

Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?

EG-kommissionen diskuterar ett förslag som allvarligt begränsar möjligheten att ge ut aktier med olika rösträtt. I artikeln analyserar Clas Bergström och Kristian Rydqvist olika för- och nackdelar med en reglering av röstvärdesdifferentiering.

Flertalet svenska börsföretag har aktier med olika rösträtt. Detta förfarande har ifrågasatts flera gånger och nu senast av EG-kommissionen som diskuterar ett förbud av röstvärdesdifferentiering eller en begränsning där minst hälften av aktiekapitalet måste utgöras av röststarka aktier och där de röstsvaga aktierna skall ges en utdelningsfördel. I Sverige gäller sedan 1944 att den röstsvaga aktiens röst minst måste uppgå till 1/10 av den röststarka aktiens röst. Andra begränsningar finns i flera länder (Australien, Belgien, England, Frankrike, Italien, Japan, Norge och Tyskland), medan ett fåtal länder har valt att inte reglera alls (Israel, Portugal, Schweiz).¹ I USA har utvecklingen gått i motsatt riktning mot EG-kommissionens förslag och röstvärdesdifferentiering tillåts på New York Stock Exchange sedan 1986.²

Ett ofta framfört argument mot aktier med olika rösträtt är att dessa kan utnyttjas av en kontrollaktieägare till att exploatera minoriteten. Man tänker sig då att en kontrollaktieägare med liten kapi-

talandel fattar beslut som är gynnsamma för honom själv men som sänker aktiernas värde. Kostnaden för dessa beslut står i direkt proportion till den låga kapitalandel som aktier med olika rösträtt möjliggör.

Exploatering kan ske på flera sätt. Till exempel kan kontrollaktieägaren utnyttja sin företagsledande ställning till transferprissättning på gynnsamma villkor för ett annat företag som han äger. En annan möjlighet är att han utnyttjar sin stora röstandel till att blockera en budgivare trots att denne erbjuder sig att betala en

* Artikeln är framtagen inom SNS-projektet "Ågarspridning och agarkontroll". Vi tackar Barbro Anell, Claes Dahlbäck, Per-Olof Ericsson, Ingemund Hägg, Stefan Sandström, Björn Sprängare, Hans Tson Söderström, Staffan Viotti och Jan Wallander för värdefulla synpunkter på en tidigare version.

¹ Reglering sker antingen i respektive lands aktiebolagslag eller fondbörs inregistreringskontrakt (tex Australien, England och New York Stock Exchange före 1986). England tillåter äldre företag att ha röstvärdeskillnader. Frankrike medger dubbel rösträtt för aktier som har innehafts en viss tid, och Tyskland tillåter annan rösträtt för preferensaktier.

² Två andra aktiebörser i USA, AMEX och NASDAQ, har sedan länge tillåtit aktier med olika rösträtt. AMEX kräver dock bl a att den röstsvaga aktieserien har rätt att välja minst 25 % av styrelsen.

Docent CLAS BERGSTRÖM och docent KRISTIAN RYDQVIST är verksamma vid Institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.

premie över börskursen. Vi använder exploatering som ett sammanfattande begrepp.

Förbud mot aktier med olika rösträtt innebär att kontrollaktieägaren tvingas hålla en lika stor röst- som kapitalandel, vilket minskar incitamenten att exploatera minoriteten. Det är inte uppenbart att lagstiftning behövs. Rationella små aktieägare inser den ökade risken för exploatering i företag med olika rösträtt och försäkras sig mot detta genom att kräva en högre förväntad avkastning för att tillskjuta riskkapital. Kontrollaktieägaren inser i sin tur att de små aktieägarna betalar mindre per aktie om företaget har röstvärdesdifferentiering och tillser därför i eget intresse att företaget har en aktie/en röst för att få en så låg kapitalkostnad som möjligt. Om kontrollaktieägaren själv inför en aktie/en röst är lagstiftning förstås överflödig.

Lagstiftning kan motiveras om man tror att de små aktieägarna kan missbedöma risken för exploatering. Förbud mot aktier med olika rösträtt kan i så fall fungera som en försäkring mot alltför omfattande exploatering. Man kan föreställa sig att hela aktiemarknaden drabbas av en förtroendekris om något flagrant fall av maktmissbruk inträffar tex av det slag som skedde i Fermenta. En sådan förtroendekris skulle inte bara drabba det utsatta företaget utan också alla andra företag som behöver aktiemarknaden för sin riskkapitalförsörjning. Förbud mot aktier med olika rösträtt minskar risken för detta. Detta måste dock vägas mot möjligheten att det kan finnas fördelar med röstvärdesdifferentiering som kan gå förlorade genom ett förbud. Det faktum att flertalet företag har aktier med olika rösträtt tyder på existensen av betydande fördelar. Vari dessa fördelar består skall undersökas närmare i artikeln.

