller):

*** anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af professionelle end private og signifikansniveauet er 1%

** anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af professionelle end private og signifikansniveauet er 5%

* anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af professionelle end private og signifikansniveauet er 10%

^^^ anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af private end professionelle og signifikansniveauet er 1%

^^ anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af private end professionelle og signifikansniveauet er 5%

^ anvendes når pågældende informationskilde anvendes signifikant mere af private end professionelle og signifikansniveauet er 10%

Tidligere studier af investorers anvendelse af forskellige informationskilder har vist, at ingen kilder skiller sig ud som den foretrukne informationskilde, men at investorer generelt anvender en kombination af både skriftlige (fx årsrapporter) og verbale (fx møder) informationskilder¹². Tilsvarende viser denne undersøgelse, at investorer anvender både årsrapporter, selskabets hjemmeside, artikler i dagspressen og på internettet samt aktieanalyser i vid udstrækning. Som forventet, afviger privates informationskilder dog fra professionelle, idet professionelle i højere grad anvender information direkte fra selskabet (årsrapporter, hjemmeside og direkte møder) eller informationer fra professionelle rådgivere (aktieanalyser og bankrådgivere).

¹¹ I denne og efterfølgende tabeller er gennemsnittet beregnet på baggrund af følgende skala fra 1 til 5: meget høj grad=5, høj grad=4, nogen grad=3, mindre grad=2 og slet ikke=1. Har respondenter svaret 'ved ikke' tæller dette ikke med i gennemsnittet. De seks svarmuligheder er i alle tabeller fordelt på tre grupper, henholdsvis dem der har svaret 1) meget høj grad eller høj grad, 2) nogen grad eller mindre grad samt 3) slet ikke eller ved ikke.

¹² Se fx Hellman (2005, s. 299-300), der foretager en gennemgang af tidligere studier om investorers anvendelse af forskellige informationskilder.

Det bemærkes, at kildeanvendelsen er højere for generel indhentning af information sammenlignet med en specifik indhentning af corporate governance oplysninger. Dette indikerer at de nævnte kilder vurderes værdifulde for andet end corporate governance oplysninger.

Hvad angår information specifikt om corporate governance, er den primære informationskilde årsrapporten og til dels dagspressen. Dette er ikke overraskende, idet kravet om følg eller forklar-redegørelsen netop retter sig mod årsrapporten. I tilknytning til årsrapporten benytter professionelle investorer sig endvidere i nogen udstrækning af møder direkte med selskabet med henblik på at danne sig et billede af corporate governance i det enkelte selskab. Således svarer 48,9% af de professionelle at de i høj grad eller meget høj grad anvender denne informationskilde og 17% angiver at dette sker i nogen grad eller mindre grad. Dette er i overensstemmelse med Hendry m.fl.'s (2004) undersøgelse blandt professionelle investorer, der dog yderligere identificerer 'rating'- og analysevirksomheder¹³ som kilder til investorers indsamling af corporate governance informationer. Nærværende undersøgelse har desværre ikke undersøgt sådanne mellemlid i corporate governance rapporteringen, men det kunne være et interessant område at belyse i fremtidige undersøgelser.

Investorerne er også spurgt specifikt om, hvorvidt følg eller forklar-princippet har ført til bedre corporate governance informationer. Som det fremgår af tabel 5, er der cirka en fjerdedel, der i høj grad eller i meget høj grad mener, at dette er tilfældet. Derudover har yderligere godt 50% noteret, at der er sket forbedringer i corporate governance rapporteringerne. Det skal bemærkes, at der ikke kan ses signifikante forskelle på svarene fra henholdsvis private og professionelle investorer.

Der er tilsyneladende en generel anerkendelse af at Fondsbørsens oplysningsforpligtelser, der i 2001 tilskyndede og i 2006 krævede at børsnoterede selskaber rapporterer om corporate governance, har haft en betydning for informationsniveauet. Imidlertid behøver resultaterne som vist i tabel 4 og 5 dog ikke at betyde andet end, at investorerne har observeret flere informationer om corporate governance og at de ved hvor de skal finde disse informationer. Undersøgelsen har derfor også fokuseret på i hvilket omfang og til hvilke formål informationerne anvendes.

Tabel 5 – I hvor høj grad mener du at følg eller forklar-princippet har medført...

	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	Meget høj / høj grad	Nogen grad / mindre grad	Slet ikke / ved ikke
Forbedret kvalitet i corporate governance rapporteringen	3,14	0,81	37	177	24,9%	52,0%	23,2%

Anvendelse af corporate governance oplysninger

Dette afsnit er delt i to. Først omtales et udpluk af udenlandske studier, der har forsøgt at undersøge sammenhængen mellem corporate governance og investeringsbeslutninger. Dernæst præsenteres undersøgelsens resultater vedrørende anvendelse af corporate governance oplysninger.

¹³ Eksempler på sådanne virksomheder er Governance Metrics International, Deminor, Investor Responsibility Research Centre og Pensions Investment Research Consultants.

Er corporate governance kurspåvirkende?

McKinsey-studierne (McKinsey, 2002) bliver ofte fremhævet, idet disse tilsyneladende dokumenterer, at investorer er parate til at betale mere for aktier med, hvad McKinsey definerer som, god corporate governance. I 2002-undersøgelse kom McKinsey frem til at investorer i Vesteuropa og USA ville betale mellem 12 og 15% mere for et selskab med god corporate governance. Lignende resultater kan dog ikke genfindes i den egentlige forskning og der er god grund til at være skeptisk overfor, om værdiansættelsen virkelig afspejler corporate governance i så høj en grad.

