

Institut for Nationaløkonomi

Handelshøjskolen i København

Working paper 9-2003

**KAMPEN OM AKTIEKLASSERNE:
KONSEKVENSER AF AT HARMONISERE
SELSKABSLOVGIVNINGEN I EUROPA**

**Morten Bennedsen
Jonas Herby**

**Thea Dam
Kasper Nielsen**

Kampen om aktieklasserne: Konsekvenser af at harmonisere selskabslovgivningen i Europa.

Morten Bennedsen

Institut for Nationaløkonomi, Handelshøjskolen i København, og Centre for Economic and Business Research, E-mail: mb.eco@cbs.dk.

Thea Dam

Centre for Economic and Business Research, E-mail: tmd@cebr.dk.

Jonas Herby

Centre for Economic and Business Research, E-mail: jh@cebr.dk.

Kasper Nielsen

Centre for Economic and Business Research, E-mail: kn@cebr.dk.

SUMMARY: We discuss the impact of recent proposals for harmonization of European company laws on Danish firms with dual class shares. First we identify the firms being affected by a 75 pct. Break-Through rule. Second, we analyze if firms, which uses dual class shares as a mechanism to concentrate control without concentrating cash flow, perform different from firms with a proportional distribution of votes and cash flow. Our results indicates that this is indeed the case.

1. Indledning

Selvom det snart er to årtier siden at processen mod en harmonisering af selskabslovgivningen i EU begyndte med Kommissionens hvidbog fra 1985, så møder europæiske virksomheder stadig vidt forskellige regler for, hvorledes virksomhedsorganisering kan foregå i de forskellige lande i Unionen. Harmoniseringsprocessen har været lang med mange forhindringer undervejs og det er på nuværende tidspunkt ikke muligt at forudse hvornår og hvordan processen ender. Alligevel er der de sidste par år blevet sat turbo på den del af harmoniseringen der angår selskabsstyring og ikke mindst værn mod uindbudte virksomhedsovertagelser.

I januar 2002 offentliggjordes ”*Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*” også kaldet Winterrapporten. Rapporten, der er skrevet af en gruppe

En stor tak til cand. merc. jur-studerende Peter Eugen Jersing Andresen og Niklas Borup Theter for uvurderlig assistance ved indsamling af data til denne artikel.

juridiske eksperter, har dannet baggrund for Kommissionens direktiv udspil i oktober 2002 og er blevet efterfulgt af endnu en ekspert rapport om selskabsstyring generelt i november 2002.

En præmis for disse rapporter og forslag er at det er nødvendigt at udvikle et fælles kapitalmarked og en ensartet mulighed for at gennemføre uinviterede virksomhedsovertagelser på tværs af landene i Unionen. Det fastslås at en stigende aktivitet for virksomhedsovertagelser i den Europæiske Union vil medføre et øget pres udefra på virksomhederne for at anvende ressourcerne bedst muligt, hvilket vil have mindst tre positive samfundsøkonomiske effekter: For det første skaber det en bedre standard for selskabsstyring (*corporate governance*), fordi dårlige ledelser vil have større chance for at blive udskiftet. For det andet fører det til en endnu større fokus på værdiskabelse, da de virksomheder der ikke er fokuseret på værdiskabelse vil have en højere sandsynlighed for at udsat for et uinviteret overtagelsesforsøg. For det tredje vil det føre til en mere hensigtsmæssig placering af produktionsressourcerne, hvis antallet af overtagelser på tværs af de europæiske landegrænser øges.

Blandt forslagene i Winterrapporten, er det især den såkaldte Break-Through regel og forslaget om ophævelse af eventuelle aktieklasser i forbindelse med overtagelsesforsøg, der har givet anledning til stor debat og stærke protester fra især de skandinaviske lande. Break-Through reglen (herefter BT-reglen) er en regel der siger at hvis en ejer erhverver sig over en given andel af den nominelle aktiemasse, så skal vedkommende med det samme opnå fuld kontrol med virksomheden. Winterrapporten foreslog således en BT-regel med en grænseværdi på 75 pct.

I direktiv forslaget fra oktober 2002 er selve BT-reglen blevet fjernet, men der er stadig en såkaldt mini-BT-regel der foreslår at aktieklasser skal ophæves i forbindelse med et uinviteret virksomhedsopkøb. Ligeledes har direktivudkastet opretholdt samme generelle mål som Winterrapporten, dvs at sikre øget beskyttelse af minoritetsaktionærer samt at styrke retssikkerheden ved grænseoverskridende overtagelsestilbud (se Europakommissionen Kommissionen (2002)). Endeligt kan det tilføjes at i debatten efter direktivforslagets fremsættelse har der været stærke kræfter med Tyskland i spidsen der arbejder for genindførelsen af en fuld BT-regel.

Formålet med denne artikel er derfor to foldigt: For det første undersøger vi konsekvenserne af en BT-regel for danske virksomheder med flere aktieklasser. Vi er særligt fokuseret på at identificere hvilke danske virksomheder der vil lide et kontrol tab ved indførslen af en sådanne regel. For det andet undersøger vi om en proportional ejerskabsstruktur er mere værdiskabende end en ejerstruktur hvor der er en disproportional fordeling af kontrol og indkomstrettigheder. Dette ville i bekræftende fald give et økonomisk motiv for indførslen af en BT-regel.

