

Argumenter for og imod B-aktier

Henrik Lando

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: There is dissatisfaction among financial investors in Denmark and in the EEC Commission with the dual-class share system. We discuss both the role of B-shares as a credit instrument which gives the entrepreneur full control and the role played by B-shares on the market for corporate control. It is argued that B-shares may be the optimal financial instrument, but also that B-shares may prevent effective competition between management teams. It is concluded that there may be insufficient reason to ban the use of B-shares, since it involves no clear externality under perfect foresight.

Indledning.

A- og B-aktien adskiller sig ved forholdet mellem stemmeret og dividenderet. Typisk udbetaler en A- og en B-aktie i en virksomhed samme dividende, medens en B-akties stemmeret er 1/10 af en A-akties. Aktieselskabsloven tillader ikke større forskel i stemmeretten end 1/10.

Der er modstand både herhjemme og i udlandet mod denne adskillelse af stemmeret og dividenderet. EF-kommisionen har udarbejdet et forslag til 5. selskabsretsdirektiv, iflg. hvilket: (a) det ikke skal være muligt at udstede B-aktier for mere end 50% af aktiekapitalen; (b) B-aktierne skal have særlige rettigheder (fortrinsret) til udbyttet og må ikke have stemmeret; (c) B-aktierne skal tildeles fuld stemmeret, hvis selskabet tre år i træk ikke har opfyldt disse særlige rettigheder.

EF-Kommisionen ønsker herved at skabe et friere marked for virksomhedsovertagelser.

Nogle deltagere på det danske kapitalmarked mener, at B-aktier bør forbydes, eller at Fondsbørsen bør suspendere handelen med B-aktier i lighed med New York Stock Exchange, der fra 1926 og indtil 1985 ikke handlede B-aktier, men som dog siden 1985 har haft et moratorium på suspensionen af B-aktier.

Andre mener ikke, der er grund til at gribe ind i det nuværende system.

Der er nedsat et selskabsretsligt panel under Industriministeriet, som har udgivet en betænkning om emnet. Betænkningen (Gomard, Iversen og Drolle (1991)) konkluderer, at der ikke er grund til at gribe ind i det nuværende system.

Argumenter for og imod B-aktier

Henrik Lando

Økonomisk Institut, Københavns Universitet

SUMMARY: There is dissatisfaction among financial investors in Denmark and in the EEC Commission with the dual-class share system. We discuss both the role of B-shares as a credit instrument which gives the entrepreneur full control and the role played by B-shares on the market for corporate control. It is argued that B-shares may be the optimal financial instrument, but also that B-shares may prevent effective competition between management teams. It is concluded that there may be insufficient reason to ban the use of B-shares, since it involves no clear externality under perfect foresight.

Indledning.

A- og B-aktien adskiller sig ved forholdet mellem stemmeret og dividenderet. Typisk udbetaler en A- og en B-aktie i en virksomhed samme dividende, medens en B-akties stemmeret er 1/10 af en A-akties. Aktieselskabsloven tillader ikke større forskel i stemmeretten end 1/10.

Der er modstand både herhjemme og i udlandet mod denne adskillelse af stemmeret og dividenderet. EF-kommisionen har udarbejdet et forslag til 5. selskabsretsdirektiv, iflg. hvilket: (a) det ikke skal være muligt at udstede B-aktier for mere end 50% af aktiekapitalen; (b) B-aktierne skal have særlige rettigheder (fortrinsret) til udbyttet og må ikke have stemmeret; (c) B-aktierne skal tildeles fuld stemmeret, hvis selskabet tre år i træk ikke har opfyldt disse særlige rettigheder.

EF-Kommisionen ønsker herved at skabe et friere marked for virksomhedsovertagelser.

Nogle deltagere på det danske kapitalmarked mener, at B-aktier bør forbydes, eller at Fondsbørsen bør suspendere handelen med B-aktier i lighed med New York Stock Exchange, der fra 1926 og indtil 1985 ikke handlede B-aktier, men som dog siden 1985 har haft et moratorium på suspensionen af B-aktier.

Andre mener ikke, der er grund til at gribe ind i det nuværende system.

Der er nedsat et selskabsretsligt panel under Industriministeriet, som har udgivet en betænkning om emnet. Betænkningen (Gomard, Iversen og Drolle (1991)) konkluderer, at der ikke er grund til at gribe ind i det nuværende system.

Argumenterne for og imod B-aktier berører to forskellige emner. Dels B-aktiernes rolle som instrument i kapitalformidlingen, og dels B-aktiernes rolle i forbindelse med virksomhedsovertagelser. Tilhængerne mener, at B-aktier har en væsentlig funktion som finansieringsinstrument, mens modstanderne fremhæver, at B-aktieudstedelse indebærer en uhensigtsmæssig risiko- og kontrolallokering og hindrer et velfungerende marked for virksomhedsovertagelse.

Det kan være vigtigt at sondre mellem det tilfælde, hvor der er få store aktionærer, og det tilfælde hvor aktiekapitalen er spredt ud på mange aktionærer, der hver især ikke har incitament til at udøve kontrol med ledelsen. I det første tilfælde kan A-aktionærerne udøve kontrol og evt. påvirke ledelsen til at foretage visse handlinger. I det andet tilfælde får aktiekapitalens fordeling på A- og B-aktier ofte kun betydning gennem indvirkningen på muligheden for at overtage virksomheden.