Når bestyrelsesfunktionen (der jo netop er centralt i de danske anbefalinger) specifikt undersøges, er der således ikke meget der tyder på en sammenhæng til selskabets præstationer, hvilket for eksempel er vist i Dalton m.fl.'s (1998) gennemgang af en lang række studier herom (se også Rose, 2005). Dette bekræftes endvidere i et af de mest omfattende studier gennemført af Larcker m.fl. (2004), der anvender en lang række metoder for at teste sammenhængen mellem corporate governance og værdiansættelse. Larcker m.fl. konkluderer, at en sådan sammenhæng formentlig ikke kan identificeres, så længe der anvendes generelle strukturelle indikatorer (fx andelen af eksterne bestyrelsesmedlemmer, deres alder, forekomsten af revisionsudvalg osv.). Larcker m.fl. kritiserer således de virksomheder, der sælger corporate governance ratings netop baseret på sådanne indikatorer¹⁴ – der er ikke belæg for at hævde, at der er en almengyldig opskrift på god corporate governance.

Dette behøver dog ikke at betyde, at corporate governance ingen betydning har, men nok snarere at det er vanskeligt at undersøge, idet det kan være svært at isolere betydningen af corporate governance¹⁵. En anden årsag kan, som indikeret af Larcker m.fl., være at forskellige corporate governance faktorer har varierende betydning i forskellige situationer – fx er det måske ikke altid afgørende, om der er uafhængige medlemmer i bestyrelsen, det kan måske også være, at bestyrelsesudvalg vil virke negativt i nogle selskaber og positivt i andre, ligesom nødvendigheden af forskellige governance strukturer kan variere alt efter, om selskabet præsterer stærke eller svage finansielle resultater¹⁶. Endelig kan årsagen jo også være, at investorerne ikke indregner corporate governance i værdiansættelsesmodellen løbende, men alene tager højde for corporate governance, når der er store nyheder herom (fx skandaler). Dette argument har været fremført af Deutsche Bank (2004) som følge af en undersøgelse, hvor der nok kan findes en sammenhæng mellem corporate governance og den historiske aktieværdiansættelse, men hvor der ikke kan findes en sammenhæng til den aktuelle værdiansættelse.

Forventningen om at corporate governance har en betydning for værdiansættelsen kan altså ikke entydigt bekræftes af disse studier, hvorfor det er interessant at se på, om andre typer af studier kan kaste mere lys over, hvilken betydning ikke-finansielle informationer som corporate governance, kan have for investeringsbeslutninger. Et dyberegående feltstudie af Hellman (2005) foretaget blandt svenske institutionelle investorer kan heller ikke bekræfte, at kvalitative informationer, fx

¹⁴ Eksempler er nævnt i note 13.

¹⁵ Det skal dog nævnes at en større og ofte refereret undersøgelse foretaget af Gompers m.fl.. (2003) fremfører at corporate governance har haft signifikant betydning for værdiansættelsen af amerikanske børsnoterede virksomheder. Imidlertid fortolker denne undersøgelse overvejende corporate governance som aktionærrettigheder og undersøger dermed primært betydningen af forskellige overtagelsesværn og andre rettighedsbegrænsninger på markedets værdiansættelse. Der er således intet belæg for direkte at overføre disse resultater i forhold til de danske anbefalinger, der jo primært fokuserer på andre forhold.

¹⁶ Se endvidere Hendry m.fl. (2004) herom.

vedrørende corporate governance, tillægges større betydning i investeringsbeslutninger. Hellman's studie er interessant, fordi han undersøger baggrunden for faktiske aktiehandler foretaget over en længere periode. Han kommer frem til, at de konkrete beslutninger om at købe eller sælge aktier ofte er begrundet i simple kvartalsvise opdateringer af regneark. Disse opdateringer var oftest foretaget på baggrund af ny finansiel information eller forventninger hertil. Investorerne gjorde stort set ingen forsøg på at kvantificere den kvalitative information. I det omfang at den kvalitative information spillede en rolle, var det som baggrund for at kunne hæfte simple indtryk på de enkelte selskaber såsom: 'troværdig ledelse', 'risikofyldt strategi' eller 'svag pipeline'¹⁷.

Nogenlunde samme konklusion når Hendry m.fl. (2004) frem til i en undersøgelse af europæiske investorers corporate governance overvejelser. I modsætning til Hellman's mere generelle studie fokuserer Hendry m.fl. specifikt på hvilken rolle corporate governance spiller i investeringsbeslutninger. I lighed med Hellman når Hendry m.fl. frem til, at corporate governance ikke kvantificeres¹⁸. Hendry m.fl. finder frem til at investorerne ser corporate governance som et væsentligt forhold, dog ikke som en faktor i den egentlige værdiansættelse, men snarere som en ikke-kvantificeret risikofaktor, der kan betyde fravalg af investeringsmuligheder eller, hvis investeringen foretages, at investor er ekstra påpasselig og opmærksom. Ifølge dette studie betragter investorerne således corporate governance som en del af de initiale overvejelser og fortrinsvis rettet imod identifikation af risici knyttet til svage corporate governance strukturer.

Der er altså grund til at være opmærksom på forudsætningerne for at følg eller forklar-systemet fungerer. Investorernes holdninger til corporate governance og de informationer der fremkommer ved anvendelse af følg eller forklar-princippet har, jf. ovenstående, stor betydning for relevansen af følg eller forklar-princippet, men kan ikke tages for givet. Artiklens undersøgelse synes derfor relevant.