Sett ur ett vidare perspektiv utgör aktier med låg rösträtt bara en av många finansieringsformer med begränsad rösträtt. Banklån, obligationer, konvertibla

skuldebrev, konvertibla vinstandelsbevis, företagsoptioner och vissa preferensaktier har vanligen ingen eller begränsad rösträtt trots att dessa ibland kan medföra ett betydande risktagande för innehavaren. Utformningen av ett förbud måste dels ta hänsyn till möjligheten att skapa mer eller mindre likvärdiga substitut till aktier med begränsad rösträtt, dels göra en avvägning huruvida andra finansiella instrument med begränsad rösträtt också skall regleras.

Fortsättningen av artikeln syftar till att utveckla tankarna i inledningen. Avsnittet "Teori" redogör för olika för- och nackdelar med röstvärdesdifferentiering. Avsnittet "Empiri" undersöker förekomsten av exploatering och effekterna av ett retroaktivt förbud.

Teori

Kostnaden för exploatering

Vi skall visa med ett numeriskt exempel hur aktier med olika rösträtt påverkar kostnaden för exploatering. Analysen koncentreras på den form av exploatering där aktieägarna går miste om en premie därför att en bättre företagsledare hindras från att ta kontroll. Ur aktieägarnas synvinkel är det förstås ingen skillnad om de går miste om en premie eller om någon tillskansar sig medel direkt ur företaget. Båda åtgärderna sänker aktiernas värde.

Betrakta ett företag vars aktier är värda 180 under den innevarande kontrollaktieägarens ledning. En rival kan ändra aktiernas värde till 200 om han får kontroll och kontrollaktieägaren byts ut. Kontrollaktieägaren värderar utöver sin andel av aktierna kontrollen till 8 medan rivalen bara är intresserad av aktiernas värde. Värdet av kontroll kan bero på flera saker. Företaget kan utgöra en viktig del i en sfär där kontroll är en förutsättning för synergieffekter mellan företagen inom sfären. Kontrollaktieägaren kan också göra en annan bedömning än andra aktö-

rer på aktiemarknaden om vad företaget är värt under dennes kontroll. Kontroll har dessutom ett värde i nöjet av att ha makt, fördelen av att välja utdelningspolitik osv.

Aktieägarna vill naturligtvis att den bättre rivalen tar över kontrollen. Huruvida han lyckas beror emellertid på ägarstrukturen. Antag att kontrollaktieägaren har 50 procent av rösterna och kapitalet. Rivalen kan högst bjuda 200 för samtliga aktier. Om kontrollaktieägaren accepterar budet, förlorar han sin privata värdering av kontroll -8 men gör samtidigt en kapitalvinst på +10. Budet accepteras eftersom kapitalvinsten överstiger förlusten av kontroll.

Antag i stället att kontrollaktieägaren håller 50 procent av rösterna med 25 procent av kapitalet. Detta är möjligt med röstvärdesdifferentiering. Kapitalvinsten begränsas nu till +5 som understiger förlusten av kontroll -8. Därför blockeras budet. Således undanhålles värdestegringen 20 genom att den bättre rivalen blockeras. Kostnaden för detta står i direkt proportion till kapitalinnehavet, dvs 5 för kontrollaktieägaren och 15 för de övriga aktieägarna.

Exemplet illustrerar att kontrollaktieägaren kan fatta beslut som sänker aktiernas värde, i detta fall beslutet att inte acceptera rivalens bud. Minoriteten exploateras på premien för att kontrollaktieägaren skall få behålla kontrollen. Kostnaden för detta beror på kontrollaktieägarens kapitalandel. I det första fallet har kontrollaktieägaren 50 procent av kapitalet och kostnaden för exploatering är 10, och i det andra fallet har han 25 procent av kapitalet och kostnaden är 5. Eftersom kontrollen värderas till 8 exploateras minoriteten i det ena men inte i det andra fallet. Om kontroll värderas till mer än 10 blockeras rivalen i båda fallen. Förbud mot röstvärdesdifferentiering kan därför inte generellt förhindra exploatering av minoriteten.