I artiklen gennemgås først kort de overordnede principper i Winterrapporten samt den kontroversielle BT-regel og hensigten med denne. BT-reglen blevet opfattet som et radikalt angreb på virksomheder med flere aktieklasser. Dette skyldes at en BT-regel naturligvis kun påvirker virksomheder, hvor der er forskel på forskellige aktieklassers stemmerettigheder, idet kun virksomheder hvor de kontrollerende ejere besidder en stor andel af de stemmetunge A-aktier og en begrænset andel af B-aktierne påvirkes. Introduktionen af en BT-regel åbner således op for, at en investor kan opkøbe de stemmesvage B-aktier og derved opnå en tilstrækkelig stor andel af virksomhedens aktiekapital til at kunne anvende BT-reglen til at overtage kontrollen med virksomheden. Omvendt bliver konsekvenserne begrænsede for virksomhederne, hvis de kontrollerende ejere besidder en tilstrækkelig stor af aktiekapitalen.

Dernæst opstiller vi en metode til at kategorisere hvilke danske virksomheder der vil lide et kontroltab ved indførslen af en BT-regel. Vi påviser at ud af de 70 danske virksomheder der benytter sig af flere aktieklasser vil et op mod en tredjedel af disse virksomheder blive berørt ved indførslen af en 75pct. BT-regel.

Et overordnet tema i harmoniseringsbestrebelseerne i EU er at tilskynde virksomheder til at have proportionalitet mellem fordelingen af den nominelle aktiekapital og kontrollen i virksomhederne. Som nævnt ovenfor, kunne et argument for denne tese kunne være at virksomheder med en disproportional ejerskabsstruktur skaber mindre værdi end virksomheder med en proportional ejerskabsstruktur. Vi tester derfor denne hypotese på samtlige danske virksomheder som vi har kunnet få regnskabsdata for fra Københavns Fondsbørs. Vi påviser at virksomheder der vil lide et kontroltab i forbindelse med en BT-regel generelt set er mindre værdiskabende målt ved Tobins Q end virksomheder med en proportional ejerskabsstruktur. Denne tese er ligeledes bekræftet på europæisk niveau af Bennedsen og Nielsen (2003).

I en nylig artikel analyserer Berglöf og Burkart (2002) med et teoretisk udgangspunkt de økonomiske effekter af Winter-rapporten. De tager udgangspunkt i BT-reglen samt rapportens forslag om en obligatorisk tilbudspligt i forbindelse med overtagelsesforsøg. Selvom de anerkender behovet for en forbedring af den europæiske standard for corporate governance, kritiserer de (i lighed med Becht (2002), Bolton (2002), Myers (2002) og Pagano (2002)) hele ideen omkring regulering af overtagelsesforsøg. Andre økonomer (hovedsageligt Jensen (2002)) har støttet Winter-rapporten udfra et argument om, at der er behov for en fælles standard indenfor EU.

Resten af artiklen er opbygget som følger: I næste afsnit præsenterer vi Winterrapportens overordnede principper. Derefter identificerer vi de danske virksomheder der formodentligt vil lide et kontroltab ved indførslen af BT-reglen. I afsnit 4 analyserer vi om der er sammenhæng mellem hvor proportionalt ejerskabsstrukturen er i en given virksomhed og Tobins Q. Endeligt samler vi op og konkluderer i afsnit 5.

2. Hensigten med Winterrapportens overordnede principper

Winterrapportens sigte var, som det fortsat er i kommissionens seneste direktiv, at øge antallet af virksomhedsovertagelser i EU. Det overordnede formål med en øget aktivitet for virksomhedsovertagelse, er at skabe et eksternt pres på virksomheders ledelse med henblik på at optimere ressourceanvendelse og værdiskabelse. Rapporten identificerer to overordnede principper, som bør være gældende ved overtagelsesforsøg af virksomheder:

- 1) **Proportionalitetsprincippet.** Der skal være proportionalitet mellem aktionærers stemmeandel og deres andel af den risikobærende kapital.
- 2) **Aktionærprincippet.** I tilfælde af et overtagelsesforsøg skal den ultimative beslutningsret ligge hos aktionærene. Det skal med andre ord ikke være muligt for ledelsen i en virksomhed, at afvise et overtagelsestilbud uden om aktionærene.

2.1 Implikationer af forholdsmæssig beslutningsprocedure

Hensigten i aktionærprincippet er at begrænse interessekonflikter mellem aktionærer og ledelse ved fjendtlige overtagelsesforsøg. En konflikt der blandt andet opstår, fordi fjendtlige overtagelser ofte resulterer i afskedigelse af den siddende ledelse, som efterfølgende kan have problemer med at

finde lignende stillinger, se Agrawal og Walkling (1994). Ergo kan man forvente, at en ledelse vil forsøge at forsvare sig mod et fjendtligt overtagelsesforsøg, på trods af, at det ikke er i (alle) ejernes interesse. Winterrapportens forslag om en forholdsmæssig beslutningsprocedure ved virksomhedsovertagelser beskytter minoritetsaktionærerne, idet en stemme pr. aktie forhindrer stemmetunge ejere med en begrænset andel af den risikobærende kapital (aktiekapitalen) i at blokere for et overtagelsesforsøg.

Dansk lovgivning understreger imidlertid aktionærprincippet, med en række eksplicite rettigheder til aktionærer vedrørende større beslutninger om virksomhedens drift, ændringer i vedtægter, valg af bestyrelse samt ultimativ beslutningskompetence i forbindelse med overtagelsesforsøg. Dog er der ikke i den nuværende lovgivning noget krav om proportionalitet mellem stemme- og aktiekapitalandel.