Undersøgelsens resultater om anvendelsen af corporate governance oplysninger

Den mest vidtgående anvendelse af corporate governance oplysninger vil være situationer, hvor oplysningerne har betydning for en kvantificering i værdiansættelsesprocessen. Som studierne gennemgået i det ovenstående viser, er der ikke meget der tyder på, at en sådan kvantificering forekommer i praksis. Corporate governance diskussioner fokuserer ofte på risikoen ved at investere i et givent selskab og det kunne derfor antages at corporate governance havde en betydning for ejernes afkastkrav såfremt estimeringen heraf sker ud fra fundamentale faktorer (se fx Petersen and Plenborg, 2005, s. 226). Investorerne i undersøgelsen er spurgt om, hvorvidt de anvender corporate governance oplysninger ved fastsættelse af afkastkravet. Dertil svarer 23%, at det har en betydning for fastsættelsen af afkastkravet. Den relative andel af professionelle investorer er her størst, idet 34% af alle professionelle investorer har svaret at corporate governance har en betydning for fastsættelsen af afkastkravet (ikke rapporteret i tabel). Naturligvis er spørgsmålet

¹⁷ Hellman antyder, at årsagen til at kvalitativ information ikke spiller en større rolle i de enkelte investeringsbeslutninger, er de begrænsede ressourcer de enkelte investorer har til at foretage vurderinger af de enkelte investeringsmuligheder. Når ressourcerne er begrænsede, fører det ifølge Hellman til en overdreven tiltro til den kvartalsvise opdatering af regnearket, hyppig anvendelse af eksterne rådgivere og snævre afgrænsninger af potentielle investeringsmuligheder.

¹⁸ Disse konklusioner er interessante, idet de er i modstrid med de førnævnte McKinsey studier, hvor investorer hævder at ville betale 12-16% mere for en aktie fra et selskab med, det som McKinsey definerer som, god corporate governance frem for et selskab med svage corporate governance strukturer.

forbundet med en vis usikkerhed, ligesom der ikke spørges til, hvor væsentlig corporate governance måtte være i forbindelse med fastsættelse af afkastkravet. Endelig kan der være andre måder at kvantificere betydningen af corporate governance. Denne betydning kunne også indarbejdes ved justeringer af cash flow i værdiansættelsen, hvilket måske særligt er relevant i forbindelse med forhold der meget direkte knytter sig til selskabets præstationer – som fx incitamentsaf lønning.

Hendry m.fl.'s (2004) undersøgelse viser, at europæiske investorer anvender corporate governance i forbindelse med en indledende vurdering om, hvorvidt der skal investeres i selskabet – med andre ord, som en faktor der har betydning for en screening af markedet med henblik på at identificere eller fravælge investeringsmuligheder. Hendry m.fl. påpeger også at investorerne forsøger at inddrage corporate governance betragtninger i en kvalitativ forståelse for risici ved investeringen. På denne baggrund er der spurgt til de to anvendelsesformer i den danske undersøgelse. Derudover er investorerne spurgt om, hvorvidt at corporate governance oplysningerne anvendes til vurdering af henholdsvis daglig ledelse og bestyrelse som vist i tabel 6. De respondenter, der angiver at anvende corporate governance til fastsættelse af afkastkravet, ligger også signifikant højere i forhold til de fire anvendelsesformer end de øvrige respondenter (ikke rapporteret i tabel). Dette viser, at en kvantificeret indarbejdelse af corporate governance oplysningerne ikke udelukker kvalitative vurderinger.

Resultaterne viser, at mange investorer anvender corporate governance oplysningerne til vurdering af daglig ledelse og bestyrelsen. Det er interessant at vurderingen af daglig ledelse vurderes så højt, idet Fondsbørsen's komité og corporate governance debatten generelt har størst fokus på bestyrelsesfunktionen. Dette kunne indikere, at der er behov for større corporate governance fokus i relation til direktionen. Med hensyn til brugen af oplysningerne til en indledende vurdering samt risikobetragtningerne, synes der også at være en vis grad af anvendelse, om end at resultatet af spørgsmålet om anvendelsen til til- og fravalg af investeringsmuligheder ikke synes så stærkt som Hendry m.fl. fandt blandt europæiske professionelle investorer. Det skal i den sammenhæng bemærkes, at der ved ingen af de fire anvendelsesformer er fundet signifikante forskelle i besvarelserne fra professionelle og private investorer.

Tabel 6 – Anvender du corporate governance relaterede oplysninger til...

	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	Meget høj / høj grad	Nogen grad / mindre grad	Slet ikke / ved ikke
Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	2,73	1,14	1	174	25,3%	55,7%	19,0%
Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	3,16	1,15	1	177	43,5%	43,5%	13,0%
Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	3,02	1,11	1	174	36,2%	50,0%	13,8%
En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	2,94	1,12	1	174	30,5%	55,7%	13,8%

Med henblik på forståelse af sammenhængen mellem anvendelsesformer og informationskilder er besvarelserne for hver af de fire former opdelt i to grupper: 1) dem der anvender corporate governance oplysninger i meget høj, høj eller nogen grad og 2) dem der kun i mindre grad eller slet ikke anvender oplysningerne. Disse grupper er testet for signifikante forskelle i forhold til de

informationskilder der er nævnt i tabel 4¹⁹. Resultaterne viser (ikke rapporteret i tabel), at vurderingen af de enkelte informationskilder ikke varierer alt efter, hvilke anvendelsestyper, der er tale om. Det kunne fx forventes, at dem der ligger vægt på vurderingen af dagligledelse/bestyrelse i højere grad anvender møder med selskabet til indhentning af informationer, men dette kan altså ikke ses af resultaterne. Det ses dog i overvældende grad, at dem som angiver at anvende corporate governance på en af de fire måder, også generelt vurderer kilderne til indsamling af corporate governance oplysninger langt højere end de øvrige. Dette er måske ikke overraskende, men det bekræfter, at der er en gruppe af investorer med ganske stor interesse for corporate governance. Når testen foretages i forhold til det generelle spørgsmål om indsamling af information til investeringsbrug (det første spørgsmål i tabel 4), så ligger dem, der ikke anvender corporate governance, betydeligt tættere på dem, der anvender corporate governance. Dette indikerer, at denne gruppe stadigvæk anerkender fx årsrapporten som relevant til investeringsbeslutninger, men altså ikke for så vidt angår corporate governance oplysninger.