Vi vil i det følgende afsnit diskutere B-aktiens funktion som finansieringsinstrument i førstnævnte tilfælde, og i det næstfølgende afsnit forsøge at belyse betydningen af B-aktieudstedelse for markedet for virksomhedsovertagelser i det sidstnævnte tilfælde.

B-aktien som finansieringsinstrument

B-aktien adskiller sig fra A-aktien og den almindelige gældskontrakt mht. risiko- og kontrolallokering.

En B-aktie i en given virksomhed er ofte behæftet med større risiko end både en A-aktie og et lån i virksomheden, men den giver som regel mindre indflydelse end både A-aktien og den almindelige gældskontrakt.

Forskellen i stemmeret giver i princippet en større magt til A-aktionæren end til B-aktionæren, bla. ved valget af bestyrelse og direktion.

Långiver er ofte sikret indflydelse gennem truslen om ikke at forny lånet, hvis låntager ikke følger långivers anvisninger. Denne trussel har hverken en A- eller en B-aktionær, idet aktier ikke genforhandles. I nogle tilfælde kan en långiver derfor have mere indflydelse end A-aktionærerne. Endvidere overgår kontrollen til långiver ved misligholdelse af lånekontrakten. Ved betalingsstandsning overføres kontrolretten til kurator, som handler i långivers interesse.

Kontrollen overgår således til långiver, når aktiekapitalen er opbrugt, dvs. når lånet bliver behæftet med risiko på samme måde som aktier er generelt.

B-aktionærerne er ofte udelukkende sikret »negativ« indflydelse gennem reglen om at kapitaludvidelser i en virksomhed skal vedtages af 2/3 af aktiekapitalen. De kan dermed have vetoret ved beslutninger om kapitaludvidelser.

B-aktien kan således fremstå som en ekstrem finansieringsform i henseende til kontrol- og risikoallokering, og modstanderne af B-aktier hævder, at denne finansieringsform er uhensigtsmæssig. De anfører, at det grundlæggende forkert er og fører til en

misallokering af kapital og at B-aktionærerne bærer en stor del af risikoen uden at være sikret indflydelse. Virksomhedslederen kan f.eks. vælge at tage store risici, uden at B-aktionærerne kan gribe ind. Risiko og kontrol bør følges ad, hævder modstanderne.

I det flg. vil vi i modsætning hertil argumentere for, at B-aktien kan være en hensigtsmæssig kontraktsform. Det kan være optimalt, at den finansielle investor fraskriver sig selv kontrolretten, samtidig med at han er med til at bære risiko. Vi vil anføre to begrundelser.

(1) For det første værdsættes kontrol i sig selv, og forskelligt af forskellige agenter. Hvis entreprenøren værdsætter selve det at kontrollere meget højt, mens den finansielle investor ikke er interesseret i at kontrollere, vil investor være villig til at »sælge« kontrollen til entreprenøren. Hvis entreprenøren f.eks. betragter investor som ukvalificeret til at udøve kontrol og træffe beslutninger i en virksomhed, kan entreprenøren tillægge det stor værdi, at investor på troværdig måde fraskriver sig selv kontrol. B-aktien muliggør en sådan fraskrivelse af kontrol.

Hvis investor er bedre til at bære risiko, mens entreprenøren værdsætter kontrollen højere end investor, kan B-aktien dermed være et mere hensigtsmæssigt finansieringsinstrument end både A-aktien og den almindelige gældskontrakt.

(2) B-aktien kan for det andet være det optimale finansieringsinstrument, også hvis agenterne udelukkende værdsætter kontrol som følge af de økonomiske fordele, de mener at kunne opnå gennem at kontrollere.

Argumentet fra modstandernes side er, at kontrol bør tilfalde dem, der rammes af beslutningerne, hvilket i høj grad vil være B-aktionærerne, hvis de har indskudt en væsentlig del af den samlede kapital.

Men det må huskes, at virksomhedsgrundlæggeren har indskudt personlige ressourcer, menneskelig kapital, i virksomheden, og at værdien af denne menneskelige kapital påvirkes af de beslutninger, der træffes i virksomheden. Hvis investorgruppen f.eks. beslutter at likvidere virksomheden, vil virksomhedsgrundlæggerens menneskelige kapital gå tabt, i det omfang hans kvalifikationer er virksomhedsspecifikke.

Argumentet kan formuleres på flg. måde: Hvis investorerne overgiver kontrollen til entreprenøren ved de, at han ved valget af handling vil maksimere sin egen nytte, hvilket i nogle situationer vil være til skade for investorerne, og de vil derfor betale mindre for aktierne, end hvis de selv har kontrollen. Omvendt ved entreprenøren, at investorerne vil maksimere overskuddet, og ikke tage fuldt hensyn til entreprenørens nytte, hvis de har kontrollen.

Kontrolrettens placering har også betydning for entreprenørens incitamenter til at indskyde personlige ressourcer i virksomheden. Hvis han selv kan bevare kontrollen i virksomheden, vil han være mere villig til at investere sine ressourcer i virksomheden, idet kontrolretten medvirker til at sikre ham gevinsten ved denne investering. Hvis

kontrolretten overgår til investorgruppen, kan denne f.eks. på et senere tidspunkt true med at fyre ham, og derigennem tvinge ham til at acceptere en mindre aflønning, hvorved afkastet på hans personlige investering naturligvis formindskes. Hvis det er væsentligt at entreprenøren har incitament til at investere sine personlige ressourcer i virksomheden, og spiller magtens allokering en rolle for dette incitament, kan B-aktien være det mest hensigtsmæssige finansieringsinstrument.