2.2 Formålet med Break-Through reglen

Winterrapporten foreslår Break-Through reglen som en balance mellem behovet for flere aktieklasser samt ønsket om et mere aktivt marked for virksomhedsovertagelser. Break-Through reglen sikrer, at en investor, der erhverver sig minimum 75 pct. af aktiekapitalen, omgående får den absolutte kontrol over virksomheden. Reglen vil i sagens natur kun have betydning for virksomheder med flere aktieklasser, der netop tillader en disproportional kontrolstruktur: En ejer kan eksempelvis have 50 pct. af stemmerne og dermed kontrollen over virksomheden, uden en tilsvarende andel af aktierne. Break-Through reglen er således rettet mod virksomheder med særlig høj grad af disproportionalitet, hvilket arbitrært er defineret ved en grænse på 75 pct.

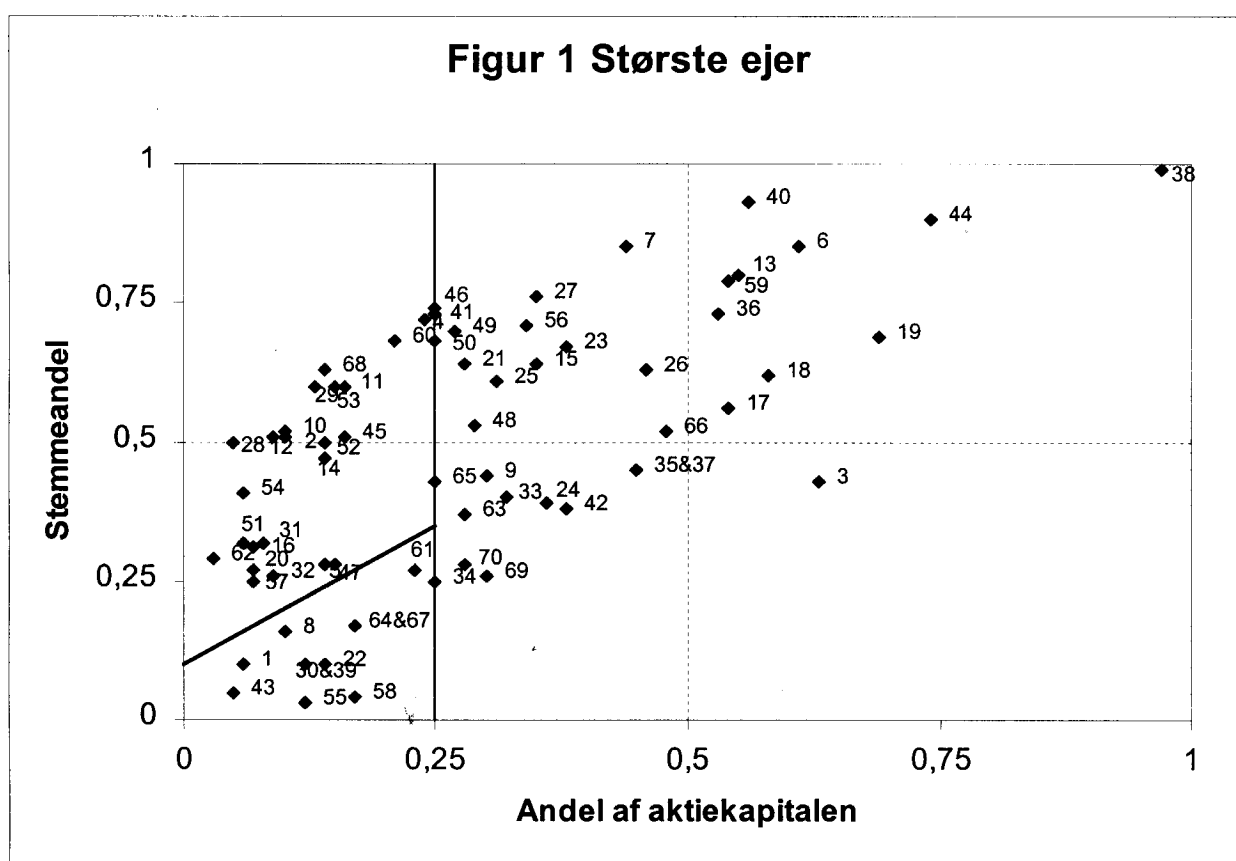
Denne egenskab kan ligeledes opnås, hvis virksomheden organiserer sig ved hjælp af pyramide- eller krydsejerskabsstruktur. Disse organisationsformer har samme effekt som aktieklassesystemet, men Winterrapporten diskuterer kun kort betydningen af disse ejerskabsstrukturer som en væsentlig mekanisme til at skabe disproportionalitet mellem stemme- og aktiekapitalandelen. Virksomheder organiseret alene ved pyramidestrukturer er sjældent på Københavns Fondsbørs, men et godt eksempel på at kombinere aktieklasser med pyramidestruktur er Nordisk Solar¹. Nordisk Solar kontrolleres således af Solar Holding, som har 29 pct. af aktiekapitalen og 53 pct. af stemmerne. Solar Holding er igen kontrolleret af Fonden af 20. December, som har 25 pct. af aktiekapitalen og

¹ Følgende er baseret på oplysninger fra Greens database december 2002.

43 pct. af stemmerne². Resultatet er, at Fonden af 20. December har absolut kontrol med Nordisk Solar, selvom den i realiteten kun ejer 7 pct. af aktiekapitalen og 23 pct. af stemmerne.

3. Identificering af virksomheder der berøres af Break-Through reglen

I det følgende afgrænses hvilke virksomheder, der kan blive berørt af Break-Through reglen, samt i hvilken grad forslaget påvirker den nuværende kontrolstruktur i virksomheden. Ud af 210 virksomheder på Københavns Fondsbørs i sommeren 2002 havde ca. 1/3 flere aktieklasser³.