Investorerne er også blevet spurgt om, hvordan de vil forholde sig til corporate governance rapportering om efterlevelse af de danske anbefalinger (tabel 7). Respondenterne synes generelt at se meget positivt på en 100% efterlevelse af anbefalingerne således som 2 af selskaberne i C20-indekset tilkendegiver. Tankegangen bag følg eller forklar-princippet er dog at fravigelse i princippet er ligeværdig med efterlevelse. Derfor burde besvarelserne være lige så positive for den anden mulighed, dvs. situationen hvor ikke alle anbefalinger efterleves, men hvor der argumenteres for fravigelserne. Imidlertid synes investorerne at vurdere denne mulighed noget lavere. Dette kunne indikere, at en del investorer ser manglende efterlevelse af anbefalingerne som en svaghed på trods af at der gives en begrundelse herfor.

I forbindelse med fremtidige undersøgelser (se forslag til sidst i artiklen) kunne det være interessant at belyse investorernes faktiske reaktioner på manglende efterlevelse. Opfattes fuld efterlevelse af anbefalingerne som vigtigst? Eller er der tilfælde, hvor også investorerne ser afvigelser som legitimt og som den optimale mulighed for det enkelte selskab.

Tabel 7 – Hvordan påvirker følgende forhold din beslutning om investering eller rådgivning om investering i et selskab?

	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	positivt	Delvist positivt	Neutralt	Delvist negativt	negativt	Det påvirker slet ikke
Selskabet efterlever alle anbefalinger	4,15	0,82	16	179	34,6%	38,0%	16,2%	1,7%	0,6%	8,9%
Selskabet efterlever ikke alle anbefalinger, men argumenterer for, hvorfor de afviger	3,6	0,90	14	178	13,5%	39,9%	29,2%	7,9%	1,7%	7,9%
Selskabet har ingen rapportering om anbefalingerne og undlader at forklare hvorfor	1,85	0,89	15	178	0,0%	5,1%	15,2%	32,6%	38,8%	8,4%

Vurderinger af udvalgte oplysningers relevans

Med henblik på at tilskynde respondenterne til at tage mere konkret stilling til corporate governance oplysninger, er investorerne spurgt om deres anvendelse af udvalgte oplysninger. Resultaterne er vist i tabel 8. Der tegner sig her et billede af, at investorerne er mest interesserede i at være

¹⁹ Statistisk signifikans vurderes også her på basis af F-statistikken.

informerede om faktisk vederlag, incitamentsordninger samt bestyrelsens aktie- og optionsbeholdninger. I spørgsmålet om vederlag er der spurgt om vederlag for de enkelte medlemmer og der kan således konstateres uoverensstemmelse mellem de informationer investorerne efterspørger og dem selskaberne er villige til at afgive. I undersøgelsen af C20's rapporteringspraksis havde 11 ud af 18 selskaber valgt at fravige anbefalingen relateret til åbenhed om ledelsens vederlag (se tabel 3).

Tabel 8 – I hvor høj grad anvender du oplysninger om følgende forhold ved en beslutning om investering eller rådgivning om investering?

	Gennemsnit	Standard afvigelse	ved ikke	Total	Meget høj / høj grad	Nogen grad / mindre grad	Slet ikke / ved ikke
Stemmeretsbegrænsning	2,36***	1,03	3	172	13,4%	62,8%	23,8%
Supplerende beretninger om miljø og etik samt videnregnskaber	2,27	0,97	2	174	10,3%	64,9%	24,7%
Antallet af bestyrelsesmedlemmer	1,88	0,9	2	173	4,0%	53,8%	42,2%
Bestyrelsesmedlemmernes øvrige ledelseshverv	2,53	1,14	2	172	20,9%	56,4%	22,7%
Bestyrelsens uafhængighed i forhold til selskabet	2,87	1,17	2	174	31,0%	52,3%	16,7%
Bestyrelsesmedlemmernes alder	2,03	1,03	1	173	8,1%	52,0%	39,9%
Bestyrelsens valgperiode	1,81	0,93	2	173	4,6%	46,8%	48,6%
Anvendelse af bestyrelsesudvalg, fx aflønningsudvalg	1,98	1,03	3	174	8,6%	48,3%	43,1%
De enkelte bestyrelses-medlemmers beholdninger af aktier, optioner mv. i selskabet	2,84	1,19	2	175	30,9%	50,3%	18,9%
De enkelte bestyrelsesmedlemmers vederlag	2,3	1,09	4	172	11,0%	57,6%	31,4%
De enkelte direktionsmedlemmers vederlag	2,47	1,16	2	173	19,1%	53,8%	27,2%
Bestyrelsesmedlemmers incitamentsordninger	2,77*	1,17	3	171	29,8%	49,1%	21,1%
Direktionens incitaments- og fratrædelsesordninger	2,89**	1,22	3	172	34,9%	44,2%	20,9%
Det valgte revisionselskab	1,97	1,10	2	174	10,9%	43,7%	45,4%
Honorar til revisionen for henholdsvis revisionsydelser og andre ydelser	1,74	0,93	4	174	6,3%	42,0%	51,7%
Anvendelse af revisionsudvalg	1,67	0,91	4	170	4,7%	38,2%	57,1%

Bestyrelsesmedlemmers baggrund (uafhængighed samt øvrige ledelseshverv) vurderes også højt af investorerne, men det er også netop områder, som har fået stor opmærksomhed. Revisionsmæssige

forhold samt bestyrelsesudvalg er andre områder, der også har fyldt meget i corporate governance udviklingen og som eksempelvis i Danmark er opprioriteret i den seneste udgave af anbefalingerne. Her er investorerne imidlertid generelt mere forbeholdne og synes ikke at efterspørge informationer om disse forhold i større udstrækning. Dette er bemærkelsesværdigt, idet skærpede tiltag inden for revision samt revisions- og andre bestyrelsesudvalg har været lanceret som primære tiltag med henblik på at genoprette tilliden på kapitalmarkederne efter store erhvervsskandaler som Parmalat og Enron. Eksempler på tiltag er EU's 8. direktiv samt den amerikanske Sarbanes-Oxley lovgivning.