Sidstnævnte problem kan være lige så alvorligt som førstnævnte og det forekommer derfor vigtigt, at kontrol kan handles mellem virksomhedsgrundlæggeren og investorgruppen, og at lovgivningsmagten ikke forhindrer investorgruppen i at sælge kontrolretten til entreprenøren. Entreprenøren betaler jo for kontrolretten gennem den lavere kurs på B-aktier.

Det gælder dog ikke ubetinget, at entreprenøren har de rette incitament ved valget af finansieringsform: Hvis han står overfor valget mellem at finansiere et nyt projekt i virksomheden ved A- eller B-aktieudstedelse, og han allerede har udstedt aktier eller risikabel gæld, kan han være for tilbøjelig til at udstede B-aktier.

Hvis A-aktieudstedelse medfører, at en væsentlig del af kontrollen skifter over til aktionærgruppen, vil kontrolskiftet være til fordel for de hidtige aktionærer og kreditorer, eftersom kapitalindskydernes interesser i højere grad vil blive tilgodeset efter et kontrolskift. Problemet er, at de hidtige aktionærer og kreditorer ikke betaler for denne gevinst.

Det kan af denne grund være uprofitabelt for grundlæggeren af en virksomhed at lade virksomheden overgå fra et system med B-aktier til et system med A-aktier. Hans interesser varetages i mindre grad, når kontrol overgår til investorgruppen, og de hidtige aktionærer kompenserer ham ikke i tilstrækkelig grad herfor.

Man kan da forestille sig flg. problem: Når en virksomhed er lille, kan det være optimalt at grundlæggeren besidder magten gennem besiddelse af A-aktier, idet hans indflydelse står i forhold til de ressourcer, han har indskudt i virksomheden. Efterhånden som virksomheden vokser sig større, bla. gennem udstedelse af B-aktier, kan der opstå en uoverensstemmelse mellem grundlæggerens indflydelse og den andel af de samlede ressourcer, han har indskudt i virksomheden. Det kan være, at den optimale kontrolallokering på det senere tidspunkt indebærer kontrol fra investors side. Problemet er da som nævnt, at grundlæggeren kan have for ringe incitament til at afgive magt gennem udstedelse af A-aktier, der »udvander«
han A-aktiebesiddelse.

Hvis entreprenøren kan udstede aktier til sig selv eller på anden måde tildele sig selv en indkomst, samtidig med at han udsteder A-aktier, der giver investorgruppen bestemmende indflydelse, kan problemet løses herved. Det kræver, at den eksisterende aktionærgruppe vil godkende en sådan aktieudvidelse, så længe udvidelsen ikke indebærer et tab for gruppen.¹

Til diskussionen af B-aktien som finansieringsinstrument hører endnu et argument, der gør sig gældende i den situation, hvor der hverken kun er få, store finansielle investorer eller mange små. I denne situation, kan B-aktieudstedelse have en gavnlig effekt. Eksistensen af B-aktier medfører, at A-aktionærer sikres en stor indflydelse i forhold til den investerede kapital, og denne indflydelse kan give A-aktionærerne incitament til at kontrollere ledelsens dispositioner. Den kontrol ledelsen hermed udsættes for vil være til fordel også for B-aktionærerne.

Det er m.a.o. ikke givet, at aktionærernes opsyn med ledelsen er størst, når der udelukkende er udstedt A-aktier.

B-aktier og markedet for virksomhedsovertagelser

Markedet for virksomhedsovertagelser kan delvist sikre, at en ledelse varetager aktionærernes interesser.

Michael Møller og Johannes Mouritsen (i *Hvorfor B-aktier 1989*) udtrykker det på flg. måde:

Det kan ikke betale sig for den enkelte lille aktionær at bruge tid og kræfter på at få organiseret modstand mod ledelsen og finde et nyt alternativ. I den situation kan kapitalmarkedet dog løse problemet; aktiekurserne vil afspejle den dårlige ledelse, og det vil kunne betale sig for en storinvestor at opkøbe aktier i selskabet i større stil og få udskiftet ledelsen.

Der er imidlertid en vigtig begrænsning ved denne mekanisme, som ikke kommer klart frem i citatet, og som vil spille en rolle i det følgende:

Så snart det bliver klart at storinvestoren vil opkøbe en majoritet i selskabet, vil aktiekursen afspejle muligheden for en udskifning af ledelsen.

De små aktionærer vil ikke sælge deres aktier til den gamle kurs, men vil foretrække at holde på deres aktier og realisere gevinsten ved at den gamle ledelse bliver udskiftet og der bliver truffet bedre beslutninger set fra aktionærernes synspunkt (Grossmann/Hart, 1981).

Den forbedrede beslutningstagen er med andre ord et offentligt gode; set fra den enkelte aktionær vil godet blive »produceret« uafhængigt af om han sælger billigt til den overtagende aktionær, hvis vi antager, at aktionærerne enkeltvis er små og ikke hver især betragter sig selv som tungen på vægtskålen i magtkampen. Derfor vil aktionærerne kun sælge til en kurs som er lig med (eller nær) markedskursen efter overtagelsen. Storinvestorens gevinst begrænses herved, men han vil dog få en gevinst på sin egen hidtidige aktiepost.

Af dette »free rider« problem følger, at markedet for virksomhedsovertagelser vil være

1. For en modelanalyse henvises læseren til Lando (1991), hvor flere af de resultater, der nævnes i herværende artikel er udledt og beskrevet nærmere.

mere aktivt jo nemmere det er at opkøbe en større aktiepost anonymt, jo flere storinvestorer der er, og jo større personlige fordele, man kan opnå ved at kontrollere en virksomhed.