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser medtaget. For hver virksomhed er største aktionær markeret.

² Da fonden ikke har stemmemajoriteten, har den ikke umiddelbart absolut kontrol med Solar Holding. Det er dog sandsynligt, at Fonden af 20. December samarbejder med Solarfonden af 1978, som har 7 pct. af stemmerne, så de tilsammen har stemmemajoriteten.

³ Ifølge Københavns Fondsbørs var der 73 virksomheder med flere aktieklasser, men i de følgende figurer er kun medtaget de 70 virksomheder Greens database indeholdte tilstrækkelige ejerskabsinformationer for.

I figur 1 ses hvor stor en andel den største aktionær (målt i stemmeandel) i virksomheden har af aktiekapitalen og stemmerne. Ved proportionalitet skulle punkterne således ligge på en ret linie mellem (0,0) og (1,1), (i det følgende 45° linien). Det ses, at der er en høj grad af disproportionalitet, da den største ejer i 26 ud af de 70 virksomheder har 50 pct. eller mere af stemmerne, og dermed den absolutte kontrol med virksomheden, uden at have en tilsvarende andel af aktiekapitalen. Den største aktionær i f.eks. virksomhed nr. 27 Flügger har således 61 pct. af stemmerne, men kun 31 pct. af aktiekapitalen.

Den lodrette linie ved 25 pct. af aktiekapitalen viser effekten af den foreslåede Break-Through regel, idet virksomhederne nu kan inddeles i tre grupper: Gruppen af uberørte virksomheder, gruppen med direkte kontroltab og endelig gruppen med sandsynligt kontroltab.

3.1 Uberørte virksomheder

I den første gruppe af virksomheder har den største ejer mere end 25 pct. af aktiekapitalen (dvs. gruppen til højre for Break-Through linien). Virksomheder i denne gruppe er uberørt af en eventuel Break-Through regel, da den nuværende kontrollerende ejer ikke er truet af opkøb på 75 pct. af aktiekapitalen. Eksempler på disse virksomheder er nr. 7 Auriga og nr. 18 A. P. Møller selskabet D/S Svendborg.

3.2 Direkte kontroltab

Den anden gruppe er de virksomheder, hvor den største ejer har den absolutte kontrol, men besidder mindre end 25 pct. af aktiekapitalen (gruppen i øverste venstre kvadrat). For disse virksomheder er der tale om betydelige ændringer i kontrolstrukturen ved indførelsen af en Break-Through regel, da en opkøbende virksomhed i teorien kan erhverve sig de resterende 75 pct. af aktiekapitalen, og således overtage kontrollen med virksomheden. Dette gælder for eksempel for nr. 2 AB og nr. 60 Roblon.

3.3 Sandsynligt kontroltab

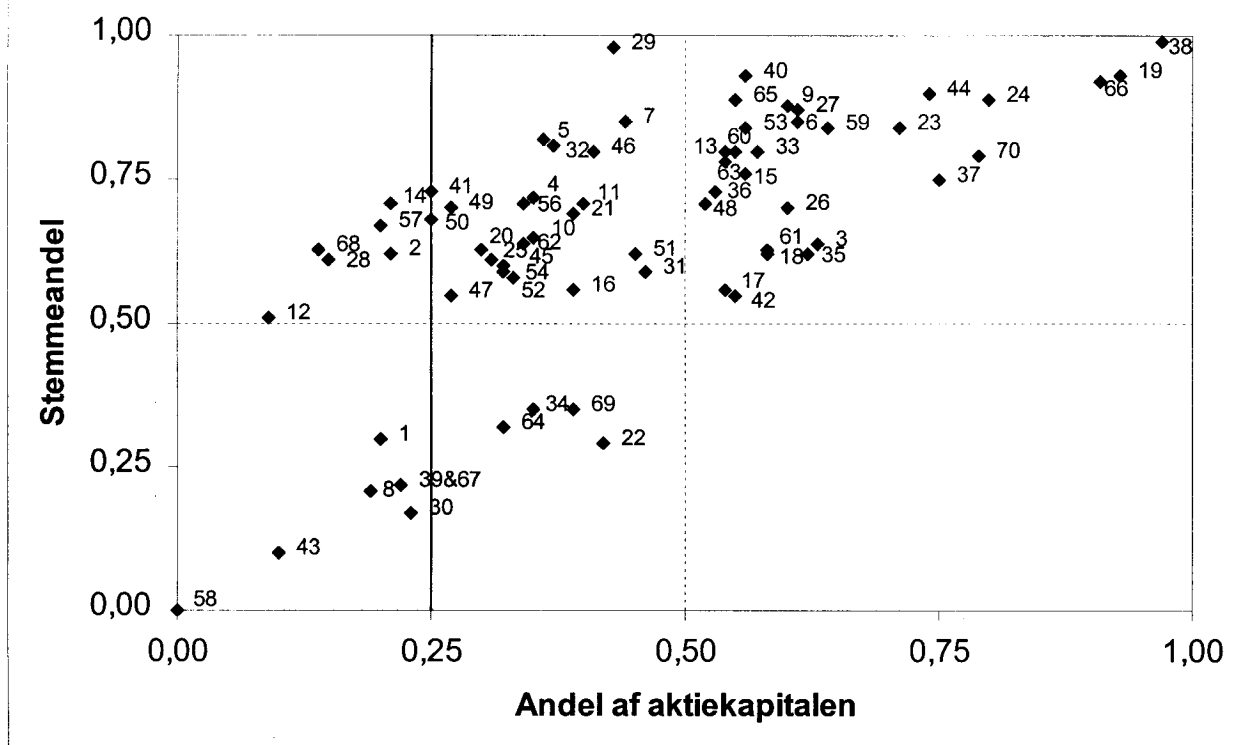
Sidste gruppe omfatter de virksomheder, hvor den største ejer ikke umiddelbart har den absolutte kontrol og ejer mindre end 25 pct. af aktiekapitalen, som det er tilfældet for nr. 51 NRT Holding og nr. 32 H+H International. Dette udelukker dog ikke, at vedkommende reelt har absolut kontrol i