Det skal også bemærkes at professionelle investorer udviser signifikant større interesse for informationer om incitamentsordninger end private. Det samme gælder i forhold til stemmeretsbegrænsning, hvilket formentlig kan forklares med at det oftere vil være professionelle frem for private der søger (og har reel mulighed for) at udøve aktivt ejerskab.

De udvalgte oplysninger er derudover sammenholdt med de fire anvendelsesformer (der er vist i tabel 6) og for hver af disse fire former bekræftes det, at når respondenter angiver at anvende corporate governance oplysninger, så vurderer investor også graden af anvendelse af de udvalgte oplysninger højere end de øvrige respondenter. Det er imidlertid ikke muligt at finde et mønster, når de fire anvendelsesformer sammenholdes med de udvalgte oplysninger. Det kunne forventes, at dem der tillægger vurdering af bestyrelsen stor vægt, vil have større interesse end andre i oplysninger om bestyrelsen, såsom bestyrelsens uafhængighed. Endvidere kunne det forventes, at dem, der anvender corporate governance til en kvalitativ vurdering af risikoen, vil være mere interesseret i oplysninger om incitamentsordninger og revisionsmæssige forhold. De foretagne tests har imidlertid ikke bekræftet sådanne mønstre.

Hvor væsentlige er oplysninger om corporate governance?

Når gennemsnittet for de enkelte oplysninger vurderes (baseret på en skala fra 1-5: slet ikke=1 og meget høj=5) synes investorernes anvendelse dog generelt at være beskedne. Kommentarerne i forrige afsnit skal således forstås som en sammenholdelse af resultaterne for de enkelte oplysninger i forhold til hinanden (anvendes nogle oplysninger mere end andre), og altså i mindre grad, hvor højt de enkelte oplysninger vurderes (i hvor høj grad anvendes oplysningerne).

Vurderinger af den gennemsnitlige anvendelse af de enkelte oplysninger viser, de oplysninger med de højeste gennemsnit er placeret mellem 2 og 3, hvilket på svarskalaen vil sige mellem mindre og nogen grad af anvendelse. Dette skyldes, at kun ganske få tilkendegiver en meget høj grad af anvendelse af disse oplysninger, mens en stor andel svarer, at de slet ikke anvender de pågældende oplysninger. Eksempelvis svarer knap 5%, at de i meget høj grad anvender oplysninger om de enkelte direktionsmedlemmers vederlag, mens 26% svarer at de slet ikke anvender disse oplysninger²⁰. Dette bekræfter ikke umiddelbart de tidligere omtalte McKinsey undersøgelser, der postulerer, at corporate governance vurderinger har stor betydning blandt investorer.

Imidlertid identificerer undersøgelsen dog en mere dedikeret gruppe af investorer, der synes at prioritere corporate governance ganske højt ved at angive at de overvejer corporate governance i

²⁰ Bemærk at disse andele ikke kan ses af tabel 8, idet tabellen for overskuelighedens skyld har opsummeret de seks svarmuligheder (meget høj grad, høj grad, nogen grad, mindre grad, slet ikke og ved ikke) på de tre kolonner yderst til højre.

forhold til afkastkravet eller at de i meget høj grad eller i høj grad benytter en af de fire anvendelsesformer. Det kunne være interessant i fremtidige undersøgelser at afdække, hvordan denne gruppe's overvejelser om corporate governance mere konkret udmønter sig i investeringsbeslutninger. Det skal tages i betragtning, at undersøgelser om *forventet* anvendelse (som den afrapporterede undersøgelse) af corporate governance må forventes at overvurdere anvendelsen sammenlignet med den *faktiske* anvendelse, som vist af Hellman (2005) og til dels af Hendry m.fl. (2004).

Det kunne således være interessant, hvis fremtidige danske undersøgelser på området kunne give mere viden om hvordan investorer *konkret* forholder sig til corporate governance og hvordan de rent *faktisk* reagerer på denne baggrund. Der kan afslutningsvis fremhæves tre typer af undersøgelser der kunne komme nærmere dette mål.

En mulighed er at foretage et såkaldt eventstudie, hvor en bestemt corporate governance begivenhed (fx ændringer i bestyrelsens sammensætning) identificeres for alle børsnoterede selskaber igennem en længere periode og sammenholdes med markedets reaktioner. Et eventstudie (som fx Rose, 2001) i forbindelse med offentliggørelse af diverse corporate governance variable kunne klarlægge hvorvidt informationen har relevans for investorer. Problemet med eventstudiet er ofte at isolere effekten af corporate governance fra andre effekter (informationer, der bliver frigivet sammen med corporate governance informationer), ligesom det kan være vanskeligt at indhente meget præcise data for udviklingen på aktiemarkedet samt offentliggørelsestidspunkter for informationen. Derudover kan tiden fra informationens offentliggørelse til investorreaktionen afvige fra den forventede og dermed forstyrre studiet (reageres der umiddelbart ved offentliggørelse eller først når forholdet realiseres i fx lavere risiko eller højere indtægter?).