I det flg. vil vi antage, at agenterne kan have personlig nytte af kontrol. Dermed kan markedet for virksomhedsovertagelser være aktivt på trods af »free rider« problemet. Den personlige nytte kan bla. bestå i glæden ved at kontrollere og opnå den status, der kan være knyttet hertil, i muligheden for at tildele sig selv en høj direktørløn eller lign., eller i muligheden for på bekostning af de øvrige aktionærer i det givne selskab at overføre værdier fra selskabet til et andet selskab, man selv ejer. Denne overførsel kan være ulovlig men vanskelig at gribe ind overfor. Den kan også være lovlig, som når en aktionær, der har stemmemajoriteten i to selskaber, lader en (synergi-) gevinst ved sammenslutningen af de to selskaber tilfalde den virksomhed, han ejer den største andel i.

Det spiller en rolle for effektiviteten af overtagelsesmekanismen, om der er udstedt A- eller B-aktier. I det flg. vil vi diskutere B-aktiemodstandernes påstand om, at B-aktieudstedelse forhindrer denne mekanisme i at fungere effektivt i modsætning til en-aktie-en-stemme princippet, der skulle sikre et samfundsmæssigt efficient marked for virksomhedsovertagelser.

Vi vil definere flg. begreber:

Entreprenøren kan generere et afkast, dvs en samlet tilbagediskonteret fremtidig dividende, y_e og han har en personlig nytte af at sidde som direktør z_e . Rivalen r kan skabe et afkast y_r og har en personlig nytte af kontrol z_r .

Hvis $y_r > y_e$ vil vi sige, at rivalen er mere kompetent end entreprenøren (og vice-versa), og hvis $y_r + z_r > Y_{0e} + z_e$, at han er bedre. I modsat fald vil vi tale om en hhv. mere inkompetent eller dårligere rival. Alle variable er 'fælles viden'.

A-aktierne har ret til andelen s_a af dividendebetalingerne og A-aktiernes samlede stemmeandel er $v_a \cdot s_b$ og v_b er B-aktiernes dividende- og stemmeandel. Vi har naturligvis, at:

$$s_a + s_b = 1 \text{ og } v_a + v_b = 1. \quad (1)$$

Hvis man kun tillader en aktietype, har man at $s_a = 1$ og $v_a = 1$. Vi vil gøre den simplificerende antagelse, at $v_a > 0.5$, således at A-aktieklassen giver stemmemajoritet, hvilket er det typiske.

Entreprenøren kan vælge selv at eje eller kontrollere en andel x af stemmerne i selskabet. Det vil være af afgørende betydning, om han vælger x større eller mindre end 0.5. Hvis han vælger $x > 0.5$, har vi det typiske tilfælde i Danmark, hvor en familie eller en fond besidder magten i et selskab.

Vi kan nu analysere, hvorvidt en-aktie-en-stemme princippet er samfundsmæssigt optimalt og hvorvidt B-aktieudstedelse medfører inefficiens.

Kriteriet for samfundsmæssig optimalitet vil være maksimeringen af $y + z$. Dermed antages transferabel nytte, hvilket vi ikke vil komme nærmere ind på, samt at y og z ikke (eller i samme grad for de forskellige ledere) opnås på det øvrige samfunds bekostning.

Vi ser dermed bort fra det tilfælde, at en leder er bedre, fordi han bedre er i stand til at realisere en monopolgevinst samt fra det tilfælde, hvor en leder er bedre til at generere dividende, fordi han ikke føler sig bundet af implicitte eller eksplicitte kontrakter med f.eks. medarbejderne.

Dette er væsentlige udeladelser. Det hævdes, at virksomhedsledere ofte ikke udelukkende varetager aktionærernes interesser, men formidler et kompromis mellem virksomhedens forskellige interessegrupper. Aoki (1984) fremhæver, at dette kan bevirke større Kooperation mellem alle virksomhedens interessegrupper, inklusive aktionærerne. Et mere effektivt marked for virksomhedskontrol risikerer efter sigende at underminere dette samarbejde (se Stonehill og Dullum (1990)).

Vi analyserer først tilfældet uden og dernæst tilfældet med majoritetsbesiddelse. Endelig undersøges om det forhold, at entreprenøren ofte er likviditetsbegrænset, kan retfærdiggøre udstedelsen af B-aktier.

Magtkampen mellem rival og ledelse foregår på følgende måde: Rivalen indleder med at byde på A- og muligvis også B-aktierne. Ethvert bud skal omfatte en hel aktieklasser ifølge reglen om indløsningspligt, og man skal tilbyde samme pris på alle aktier indenfor en given aktieklasser. Det tillades, at man byder forskelligt på forskellige aktieklasser. Vi vil for enkelheds skyld se bort fra en regel om, at B-aktionærerne skal modtage et tilbud på deres aktier, og at den kurs der tilbydes B-aktionærerne ikke må være under halvdelen af den kurs der tilbydes A-aktionærerne. Vi vil vende tilbage til betydningen af denne regel.

Den siddende ledelse kommer dernæst eventuelt med et modtilbud, og aktionærerne afgør om de vil sælge og i givet fald til hvem.

Det antages at aktionærerne hver især *ikke* betragter sig som tungen på vægtskålen i afstemningen, hvilket vil være af betydning, hvis nogle aktionærer holder både A- og B-aktier.