virksomheden gennem stiltiende aftaler med andre store aktionærer. Således vil disse virksomheder kunne lide et kontroltab, idet eventuelle implicitte aftaler blandt de største aktionærer, der tilsammen giver kontrollen men ej en kapitalandel over 25 pct., ikke sikrer ejerne imod kontroltab ved et fjendtligt opkøb på 75 pct. af aktiekapitalen. Det er rimeligt at antage, at denne effekt ved sådanne implicitte aftaler kræver en vis afvigelse fra en proportional kontrolstruktur, hvilket arbitrært er defineret som 10 pct. afvigelse fra 45° linien.. I figuren er disse virksomheder afbildet i 'trapezen' under 50 pct. aktiekapitalen og før BT-linien. Ergo antages resten af virksomhederne i nederste kvadrat (nedre trapez) at være upåvirket af en Break-Through regel, idet de ikke har nogen forvirrende kontrolstruktur hvor få ejere kan styre virksomheden med en disproportional aktiekapitalandel.

Ud af de i alt 70 virksomheder med flere aktieklasser ses 47 at ligge blandt de uberørte virksomheder, 12 virksomheder at ligge i gruppen med direkte kontroltab og 11 i gruppen med sandsynligt kontroltab.

For at vurdere i hvor høj grad hypotesen om kontrol via stiltiende aftaler har relevans, er det nyttigt at kigge på figur 2.

Figur 2 Gruppen af store ejere



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser medtaget. For hver virksomhed er andelen af aktiekapitalen summeret for de aktionærer, der har mere end 5 pct. af stemmerne.

I figur 2 er hver virksomhed markeret ud for summen af de store aktionærers⁴ andel af stemmer og aktiekapital. Det fremgår af figuren, at der er to væsentlige ændringer ved at kigge på gruppen af store ejere, i forhold til kun at kigge på den største ejer.

For det første er der to nye virksomheder, hvor ejerne har mere end 50 pct. af stemmerne men mindre end 25 pct. af aktiekapitalen, hvilket vil sige gruppen med direkte kontroltab. Disse to virksomheder er nr. 14 Chemitalic og nr. 57 Randers Rebslåeri, for hvilke det gælder, at gruppen af store aktionærer under de nuværende regler har absolut kontrol med virksomheden, men mister garantien for denne kontrol ved indførelse af en Break-Through regel.

Desuden fremgår det af figur 2, at for ca. halvdelen af virksomhederne med direkte kontroltab, kan gruppen af store aktionærer bevare kontrollen, hvis de samarbejder, da de har mere end 25 pct. af

⁴ Store aktionærer defineres som aktionærer, der har mere end 5 % af stemmerne i en virksomhed.

aktiekapitalen til sammen. Dette gælder f.eks. for nr. 10 Brødrene A. og O. Johansen og nr. 45 Migatronic. Ergo eksisterer der et stærkt incitament blandt de største aktionærer, til at danne aftaler om ikke at sælge ud af aktiekapitalen, og dermed bevare kontrollen i virksomheden. Det må forventes, at den største ejer på en eller anden måde vil skulle betale for dette samarbejde, gennem f.eks. større indflydelse til andre store aktionærer, men ændringerne i kontrolstrukturen vil være knap så markante, som hvis de havde mindre end 25 pct. af aktiekapitalen.

Slutteligt ses det af figuren, at der stadig er nogle virksomheder, hvor gruppen af store aktionærer har mere end eller næsten 50 pct. af stemmerne, men mindre end 25 pct. af aktiekapitalen. For disse virksomheder gælder det, at en udefrakommende køber kan overtage kontrollen med virksomheden uden at inddrage de største ejere, såfremt der indføres en Break-Through regel.

3.4 Konsekvens af Break-Through reglen ved aktiekapitaludvidelse

Udover de direkte ændringer i kontrolstrukturen, som er nævnt ovenfor, vil en Break-Through regel også have betydning for virksomhedernes mulighed for ekspansion finansieret ved udvidelse af aktiekapitalen. Man må formode, at en kontrollerende aktionær kun modvilligt vil gå med til en udvidelse af aktiekapitalen, hvis vedkommendes aktiekapitalandel derved falder under grænsen på 25 pct. I virksomheder hvor den største ejer, eller de største ejere, har kontrollen men en aktiekapitalandel under 25 pct. vil man kunne forestille sig, at virksomhederne tvært i mod opkøber egne aktier, således at Break-Through reglen ikke vil kunne realiseres ved et evt. fjendtligt overtagelsesforsøg.

Dette kan have betydning for de virksomheder, der ønsker at finansiere omfattende investeringer ved udvidelse af aktiekapitalen. Hvis ønsket hos de nuværende ejere om at bevare den absolutte kontrol er tilstrækkeligt stærkt, er virksomheden nødsaget til at skaffe (dyrere) kapital andre steder eller helt opgive projektet. Det vurderes, at denne effekt primært retter sig mod yngre virksomheder på grund af gamle virksomheders sparsomme tilførsel af kapital via aktiemarkedet, se Bennedsen og Nielsen (2002).