En anden mulighed er et såkaldt associationsstudie, hvor mængden og arten af corporate governance oplysninger indsamles over en længere periode og sammenlignes med selskabets kapitalomkostninger. Eksempelvis kunne selskaber, der følger alle anbefalinger, sammenholdes over tid med selskaber, der vælger at fravige anbefalinger. En sådan undersøgelse kan give viden om faktiske reaktioner, men der kan være problemer med at isolere effekten af oplysningerne samt at undgå kausalitetsfordrejning (er det dem med lave kapitalomkostninger der har mange oplysninger eller er det højt oplysningsniveau der fører til lave kapitalomkostninger?).

Endelig er en tredje mulighed at gennemføre en konkret og fokuseret spørgeskemaundersøgelser, der tager udgangspunkt i konkrete virksomhedsbegivenheder og -forhold og sendes til de analytikere/investorer, der følger de pågældende virksomheder. Dette ville tvinge respondenterne til at tage stilling til noget meget konkret og nærværende, ligesom respondenterne kunne opfordres til at indikere hvordan han/hun rent faktisk reagerede. Dette kunne endvidere sammenholdes med konkrete udviklinger på aktiemarkedet.

Litteratur

Cheffins, B. (2000) 'Corporate Governance Reform: Britain as an Exporter', *Hume Papers on Public Policy*, 8(1).

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998) 'Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance', *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.

Deutsche Bank (2004), *Beyond the numbers - Corporate governance: Implication for investors*, Deutsche Bank AG.

EU-Kommissionen (2004) *Kommissionens henstilling af 14. december 2004 om fremme af en passende ordning for aflønning af medlemmer af ledelsen i børsnoterede selskaber* (Bruxelles: Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber).

EU-Kommissionen (2005) *Kommissionens henstilling af 15. februar 2005 om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsnoterede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet* (Bruxelles: Kommissionen for de Europæiske Fællesskaber).

European Commission (2007a) *Report on the application by member states of the EU of the commission recommendation on directors' remuneration* (Brussels: Commission of the European Communities 13.07.2007).

European Commission (2007b) *Report on the application by the Member States of the EU of the Commission Recommendation on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board* (Brussels: Commission of the European Communities 13.07.2007).

Fondsbørsens komité for god selskabsledelse (2005) *Reviderede anbefalinger for god selskabsledelse* (København: Københavns Fondsbørs).

Frantzen, S. & Nielsen, J. H. (2007), *Corporate governance: Investorers brug af corporate governance informationer ved en investeringsbeslutning og betydningen af følg eller forklar-princippet*, CBS, Cand.merc.aud. kandidatafhandling.

Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003) 'Corporate governance and equity prices', *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.

Grant Thornton (2006) *Fifth FTSE 350 corporate governance review 2006* (UK: Grant Thornton).

Hansen, J. L. (2006) 'Reform af den danske selskabslovgivning', *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, (1), 48-58.

Hellman, N. (2005) 'Can we expect institutional investors to improve corporate governance', *Scandinavian Journal of Management*, 21(3), 293-327.

Hendry, J., Kranz, U., & Sanderson, P. (2004), *Corporate governance as an investment criterion: evidence from UK and European fund managers*, Brunel University, Working paper no. 12.

L 178 (2007), *Lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love* Vedtaget af Folketinget den 1. juni 2007.

Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2004), *Does corporate governance really matter?*, The Wharton School, University of Pennsylvania, Working paper.

McKinsey (2002), *Global investor opinion survey*, McKinsey, <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>.

Petersen, C. and Plenborg, T. (2005) *Regnskabsanalyse for beslutningstagere* (København: Forlaget Thomson).

Rose, C. (2001) 'Aktiemarkedets reaktion på indførelsen af incitamentsprogrammer', *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 139 183.

Rose, C. (2005) 'The Composition of Semi-Two-Tier Corporate Boards and Firm Performance', *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.

Seidl, D. (2006), *Regulating organizations through codes of corporate governance*, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper no. 338.

Appendiks – Yderligere tabeller (ikke vist i R&R-versionen)

Konkrete anbefalinger om afgivelse af oplysninger

Anbefalinger om oplysninger, der er afgrænset til årsrapporten	
I.2	Det anbefales, at bestyrelsen med passende mellemrum vurderer, hvorvidt selskabets kapital- og aktiestruktur fortsat er i aktionærernes og selskabets interesse, samt redegør for denne vurdering i selskabets årsrapport.
V.4	Det anbefales, at årsrapporten indeholder følgende oplysninger om bestyrelsesmedlemmerne: a) den pågældendes stilling, b) øvrige direktions- og bestyrelsesposter samt krævende organisationsopgaver og c) antal aktier, optioner og warrants i selskabet (samt beholdningsændringer i løbet af året).
V.6	Det anbefales at bestyrelsens årlige mødefrekvens offentliggøres i årsrapporten.
V.8	Det anbefales, at årsrapporten indeholder oplysninger om alderen på de enkelte bestyrelsesmedlemmer.
V.9	Det anbefales, at årsrapporten oplyser tidspunktet for medlemmets indtræden i bestyrelsen, hvorvidt genvalg af medlemmet har fundet sted, samt udløbet af den nye valgperiode.
V.10	Såfremt der er nedsat bestyrelsesudvalg, anbefales det, at væsentlige punkter i det enkelte bestyrelsesudvalgs kommissorium oplyses i selskabets årsrapport, og at navnene på medlemmerne i det enkelte bestyrelsesudvalg samt antallet af møder i løbet af året oplyses i årsrapporten.
V.11	Det anbefales, at bestyrelsen oplyser om fremgangsmåden ved bestyrelsens selvevaluering i årsrapporten.
VI.2	Det anbefales, at bestyrelsen oplyser om indholdet af den vedtagne vederlagspolitik i årsrapporten. Det anbefales, at dette indeholder en redegørelse for, hvordan vederlagspolitikken er gennemført i det foregående regnskabsår, i det indeværende regnskabsår, samt hvordan den påtænkes fulgt i det følgende regnskabsår.
VI.3	Det anbefales, at der i årsrapporten gives oplysning om størrelsen af henholdsvis de enkelte bestyrelsesmedlemmers og de enkelte direktionsmedlemmers samlede specificerede vederlag og andre fordele af væsentlig art. Vedrørende pensionsordninger anbefales det, at der oplyses om eventuelle indbetalte bidrag og eventuelle ændringer i opsparede ydelser.
VI.6	Det anbefales, at oplysninger om fratrædelsesordningers væsentligste indhold offentliggøres i selskabets årsrapport.
VII.3	Det anbefales, at selskabet oplyser om risikostyringsaktiviteter i årsrapporten.
Anbefalinger om oplysninger, der ikke er afgrænset til årsrapporten	
V.1	Det anbefales at bestyrelsen udsender en beskrivelse af de opstillede bestyrelseskandidaters baggrund sammen med indkaldelsen til generalforsamlingen.
V.1	Det anbefales at der gives oplysning om rekrutteringskriterier (for valg af bestyrelsesmedlemmer).
V.1	Det anbefales at bestyrelsen årligt offentliggør en profil af bestyrelsens sammensætning og oplysninger om individuelle medlemmers eventuelle særlige kompetencer.
V.4	Det anbefales at bestyrelsen mindst én gang årligt oplyser hvilke bestyrelsesmedlemmer, der ikke anses for at være uafhængige, og at det oplyses, om nye kandidater til bestyrelsen anses for at være uafhængige, og at dette begrundes.
V.5	Det anbefales, at selskabet overvejer behovet for, at systemet med medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer forklares i årsrapporten eller på selskabets hjemmeside ²¹ .
VI.2	Det anbefales, at selskabets vederlagspolitik omtales i formandens beretning på selskabets generalforsamling.
VI.5	Det anbefales, at aktionærerne i forbindelse med indkaldelsen til en generalforsamling, hvorpå der skal tages stilling til aktiebaserede incitamentsordninger, oplyses herom i overskuelig form.