Aktionærerne har rationelle forventninger til udfaldet af magtkampen, hvilket indebærer, at de under overtagelseskampen kender den aktiekurs, der vil gælde efter overtagelseskampen.

Når entreprenøren ikke ejer en majoritet

Når rivalen beslutter sig for sit bud, vil han beregne entreprenørens højeste modbud på de majoritetsgivende A-aktier, som er givet ved:

$$s_a y_e + z_e \tag{2}$$

Første led er den værdi entreprenøren tillægger A-aktiernes samlede dividenderet, hvis han selv bevarer kontrollen og sidste led er hans personlige nytte ved at bevare kontrollen.

Rivalen vil byde højere end entreprenøren, hvis:

$$s_a y_r + z_r > s_a y_e + z_e \quad (3)$$

hvilket dermed er betingelsen for overtagelse. Venstresiden er værdien af aktierne inklusive den personlige værdi af kontrollen for rivalen. Ingen vil byde på B-aktierne, som ikke er af betydning for opnåelse af majoriteten, givet antagelsen $v_a > 0.5$.

Rivalen vil byde

$$\max(s_a y_r, s_a y_e + z_e) \quad (4)$$

for A-aktierne, hvis (3) er opfyldt, eftersom aktionærene ikke vil sælge til ham for en pris, der er lavere end værdien af aktierne, når han har taget over, og aktionærene vil sælge til entreprenøren, hvis entreprenøren byder højere end rivalen. Denne simple adfærd er et resultat af antagelsen om, at ingen aktionær betragter sin egen beslutning som afgørende for udfaldet. Hvis en aktionær betragter sig selv som afgørende for udfaldet, og han både holder A- og B-aktier, vil hans beslutning være påvirket af, hvor meget hans B-aktier vil være værd under de to ledelser. Denne situation er analyseret i Harris og Raviv (1988).

Hvis rivalen vinder vil A-aktierne således have værdien $\max(s_a y_r, s_a y_e + z_e)$ og B-aktierne vil have værdien $s_b y_r$. Hvis rivalen ikke kan overbyde entreprenøren på profitabel måde, er aktiernes værdi henholdsvis $s_a y_e$ og $s_b y_e$.

Hvis s_a er sat til 1, som hvis der kun er en aktieklasse, er betingelsen for overtagelse:

$$y_r + z_r > y_e + z_e \quad (5)$$

hvoraf ses, at den der genererer størst samlet afkast vil vinde. En-aktie-en-stemme sikrer således at den bedste ledelse vinder, som påstået af modstanderne mod B-aktier.

Den grundlæggende årsag er, at *jo mere man tvinges til at byde på stemmeretten og dividenderetten samtidig, jo mere vil evnen til at generere dividende indgå med passende vægt i bestemmelsen af, hvem der er i stand til at byde mest på stemmeretten.*

Forskellen mellem situationen, hvor der kun er udstedt en aktietype og den situation, hvor der er udstedt både A- og B-aktier kan illustreres grafisk, jf. figur 1.

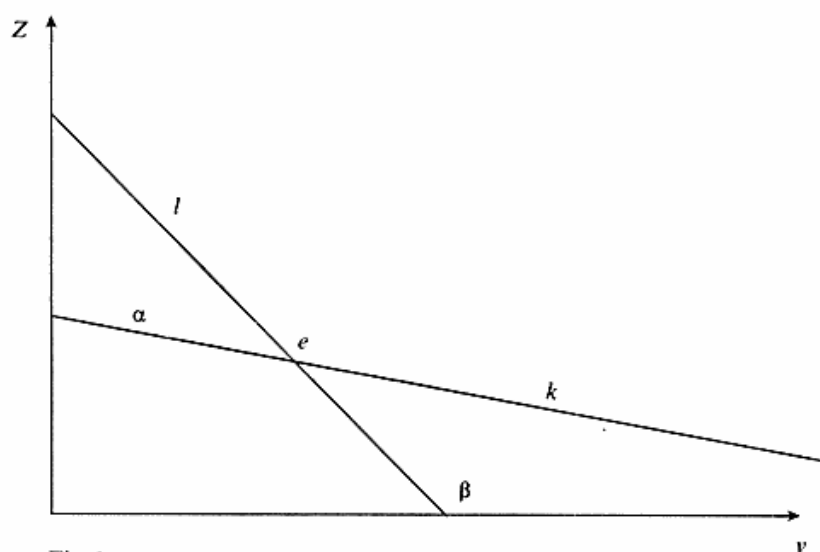


Fig. 1.

Entreprenøren er angivet ved e . Linjen l angiver de rivaler, der er lige så gode som e . Rivaler der ligger over l er bedre og vil kunne overtage, hvis der kun er udstedt en aktieklasse. Linjen k angiver hvilke rivaler, der vil kunne overtage for en given værdi af $s_a < 1$. Rivaler (y, z_r) , der ligger over k , kan overtage. Som man ser, er konsekvensen af B-aktieudstedelse, at linjen der afgør hvilke rivaler der vinder kontrollen får en mere flad hældning i forhold til efficienslinjen l . Det er en afspejling af, at y spiller en mindre rolle end z , når $s_a < 1$.

Der opstår derved to uønskede arealer: α og β .

α -rivaler er rivaler, der er dårligere end entreprenøren, men som kan overtage, fordi de har stor personlig nytte af kontrol. Det kan f.eks. være rivaler der kan overføre værdier fra virksomheden til andre selskaber, som de selv ejer, naturligvis på bekostning af de øvrige aktionærer i førstnævnte virksomhed.