4. Empirisk analyse af ejerskabsstrukturens betydning for markedets værdifastsættelse af virksomheder

Formålet med regressionsanalysen er at undersøge, hvorvidt der er et empirisk grundlag for Break-Through reglen. Hvis ønsket er, at Break-Through reglen skal have en gavnlig effekt, må hypotesen være, at virksomheder med direkte eller sandsynligt kontroltab klarer sig (performer) dårligere på børsen end andre sammenlignelige virksomheder, da en koncentreret ejerskabsstruktur kan have uheldige egenskaber som tidligere omtalt: Herunder at fåtallets interesser plejes på bekostning af majoriteten, strukturen virker som en sovepude for ledelsen i virksomhederne da de ikke risikerer fjendtlige opkøbsforsøg, og dermed ikke har incitament til at sikre det højst mulige afkast til (alle) aktionærene etc.

4.1 Definition af det anvendte datasæt

Databasen, som anvendes i analysen af virksomhedernes værdisætning, er sammensat af oplysninger fra Københavns Fondsbørs, Greens, og Købmandsstandens Oplysningsbureau (KOB). Det samlede datasæt består af de 210 virksomheder, der var noteret på Københavns Fondsbørs sommeren 2002. Da regnskaberne fra KOB er fra ultimo 1999, koncentrerer analysen sig om den del af selskaberne, der var noteret på dette tidspunkt, hvilket var 197 selskaber. Herfra ekskluderes Viborg Håndboldklub, på grund af manglende informationer om aktivernes størrelse. Desuden frasorteres 7 selskaber, da de er noteret i en anden valuta. Herefter er antallet af selskaber i databasen 189.

Til at måle virksomhedernes performance benyttes "Market to Book Ratio", hvilket vil sige forholdet mellem markedsværdien af aktier på børsen og den bogførte egenkapital (mvek). Dette forhold angiver markedets formodning om virksomhedens evne til at skabe værdi for sine aktionærer i forhold til den indskudte kapital. Et af problemerne med "Market to Book Ratio" målet er, at det går mod uendelig, når egenkapitalen går mod nul, og skifter til minus uendelig netop som egenkapitalen bliver negativ. Derfor ekskluderes alle virksomheder med en egenkapital under en million, hvorved databasen reduceres med 2 virksomheder. Derudover ekskluderes de to A. P. Møllerselskaber, som på daværende tidspunkt ikke aflagde koncernregnskab, hvorfor den bogførte egenkapital var kunstigt lav og "Market to Book Ratio" dermed kunstigt høj. Herefter består databasen af 185 virksomheder.

Ud af de oprindelige 193 selskaber havde 73 flere aktieklasser. Heraf var der 50 selskaber hvor A-aktierne ikke var noteret på Københavns Fondsbørs. Dette er et problem, da den oplyste markedsværdi (i det følgende børsværdi) ikke repræsenterer samtlige aktier, men kun den andel der er noteret på Børsen. For at opveje dette er markedsværdien for de omtalte 50 selskaber beregnet som børsværdien divideret med $(1 - \text{andelen af A-aktier})$. Der kan argumenteres for, at denne markedsværdi er undervurderet, da A-aktier kunne tænkes at indeholde en "stemme-præmie" i form af højere markedsværdi end B-aktier. Caspar Rose har imidlertid vist, at denne "stemme-præmie" tilnærmelsesvis er nul på det danske aktiemarked, se Rose (2002).

4.2 Specifikation af modeller i regressionsanalysen

Til at forklare hvorledes virksomhedens markedsværdi-egenkapital forhold afhænger af ejerskabsstrukturen anvendes tre modeller. Hver model inddrager forskellige dummyvariable for grupperinger af ejerskabsstrukturer og herudover fire faste forklarende variable:

Den første gennemgående variabel er en dummy for om virksomheden er med i KFX-indekset (kfx). Denne variabel er taget med, da det er sandsynligt, at KFX-selskaberne generelt er højere værdifastsat end andre noterede selskaber, bl.a. som følge af øget fokusering fra (udenlandske) investorer og dermed øget handel med aktierne.

Den næste forklarende variabel, der går igen i alle tre modeller, er logaritmen til aktiverne ($\ln ak$). Variablen skal opfange eventuelle forskelle imellem store og små virksomheders værdifastsættelse. Det kan tænkes, at investorerne er villige til at betale en ekstrapremie for aktier i en stor virksomhed, da store virksomheder med godt renommé kan være en mere sikker investering. På den anden side kan det også tænkes, at små virksomheder oftere er vækstvirksomheder, hvorfor investorerne er villige til at betale ekstra for sådanne aktier pga. forventet højere vækst. Ud fra økonomiske overvejelser kan der således ikke siges noget entydigt om det forventede fortegn på koefficienten til variabelen. Logaritmefunktionen tillægger ekstreme observationer mindre vægt til aktiverne, og vi forventer at størrelseseffekten er aftagende.

Den tredje gennemgående forklarende variabel er logaritmen til omsætningen af virksomhedens aktier ($\ln oms$). Da omsætningen på Børsen i nogle af selskaberne var opgjort til nul, hvilket man per definition ikke kan tage logaritmen til, er det i praksis logaritmen til $(\text{omsætningen} + 1)$ der

benyttes. Begrundelsen for at tage variabelen med er, at det er overvejende sandsynligt, at investorer er villige til at betale en merpris for at få en aktie med høj grad af likviditet og et lille spænd mellem salgs- og købskurs. Ligeledes er det sandsynligt, at viljen til at betale merpris er aftagende med størrelsen af omsætningen, hvilket begrundes at det er logaritmen til omsætningen vi kigger på.