²¹ Bemærk at dette ikke er en anbefaling om afgivelse af en konkret oplysning, men alene en anbefaling om at overveje at afgive oplysningen.

Investor anvendelse af corporate governance oplysninger ved fastsættelse af afkastkrav

Anvendes corporate governance oplysninger ved fastsættelse af afkastkravet til selskabet?		
Ja	33	22,8%
Nej	94	64,8%
Ved ikke	18	12,4%
total	145	

Kvantificeret anvendelse i forhold til kvalitative vurderinger

Anvender du corporate governance relaterede oplysninger til...	Anvendes corporate governance oplysninger ved fastsættelse af afkastkravet til selskabet?		F-test
	Ja	Nej	
Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	3,58	2,44	29,77***
Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	3,94	2,79	30,33***
Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	3,66	2,68	20,76***
En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	3,73	2,56	33,86***

Note: Tabellen viser gennemsnittet for de fire anvendelsesformer alt efter om respondenterne har svaret ja eller nej i spørgsmålet om anvendelse af corporate governance oplysninger til fastsættelse af afkastkravet. Derudover er der foretaget en F-test med henblik på at teste for signifikante forskelle.

De fire anvendelsesformer i forhold til informationskilder ved investeringsbeslutninger

	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	F-test	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	F-test
	I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke	
Årsrapporter	3,51	3,01	7,70***	3,47	2,88	8,46***
Dagspressen	3,49	3,19	3,47*	3,44	3,19	1,99
Selskabets hjemmeside	3,23	2,81	6,20**	3,2	2,67	8,35***
Aktieanalyser	3,68	3,68	0,00	3,7	2,57	0,56
Bankrådgiver	1,84	1,62	1,38	1,87	1,39	5,52**
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	2,14	2,06	0,22	2,22	1,79	5,33**
Møder direkte med selskabet	2,02	1,74	2,02	1,99	1,64	2,54
Aktiehåndbog	2,63	2,24	3,78*	2,62	2,16	4,30**
Artikler mv. fra internettet	3,42	3,13	3,29*	3,44	2,95	7,60***
Andet	2,79	3,09	0,63	2,87	3,09	0,28
	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	F-test	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	F-test
	I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke	
Årsrapporter	3,5	2,88	10,32***	3,48	2,93	8,71***
Dagspressen	3,5	3,08	5,83**	3,47	3,13	4,25**
Selskabets hjemmeside	3,252	2,62	12,99***	3,2	2,75	6,69**
Aktieanalyser	3,72	3,55	1,02	3,75	3,54	1,63
Bankrådgiver	1,88	1,39	6,37**	1,88	1,48	4,31**
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	2,2	1,9	2,81*	2,2	1,92	2,44
Møder direkte med selskabet	1,97	1,66	2,27	2	1,66	2,75*
Aktiehåndbog	2,58	2,31	1,54	2,68	2,17	6,14**
Artikler mv. fra internettet	3,5	2,88	13,26***	3,47	3	7,92***
Andet	2,96	2,88	0,05	2,93	2,93	0

Note: Tabellen viser gennemsnittet for de enkelte informationskilder alt efter om respondenternes svar placerer sig i gruppen der svarer "i meget høj grad/i høj grad/i nogen grad" eller gruppen der svarer "i mindre grad eller slet ikke" i spørgsmålene om de fire anvendelsesformer. Derudover er der foretaget en F-test med henblik på at teste for signifikante forskelle.