β -rivaler er rivaler, der er bedre, men som ikke kan overtage, fordi de er bedre i kraft af større kompetence og ikke i kraft af større personlig nytte af kontrol, og kompetencen indgår ikke med lige vægt, hvis der er udstedt B-aktier.

Af grafen kan man se et formål med EF-Kommissionens forslag om at begrænse B-aktieudstedelse til maksimalt 50% af den samlede kapital. Derved sættes en grænse for hvor flad linjen k kan blive og dermed for, hvor store arealerne α og β kan blive.

Som nævnt har vi set bort fra reglen om, at der også er krav om, at rivalen og entreprenøren skal tilbyde at indløse B-aktierne til ikke under halvdelen af den kurs der bydes på A-aktierne.

Herved begrænses arealerne α og β . Man kan vise, at kravet spiller en rolle, hvis det for enten entreprenøren eller rivalen gælder at $z/s_a > y$. Reglen vil påføre den for hvem $z/s_a > y$ en omkostning på $1/2 s_b (z/s_a - y)$, hvilket tilsvarende mindsker den kurs vedkommende er villig til at give for A-aktierne.

I det følgende vil vi se bort fra reglen, der kun vil modificere og ikke kvalitativt ændre resultaterne.

Når entreprenøren ejer en majoritet

Lad os betragte det tilfælde, hvor entreprenøren selv ejer stemme-majoriteten. Rivalen kan i dette tilfælde kun vinde kontrol, hvis entreprenøren ønsker at sælge, dvs. der kan da kun være tale om »venlige« overtagelser. Dette er som nævnt det typiske tilfælde i Danmark.

Antag at der kun er en aktieklasser og at $x > 1/2$.

Entreprenørens aktiepost er da værd $x y_e + z_e$ og pga. indløsningspligten skal rivalen da ialt give:

$$y_e + z_e/x \tag{6}$$

for alle aktierne i selskabet. Majoritetsbesiddelsen medfører således, at entreprenøren fungerer som en type med stor personlig nytte af kontrol.

På tilsvarende måde kan man analysere tilfældet, hvor der er to aktieklasser og entreprenøren besidder majoriteten af stemmerne gennem besiddelsen af andelen x_1 af A-aktierne og andelen af x_2 af B-aktierne, dvs. hvor $x_1 v_a + x_2 v_b > 1/2$.

Betingelsen for overtagelse bliver i dette tilfælde:

$$z_r > (s_a + s_b x_2 / x_1) (y_e - y_r) + z_e / x_1.$$

idet det er antaget at $x_1 > x_2$, samt at entreprenøren accepterer et bud fra rivalen, så snart accept er at foretrække frem for afslag.

Derved fremkommer følgende skema, der viser betingelsen for overtagelse, under antagelse af, at entreprenøren henholdsvis ejer eller ikke ejer en majoritet af stemmerne, og under antagelse af, at der henholdsvis kun er udstedt A-aktier eller både er udstedt A- og B-aktier².

2. For udledningerne henvises igen til Lando (1991).

	Ingen majoritetsbesiddelse	Majoritetsbesiddelse
En aktieklasser	$z_r > y_e - y_r + z_e$	$z_r > y_e - y_r + z_e/x$
To aktieklasser	$z_r > s_a (y_e - y_r) + z_e$	$z_r > (s_a + s_b x_2/x_1) (y_e - y_r) + z_e/x_1$

Det er værd at sammenligne tilfældene med henholdsvis en og to aktieklasser dvs. $y_e - y_r + z_e/x$ og $(s_a + s_b x_2/x_1)(y_e - y_r) + z_e/x_1$, givet at entreprenøren ejer en majoritet. Det ses, at hvis $x_1 > x_2$ er det nemmere for en mindre kompetent rival at overtage, hvis der er to aktieklasser. Heraf fremgår, at to aktieklasser kan være at foretrække frem for en aktieklasser, hvis entreprenøren ejer en majoritet, og det samtidig er meget sandsynligt at en bedre, men mindre kompetent rival vil vise sig. Majoritetsbesiddelsen gør det vanskeligt for ham at overtage, hvilket forårsager inefficiens, og eksistensen af to aktieklasser kan da rette op herpå ved at gøre det nemmere for ham at overtage.

På den anden side er det klart, at B-aktieudstedelse gør det endnu sværere for en mere kompetent rival at overtage.

Det bør også nævnes, at der ikke er uafhængighed mellem B-aktieudstedelse og majoritetsbesiddelse. B-aktieudstedelse muliggør ofte majoritetsbesiddelse for en likviditetsbegrænset eller risikoavers entreprenør og kan dermed bidrage til inefficiens.

Hvis entreprenøren er likviditetsbegrænset

Det er dog ikke givet, at entreprenørens majoritetsbesiddelse indebærer inefficiens. Vi har hidtil antaget, at hverken entreprenøren eller rivalen var likviditetsbegrænset, og denne antagelse er kritisk for påstanden om, at den bedste vil vinde en kamp om overtage under en-aktie-en-stemme princippet.

Hvis entreprenøren er tilstrækkelig likviditetsbegrænset, vil han ikke kunne byde så meget for kontrollen i virksomheden, som den er værd for ham. Derfor kan det blive muligt for en kapitalstærk men dårligere rival at overtage.