Fjerde og sidste variabel, der er medtaget i samtlige modeller, er afkastningsgraden⁵ (ag), som er et mål for virksomhedens evne til at skabe overskud af den investerede kapital. Intuitivt må man forvente af virksomhedens markedsværdi afhænger positivt af denne.

I model 1 er der medtaget en dummy for, om virksomheden har flere aktieklasser (fa). I model 2 er der medtaget en dummy for, om virksomheden er i gruppen, der sandsynligvis rammes af ændringer i kontrolstrukturen, det vil sige lider et direkte eller sandsynligt kontroltab (dskt). Til sidst er kontroltabet i model 3 delt op på to dummys, én for de virksomheder der rammes af et direkte kontroltab (dkt), og én for de virksomheder, som sandsynligvis lider et kontroltab (skt).

4.3 Resultater af regressionsanalysen

Resultaterne fra de tre kørsler står skrevet i tabel 1, hvor standardafvigelse på parameterestimerne er angivet i parentes. Det ses umiddelbart, at de forskellige variable er signifikante, om end dummyen for sandsynligt kontroltab (skt) kun er signifikant på et 10 pct. signifikansniveau.

⁵ Her defineres afkastningsgrad som virksomhedens resultat delt med aktiverne.

Tabel 1

	Model 1	Model 2	Model 3
KFX	4.700 (0,668) (***)	4.611 (0,664) (***)	4.606 (0,666) (***)
Lnak	-0.884 (0,115) (***)	-0.914 (0,116) (***)	-0.916 (0,116) (***)
Lnoms	0.599 (0,094) (***)	0.629 (0,094) (***)	0.628 (0,094) (***)
Ag	1.994 (0,792) (**)	2.026 (0,788) (**)	2.026 (0,789) (**)
Fa	-0.773 (0,325) (**)		
Dskt		-1.347 (0,485) (***)	
Dkt			-1.581 (0,662) (**)
Skt			-1.118 (0,655) (*)
Konstant	11.213 (1,431) (***)	11.362 (1,425) (***)	11.398 (1,429) (***)
R-squared	0.460	0.466	0.467
Adj R-sq	0.445	0.451	0.449
N	185	185	185

Note: (***) = Signifikant på 1 pct. niveau
 (**) = Signifikant på 5 pct. niveau
 (*) = Signifikant på 10 pct. niveau

De gennemgående forklarende variable ses at have forholdsvis robuste koefficienter overfor hvilke dummyer, der medtages i regressionen. Således afhænger værdisætningen af virksomheden, målt i markedsværdi-egenkapital forholdet (mvek), som forventet signifikant positivt af om virksomheden er med i KFX indekset, hvor likvide virksomhedens aktier er, samt hvor høj afkastgraden er. Som tidligere omtalt var der ingen entydig forventning til fortegnet på virksomhedens størrelse i form af aktiver, der her ses signifikant at påvirke virksomhedens værdifastsættelse negativt. Dette kunne tyde på, at troen på vækst mere end opvejer risikoen ved at investere i mindre kapitaltunge virksomheder.

Model 1 tester hvorvidt virksomheder med eller uden flere aktieklasser (med eller uden en disproportional kontrolstruktur), klarer sig forskelligt. Regressionen viser, at der er belæg for, at virksomheder med flere aktieklasser har et relativt lavere markedsværdi-egenkapital forhold end virksomheder uden aktieklasser. Samtidigt har Caspar Rose påpeget, at virksomheder med flere aktieklasser ikke nødvendigvis er dårligere til at generere overskud, se Rose (2001). Forklaringen kan være, at en koncentreret ejerskabsstruktur som tidligere nævnt indebærer risiko for, at ledelsens interesser afviger fra majoriteten af aktionærernes interesser. Som følge heraf vil risikoaverse investorer kræve et højere afkast, hvilket alt andet lige må afspejle sig i aktiekursen og dermed markedsværdien. I øvrigt ens selskaber kan derfor være værdifastsat forskelligt, såfremt det ene selskab har flere aktieklasser.

Model 2 undersøger om de virksomheder, der direkte eller potentielt berøres af Break-Through reglen (dummyen dskt) er værdifastsat lavere end andre virksomheder i datasættet, inklusiv andre virksomheder med flere aktieklasser. Resultatet viser, at dette kunne tænkes at være tilfældet. Endvidere tyder det på, at tendensen er stærkere for de berørte virksomheder end for hele gruppen med flere aktieklasser jf. en numerisk større koefficient på (dskt) end på (fa).

I Model 3 testes der for de to grupper, direkte og sandsynligt kontroltab, hver for sig. Regressionen viser tegn på, at resultaterne fra model 2 i højere grad skyldes virksomhederne, der lider et direkte kontroltab end virksomhederne med et sandsynligt kontroltab. Dog er kun (dkt) signifikant på 5 pct. niveau.

Samlet tyder resultaterne på, at der er et empirisk grundlag i Danmark for Kommissionens modvilje mod flere aktieklasser og især for Winter-rapportens forslag om en Break-Through regel. Selskaber med flere aktieklasser synes at være lavere værdifastsat end øvrige selskaber, hvorved der opstår et samfundsøkonomisk tab, idet samme selskab alt andet lige vil kunne skabe en højere markedsværdi ved afskaffelse af aktieklassesystemet. Desuden har virksomheder med flere aktieklasser højere omkostninger ved at bruge aktiemarkedet til kapitalanskaffelse på grund af den risikokompensation investorerne tilsyneladende forlanger. Dog fortæller regressionsresultaterne intet om ledelsens evner i de berørte virksomheder, hvorfor man ikke på baggrund af denne model kan konkludere, at afskaffelse af aktieklasser skaber vej til en konstruktiv udskiftning af siddende ledelser via flere fjendtlige virksomhedsovertagelser. Angående Break-Through reglen vidner model 3 om, at

aktionærer i dansk noterede virksomheder yderligere reagerer negativt på en koncentreret kontrolstruktur i form af lavere værdifastsættelse. I så fald vil man på et samfundsøkonomisk plan kunne opnå gevinster ved indførelse af en Break-Through regel.