De fire anvendelsesformer i forhold til informationskilder ved indhentning af oplysninger om corporate governance

	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	F-test	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	F-test
	I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke	
Årsrapporter	3,46	2,31	43,18***	3,36	2,07	42,35***
Dagspressen	3,35	2,26	51,19***	3,23	2,00	50,86***
Selskabets hjemmeside	3,14	2,17	31,11***	3,03	2,05	25,31***
Aktieanalyser	2,97	2,14	21,24***	2,89	1,98	21,50***
Bankrådgiver	1,45	1,37	0,35	1,44	1,35	0,32
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	2,13	1,61	10,57***	2,15	1,34	19,99***
Møder direkte med selskabet	1,91	1,39	8,0***	1,88	1,19	11,16***
Aktiehåndbog	2,42	1,64	19,32***	2,28	1,66	9,04***
Artikler mv. fra internettet	3,08	2,03	39,43***	2,93	1,90	28,33***
Andet	1,97	1,38	3,38*	1,98	1,05	7,82***
	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	F-test	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	F-test
	I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke	
Årsrapporter	3,38	2,11	43,33***	3,40	2,17	44,27***
Dagspressen	3,26	2,10	47,94***	3,28	2,13	50,58***
Selskabets hjemmeside	3,07	2,04	29,85***	3,12	2,06	34,23***
Aktieanalyser	2,88	2,11	15,71***	3,00	1,92	36,73***
Bankrådgiver	1,46	1,31	1,00	1,44	1,38	0,2
Aktionærmøder/ generalforsamlinger	2,14	1,47	14,63***	2,15	1,52	13,18***
Møder direkte med selskabet	1,87	1,30	8,33***	1,91	1,23	13,09***
Aktiehåndbog	2,24	1,81	4,67**	2,38	1,60	17,02***
Artikler mv. fra internettet	2,97	1,96	30,36***	3,00	1,98	32,91
Andet	2,00	1,14	7,28***	2,06	1,25	6,86**

Note: Tabellen viser gennemsnittet for de enkelte informationskilder alt efter om respondenternes svar placerer sig i gruppen der svarer "i meget høj grad/i høj grad/i nogen grad" eller gruppen der svarer "i mindre grad eller slet ikke" i spørgsmålene om de fire anvendelsesformer. Derudover er der foretaget en F-test med henblik på at teste for signifikante forskelle.

De fire anvendelsesformer i forhold til investor anvendelse af udvalgte oplysninger

	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	Indledende vurdering af hvorvidt jeg overhovedet vil overveje at investere i selskabet	F-test	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	Vurdering af kvaliteten af den daglige ledelse	F-test	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	Vurdering af kvaliteten af bestyrelsen	F-test	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	En kvalitativ vurdering af risikoen ved at investere i selskabet	F-test
	I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke		I meget høj grad, i høj grad, i nogen grad	I mindre grad, slet ikke	
Stemmeretsbegrænsning	2,58	1,96	15,14***	2,51	1,88	12,33***	2,56	1,82	18,48***	2,53	1,9	14,56***
Supplerende beretninger om Miljø og etik samt videnregnskaber	2,51	1,91	16,87***	2,46	1,71	20,74***	2,47	1,74	21,32***	2,48	1,79	20,73***
Antallet af bestyrelsesmedlemmer	2,05	1,63	9,03***	2,04	1,38	18,75***	2,1	1,3	31,67***	2,04	1,48	15,23***
Bestyrelsesmedlemmernes øvrige ledelseshverv	2,88	1,97	29,66***	2,8	1,69	36,04***	2,9	1,54	64,64***	2,8	1,9	25,72***
Bestyrelsens uafhængighed i forhold til selskabet	3,26	2,26	35,95***	3,12	2,07	29,84***	3,22	1,91	56,17***	3,15	2,23	25,49***
Bestyrelsesmedlemmernes alder	2,25	1,73	10,99***	2,22	1,48	17,88***	2,26	1,45	23,73***	2,17	1,68	9,00***
Bestyrelsens valgperiode	2,02	1,48	14,73***	1,95	1,37	13,35***	2,01	1,28	22,94***	1,96	1,46	10,78***
Anvendelse af bestyrelses-udvalg, fx aflønningsudvalg	2,21	1,67	11,56***	2,14	1,5	12,98***	2,23	1,34	29,06***	2,18	1,51	17,01***
De enkelte bestyrelsesmedlemmers beholdninger af aktier, optioner mv.	3,18	2,33	22,94***	3,12	2	32,71***	3,21	1,87	56,05***	3,11	2,25	21,33***
De enkelte bestyrelsesmedlemmers vederlag	2,59	1,86	19,59***	2,54	1,57	29,33***	2,65	1,4	59,07***	2,57	1,72	25,16***
De enkelte direktionsmedlemmers vederlag	2,81	1,92	25,94***	2,75	1,62	35,78***	2,84	1,49	61,99***	2,76	1,85	24,80***
Bestyrelsesmedlemmers incitamentsordninger	3,16	2,17	32,48***	3,06	1,88	38,59***	3,17	1,71	71,12***	3,1	2,06	32,42***
Direktionens incitaments- og fratrædelsesordninger	3,3	2,23	36,64***	3,21	1,9	45,56***	3,33	1,72	87,21***	3,26	2,09	40,46***
Det valgte revisionselskab	2,18	1,67	9,37***	2,11	1,55	8,64***	2,19	1,4	19,02	2,11	1,6	8,43***
Honorar til revisionen for henholdsvis revisionsydelse og andre ydelser	1,94	1,45	12,01***	1,84	1,44	5,85**	1,91	1,28	16,61***	1,86	1,42	8,55***
Anvendelse af revisions-udvalg	1,86	1,39	10,77***	1,81	1,23	13,29***	1,87	1,11	26,19***	1,79	1,35	8,49***

Note: Tabellen viser gennemsnittet for de udvalgte oplysninger alt efter om respondenternes svar placerer sig i gruppen der svarer "i meget høj grad/i høj grad/i nogen grad" eller gruppen der svarer "i mindre grad eller slet ikke" i spørgsmålene om de fire anvendelsesformer. Derudover er der foretaget en F-test med henblik på at teste for signifikante forskelle.