Hvis entreprenøren er likviditetsbegrænset, vil han eventuelt kun kunne byde $y_e + \theta z_e$ for virksomheden, hvor $\theta < 1$, hvis »banken« ikke er villig til at låne ham det fulde beløb z_e . Hvis der dukker en rival op for hvem:

$$y_e + \theta z_e < y_r + z_r < y_e + z_e$$

vil rivalen vinde under en-aktie-en-stemme, selv om han er dårligere.

Dette indebærer inefficiens, som det måske kun er hensigtsmæssigt og rimeligt, entreprenøren kan undgå ved at udstede B-aktier og selv besidde en majoritet af stemmerne i selskabet.

Man kan forestille sig, at grundlæggeren har stor personlig nytte ved, at hans virksomhed ikke underlægges en anden virksomhed, men at han ikke er i stand til som privatperson at opkøbe majoriteten af A-aktierne i markedet, fordi han ikke kan låne tilstrækkeligt. En af årsagerne kan være, at y_c vil være privat information, og at banken ikke vil føle sig overbevist om, at aktierne i selskabet, hvis det lykkes entreprenøren at afværge en overtagelse, vil være y_c værd. Rivalen kan være en kapitalstærk virksomhed.

Virksomhedsgrundlæggeren vil sandsynligvis søge at undgå denne situation. Hvis han forbydes at udstede B-aktier vil han eventuelt vælge at undlade at ekspandere virksomheden for derved stadig at kunne holde en majoritet af aktiekapitalen. Muligvis vil han vælge at udstede gæld istedet for B-aktier, hvilket kan indebære større fallitrisiko for virksomheden og mindre likviditet for långiver.

Der kan således være væsentlige omkostninger forbundet med at forbyde B-aktier.

Efficiens under fuld forudseenhed

Et af de tungest vejende argumenter mod at forbyde B-aktier er, at entreprenøren under fuld forudseenhed internaliserer alle omkostninger og fordele ved B-aktieudstedelse, eftersom proventet ved aktiemissionen tilfalder ham. Han vil derfor ofte vælge den efficiente kapitalstruktur. Én undtagelse herfra er dog allerede nævnt på s. 4, næstsidste afsnit.

Argumenterne mod B-aktier bygger således på en antagelse om, at nogle aktionærer ikke er fuldt forudseende. Hvis aktionærernes tidshorisont er kort, eller nogle aktionærer er uvidende om ulemperne ved B-aktieudstedelse, vil der være en tendens til, at der udstedes for mange B-aktier, hvilket vil være til skade for systemets efficiens og til skade for de uvidende aktionærer.

Det er dog ikke helt korrekt, at der vil være efficiens under fuld (stokastisk) forudseenhed. Hvis entreprenøren danner sig en sandsynlighedsfordeling over mulige fremtidige rivaler, og fastlægger s_a (og evt. x) således at den forventede gevinst ved alle mulige rivalers overtagelsesforsøg maksimeres, vil han optræde som monopolist og generelt gøre det for vanskeligt for rivalerne at overtage. s_a vil generelt blive fastlagt for lavt. Det er dog tvivlsomt, om denne avancerede optimeringsadfærd finder sted i virkelighedens verden.

Konklusion

Modstanderne af B-aktier har ret i, at en-aktie-en-stemme sikrer, at den bedste ledelse vil vinde en kamp om overtagelse i fraværet af kapitalmarkedsimperfektioner, mens B-

aktieudstedelse indebærer, dels at det kan være for vanskeligt at udskifte en dårlig ledelse, og dels at en dårlig ledelse, der har stor personlig nytte af kontrol, kan overtage en virksomhed.

Det er også sandt, at B-aktionærerne i en virksomhed risikerer at blive snydt af A-aktionærerne. Men dette er kun ét eksempel på principal-agent problemet, der opstår, når risiko og indflydelse ikke følges ad. Principal-agent problemer er der mange af i vores samfund, og det er sjældent, at samfundet forbyder kontrakten mellem principal og agent.

De nævnte fordele og ulemper ved B-aktieudstedelse bæres under fuld forudseenhed af entreprenøren selv. Hvis alle er klar over, at eksistensen af B-aktier i et selskab indebærer en risiko for, at en inkompetent ledelse ikke kan udskiftes, vil man byde mindre for aktier i selskaber, der har udstedt B-aktier.

Hvis aktionærer generelt er kortsynede, eller hvis der er en gruppe af aktionærer, der ikke kender de forskellige risici ved at købe B-aktier, vil udstederen af B-aktier ikke fuldt ud internalisere omkostningerne herved. Kursen på B-aktier vil da kun delvist afspejle de mulige tab, som B-aktionærerne kan lide.

Man kan i så tilfælde argumentere for, at B-aktieudstedelse bør vanskeliggøres både af efficienshensyn og i »forbrugerbeskyttelses«-øjemed.

Det kan dog hertil bemærkes, at debatten herhjemme om A- og B-aktier har vist, at vigtige aktionærgrupper kender de problemer, der er forbundet med eksistensen af to aktieklasser.

Det hører endvidere med til billedet, at B-aktieudstedelse kan være en likviditetsbegrænset ledelses forsvar mod kapitalstærke, men inkompetente rivaler, der har personlig nytte af kontrol, samt at B-aktieudstedelse indebærer en kontrolallokering mellem virksomhedsgrundlægger og finansielle investorer, som kan være optimal. Det kan være optimalt at lade grundlæggeren have den fulde kontrol. Grundlæggeren kan betragte investor som inkompetent til at udøve kontrol og lægge stor vægt på, at investor på troværdig måde fraskriver sig retten til at blande sig. Investor kan være enig i, at han er inkompetent til at træffe virksomhedsbeslutninger, eller af andre grunde være villig til at »sælge« kontrollen til entreprenøren. F.eks. hvis det er vigtigt at sikre entreprenøren tilstrækkelig incitament til at investere sin menneskelige kapital i virksomheden.