5. Aktieklasser, godt eller skidt?

Ovenstående resultater har vist, at der sandsynligvis er et empirisk grundlag for at indføre regler i retningen af en Break-Through regel. Resultaterne tyder på, at koncentreret ejerskabsstruktur har en negativ effekt på virksomhedernes markedsværdi hvilket fordyrer virksomhedens finansiering, og der herved opstår et samfundsøkonomisk tab.

Det vil imidlertid formentlig ikke være omkostningsfrit, at implementere love som Break-Through reglen eller afskaffelse af aktieklasser. Eksempelvis opstår der juridiske problemer ved at fratage A-aktionærer stemmerettigheder uden en form for økonomisk kompensation samt definere den risikobærende kapital, se Europakommissionen Kommissionen (2002).

Desuden er det uklart, hvilken effekt en implementering af ophævelse af aktieklasser vil have. Det er sandsynligt, at virksomheder, der rammes af denne lovgivning vil reorganisere sig og i stedet benytte sig af for eksempel pyramidestrukturer, som forsvar mod fjendtlige overtagelsesforsøg. En fuldstændig indførelse af proportionalitetsprincippet vil som minimum kræve et totalt forbud mod aktieklasser, pyramidestrukturer, ejer begrænsninger, stemmelofter mm.

Der kan tillige sættes spørgsmålstejn ved, om et indgreb i virksomhedernes muligheder for at forsvare sig mod fjendtlige overtagelser overhovedet er ønskeligt. For det første er det empirisk dokumenteret, at mange virksomhedsovertagelser ender med ikke at være succesfulde. Den totale værdiskabelse er således negativ for op mod hver anden virksomhedsovertagelse, se Franks og Mayer (1996). For det andet kan et øget antal virksomhedsovertagelser føre til stærkere monopoldannelse, hvilket i så fald skal reguleres i monopollovgivningen. Endelig kan man forestille sig, at begrænsede forsvarsmuligheder fører til, at færre virksomheder bliver børsnoteret, da ejernes gevinst ved at lade virksomheden børsnotere bliver relativt mindre i forhold til risikoen for at miste kontrollen med virksomheden.

Ergo kan man ikke uden videre konkludere, at man på baggrund af de empiriske resultater skal advokere for en snarlig ophævelse af aktieklassesystemet i Danmark. Dog er det opsigtsvækkende at ingen har gjort sig disse overvejelser inden protesterne imod Winterrapportens forslag.

Litteratur

- Barca, F og M Becht (2001), *Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Bebchuck, L og O D Hart (2002), A Threat to Dual-Class Shares, *Financial Times*, 31. Maj 2002.
- Bennedsen, M. og K Nielsen (2002a), The Impact of a Break-Through Rule on European Firms, Discussion Paper 2002-10, Centre for Economic and Business Research.
- Bennedsen, M og K Nielsen (2002b), The Proportionality Principle, Manuskript under udarbejdelse.
- Berglöf, E og M Burkart (2002), European Takeover Regulation, SITE Staff Paper 02/03, Stockholm School of Economics.
- Bolton, P (2002), *Should the EU adopt the Winter Proposals?*, Presentation at the ECGO Session, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.
- EU Kommissionen (2002a), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*. Bruxelles, 2002.
- EU Kommissionen (2002b), *Proposal for a Directive on Takeover Bids Frequently Asked Questions*. Bruxelles, 2002
- Faccio, M og L H P Lang (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, (3).
- Holmén, M og P Högfeldt (2001), A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings, Working Paper, Department of Finance, Stockholm School of Economics.
- Jensen, M C (2002), *Should the EU adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.
- Mayer, C (2002), *Should the EU adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.
- Nenova, T (2000), The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis, *Forthcoming in Journal of Financial Economics*.
- Pagano, M (2002), *Curing Symptom or Disease?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.
- SIS Ägarservice (2001), *Ägare och makten i Sveriges Börsföretag 2001*.
- Winter-rapporten (2002a), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 2002.
- Winter-rapporten (2002b) "Final Report of the Winter High Level Group on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe", Bruxelles, 2002.
- Zingales, L (1995), "What Determines the Value of Corporate Votes?", *Quarterly Journal of Economics*, (110).
- Bennedsen, M. og K. Nielsen. 2002. Investorbekyttelse og virksomhedsovertagelse i Danmark, *Økonomi- og Erhvervsministeriets enhed for erhvervsøkonomisk forskning og analyse*
- Rose, C. 2002. Corporate Financial Performance And The Use Of Takeover Defences, *Copenhagen Business School Working Paper*
- Agrawel, A. og R.A. Walkling, 1994. Executive Careers and Compensation Surrounding Takeoverbids, *Journal of Finance*, 49: 985-1014.

Franks, J.R. og C. Mayer, 1996. Hostile Takeovers and the correction of Managerial Failure, *Journal of Financial Economics*, s. 163-181

Kommissionen for de europæiske fællesskaber, Bruxelles, 2.10.2002. Forslag til Europa-parlamentets og rådets direktiv om overtagelsestilbud.