Centralt i exemplet är huruvida den

blockerande röstmajoriteten kan hållas med en begränsad kapitalinsats. Hur liten den blockerande kapitalandelen kan bli bestäms av det minsta majoritetsblocket, dvs den minsta andelen av aktiekapitalet som precis räcker till 50 procent av rösterna. Det minsta majoritetsblocket bestäms av röstkvoten och de röststarka A-aktiernas andel av aktiekapitalet. Under en aktie/en röst är det minsta majoritetsblocket 50 procent, eftersom röst- och kapitalandelar måste vara lika. Om aktier och röster separeras (vilket är otillåtet) kan röstmajoriteten hållas utan kapital och det minsta majoritetsblocket är 0 procent. Om 50 procent av aktiekapitalet är A-aktier med en röst vardera och de andra 50 procent B-aktier utan röst, är det minsta majoritetsblocket 25 procent. Den svenska begränsningen av röstkvoten till 1/10 medför att det minsta majoritetsblocket är drygt 9 procent vilket inträffar då A-aktierna utgör 9 procent av aktiekapitalet. Således tillåter den svenska regleringen att 50 procent av rösterna hålls med så lite som 9 procent av kapitalet.

Strävar kontrollaktieägaren efter att hålla majoritetskontroll med en liten kapitalandel? Jensen & Meckling [1976] argumenterar att kapitalmarknaden inser den ökade risken för exploatering i företag där röstmajoriteten kan hållas med en liten kapitalandel och garderar sig för detta genom att betala ett lågt pris då företaget behöver nytt riskkapital. Priset sätts så lågt att hela den förväntade kostnaden för exploateringen lastas över på kontrollaktieägaren oavsett om han (eller någon annan) kommer att exploatera minoriteten i framtiden. Man kan vänta sig att kapitalkostnaden är som högst i företag där röstmajoriteten kan hållas med lite kapital och som lägst i företag med en aktie/en röst. Kontrollaktieägaren väljer därför i eget intresse en aktie/en röst som ger den lägsta kapitalkostnaden.

Eftersom kostnaden för exploatering står i proportion till kapitalandelen, kan kontrollaktieägaren delvis minska kapi-

talkostnaden genom att äga fler aktier än de som behövs för kontroll, ty en kontrollaktieägare med stort eget innehav bör få bättre betalt för aktierna än en kontrollaktieägare som väljer att hålla en liten andel av kapitalet. Även om kontrollaktieägaren inte vill äga lika röst- och kapitalandelar, ligger det i hans eget intresse att hålla en stor kapitalandel för att få en lägre kapitalkostnad.³

Analysen visar hur kostnaden för exploatering beror på kapitalandelen och att kontrollaktieägaren i eget intresse tjänar på att ha en aktie/en röst framför aktier med olika rösträtt för att få en låg kapitalkostnad. Varför vill kontrollaktieägaren införa möjligheten att hålla en större röst- än kapitalandel? Det finns tre motiv för att skapa aktier med olika rösträtt.

Skyddsmotivet

Antag att kontrollaktieägaren inte har råd att köpa mer än 25 procent av aktierna. Om företaget har en aktie/en röst kan kontrollaktieägaren med 25 procent av rösterna och kapitalet inte blockera rivalen. Röstvärdesdifferentiering däremot gör det möjligt att hålla 50 procent av rösterna med 25 procent av kapitalet och således blockera rivalen. Aktiestrukturen är således avgörande för möjligheten att blockera rivalen.

Betrakta exemplet på nytt. Om företaget har en aktie/en röst kan rivalen inte blockeras. Kontrollaktieägaren gör visserligen en kapitalvinst på +5 men den understiger förlusten av kontroll -8 och kontrollaktieägaren förlorar totalt -3. Om företaget har röstvärdesdifferentiering och kontrollaktieägaren håller röstmajoriteten med 25 procent av kapitalet kommer rivalen att blockeras. Blockering leder visserligen till att kapitalvinsten +5 uteblir men eftersom kontrollen behålls får han totalt +3. Beloppet +3 som uppnås med röstvärdesdifferentiering är förstås bättre än -3 under en aktie/en röst.