Det er et kendt tema i kontraktteorien, at begge parter kan have fordel af, at den ene kan binde sig til ikke at udføre en given handling. B-aktien gør det muligt for investor at forpligte sig til ikke at blande sig.

Forbyder man B-aktier risikerer man, at virksomhedsejere vil undlade at ekspandere for derved stadig at kunne holde majoriteten af aktiekapitalen. Man risikerer også, at virksomhedsejerne vil vælge at udstede gæld istedet for B-aktier, hvilket kan indebære større fallitrisiko for virksomhederne og mindre likviditet for långiver. Dermed vil

virksomhedernes kapitalomkostning stige og deres investeringslyst aftage. Der kan således være væsentlige omkostninger forbundet med at forbyde B-aktier.

Efter min mening vejer argumenterne mod B-aktier ikke tilstrækkeligt tungt til at begrunde indgreb i agenters ret til frit at indgå kontrakter og allokere kontrol, afkast og risiko mellem sig, som de finder optimalt.

Måske er EF-Kommissionens forslag, der begrænser den andel B-aktier må udgøre af den samlede aktiekapital og som tilsyneladende giver B-aktier fortrinsret til dividende et rimeligt kompromis mellem de forskellige hensyn.

Det bør afslutningvis nævnes, at vi ikke har berørt spørgsmålet om, hvorvidt Fondsbørsen af standardiserings- eller likviditetshensyn bør specialisere sig i handlen med A-aktier og undlade at handle B-aktier.

Litteratur:

- Aoki, M. 1984. *The Cooperative Game of the Firm*. Oxford.
- Christiansen, J. 1991. A- og B-aktier: En økonomisk synsvinkel, *Økonomi og Politik* nr. 1.
- Gomard, B., M. Iversen og E. Drolle. 1991. Notat om stemmeretsbegrænsninger i aktieselskaber.
- Grossman, S.J. og O. Hart. 1988. One Share-One Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 175-202.
- Grossman, S.J. og O. Hart. 1981. Take-Over Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*.
- Harris, M. 1988. Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 55-86.
- Harris, M. og A. Raviv. 1988. Corporate Governance, Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 203-235.
- Hart, O. og B. Holmstrøm. 1987. The Theory of Contracts. *Advances in Economic Theory. Fifth World Congress*, edited by Truman Bewley. Cambridge.
- Holmstrøm, B. og J. Tirole. 1990. The Theory of the Firm. *Handbook of Industrial Organization*.
- Hvorfor B-aktier. 1989. *B-aktier*, udgivet af Aage Philip Børsmæglersekselskab A/S.
- Lando, H. 1991. Bør B-aktier forbydes? Notat fra Københavns Universitets Økonomiske Institut. Kommer som rødt memo.
- Stonehill, A. og K. Dullum. 1990. Corporate Wealth Maximization, Takeovers and the Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 1.
- Stulz, R.M. 1988. Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 25-54.

virksomhedernes kapitalomkostning stige og deres investeringslyst aftage. Der kan således være væsentlige omkostninger forbundet med at forbyde B-aktier.

Efter min mening vejer argumenterne mod B-aktier ikke tilstrækkeligt tungt til at begrunde indgreb i agenters ret til frit at indgå kontrakter og allokere kontrol, afkast og risiko mellem sig, som de finder optimalt.

Måske er EF-Kommissionens forslag, der begrænser den andel B-aktier må udgøre af den samlede aktiekapital og som tilsyneladende giver B-aktier fortrinsret til dividende et rimeligt kompromis mellem de forskellige hensyn.

Det bør afslutningvis nævnes, at vi ikke har berørt spørgsmålet om, hvorvidt Fondsbørsen af standardiserings- eller likviditetshensyn bør specialisere sig i handlen med A-aktier og undlade at handle B-aktier.

Litteratur:

- Aoki, M. 1984. *The Cooperative Game of the Firm*. Oxford.
- Christiansen, J. 1991. A- og B-aktier: En økonomisk synsvinkel, *Økonomi og Politik* nr. 1.
- Gomard, B., M. Iversen og E. Drolle. 1991. Notat om stemmeretsbegrænsninger i aktieselskaber.
- Grossman, S.J. og O. Hart. 1988. One Share-One Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 175-202.
- Grossman, S.J. og O. Hart. 1981. Take-Over Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*.
- Harris, M. 1988. Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 55-86.
- Harris, M. og A. Raviv. 1988. Corporate Governance, Voting Rights and Majority Rules. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 203-235.
- Hart, O. og B. Holmstrøm. 1987. The Theory of Contracts. *Advances in Economic Theory. Fifth World Congress*, edited by Truman Bewley. Cambridge.
- Holmstrøm, B. og J. Tirole. 1990. The Theory of the Firm. *Handbook of Industrial Organization*.
- Hvorfor B-aktier. 1989. *B-aktier*, udgivet af Aage Philip Børsmæglersekselskab A/S.
- Lando, H. 1991. Bør B-aktier forbydes? Notat fra Københavns Universitets Økonomiske Institut. Kommer som rødt memo.
- Stonehill, A. og K. Dullum. 1990. Corporate Wealth Maximization, Takeovers and the Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 1.
- Stulz, R.M. 1988. Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 25-54.