Exemplet illustrerar hur en finansiellt

begränsad kontrollaktieägare använder aktier med olika rösträtt för att skydda sin privata värdering av kontroll. Priset för detta är naturligtvis den högre kapitalkostnaden som följer med den ökade exploateringsrisken. Om kontrollaktieägaren trots den högre kapitalkostnaden skapar aktier med olika rösträtt, tyder det på att försvaret av kontroll är värt mer. Detta kallas för skyddsmotivet för röstvärdesdifferentiering. Det kan också förklara förekomsten av andra former av försvar som ask-i-ask-äggande, *shark repellents* och *poison pills* (DeAngelo & Rice [1983]).⁴

I exemplet går värdestegringen 20 förlorad om kontrollaktieägaren skall kunna behålla det privata värdet 8. En samhälls-ekonomisk förlust på -12 uppstår därför. Om kontrollaktieägarens privata värdering överstiger 20, undviks däremot en samhälls-ekonomisk förlust genom att rivalen blockeras. Detta är exempelvis fallet om det finns stora synergivärden mellan detta och andra företag inom kontrollaktieägarens sfär som är värda mer än rivalens effektivitetsförbättring. Notera emellertid att skydd av kontrollen aldrig är till de små aktieägarnas fördel.

Röstvärdeskommittén (SOU 1986:23) betonar särskilt ett fall. Man menar att kontrollaktieägaren behöver röstvärdesdifferentiering för att skaffa nödvändigt riskkapital för fortsatt expansion av företaget. Med en aktie/en röst kanske kontrollaktieägaren frivilligt avstår från att

³ Bergström & Rydqvist [1990b] pekar på några andra förklaringar till varför kontrollaktieägaren väljer att hålla en stor kapitalandel.

⁴ *Shark repellents* är en sammanfattande benämning för olika försvarsåtgärder som finns inskrivna i bolagsordningen, t ex regler om inskrankt rösträtt och kvalificerad majoritet. *Poison pills* betecknar en grupp försvarsåtgärder som tvingar budgivaren att betala ett betydande belopp till minoritetsaktieägarna om han försöker förvärva kontrollen utan den inrevarande ledningens medgivande.

expandera företaget i syfte att kunna försvara kontrollen, dvs kontrollaktieägarens privata värdering av kontroll överstiger den möjliga värdestegringen på aktierna av att expandera verksamheten. MoDo kan vara ett exempel på ett företag där kontrollaktieägaren under en lång tid frivilligt avstod från lönsam expansion för att kunna behålla kontrollen. Relevansen i argumentet beror förstås på möjligheten att skaffa riskkapital på annat sätt. Exemplet illustrerar att skydd av kontrollen kan vara positivt ur samhällets synvinkel även om de små aktieägarna går miste om budpremien.

Ett annat specialfall är den svenska lagstiftningen om bundna och fria aktier. Utländska investerare hindras att förvärva kontrollen över svenska företag genom att de fria aktierna endast får utgöra 20 procent av rösterna. Det innebär att en utländsk rival hindras från att bjuda på företaget trots att han kanske är villig att betala en betydande premie för kontrollen. I utbyte mot ett lägre värde på aktierna erhåller de svenska aktieägarna att kontrollen över företaget förblir svensk, vilket kanske kan betraktas som ett privat värde av kontroll för de svenska aktieägarna.

Även om röstvärdesdifferentiering skapas i syfte att skydda kontrollen ligger det i kontrollaktieägarens intresse att få en låg kapitalkostnad genom att äga en stor andel av aktiekapitalet. Det kan finnas strategiska skäl att skapa en aktiestruktur som möjliggör försvar av kontroll med endast 9 procent av aktiekapitalet. Kontrollaktieägaren håller A-aktierna och investerar i ett stort antal B-aktier för att få en låg kapitalkostnad. När företaget växer och den finansiella restriktionen tvingar kontrollaktieägaren att äga en allt mindre kapitalandel, kan kontrollen fortfarande försvaras genom att A-aktierna behålls.

Ägarmotivet

I exemplet ledde röstvärdesdifferentiering till att värdestegringen exploaterades, vilket alltid är till de små aktieägarnas nackdel. Det finns dock situationer där möjligheten att kunna blockera en rival kan vara till de små aktieägarnas fördel. Beträkta följande exempel där kontrollaktieägaren har information som tyder på att aktierna är värda 220, trots att aktiemarknaden prissätter dem till 180. Rivalen har också kommit fram till att aktierna är underprissatta och lägger ett bud på 200. Budet som medför en betydande premie över börskursen accepteras av de övriga aktieägarna men blockeras av kontrollaktieägaren. Blockering förhindrar således rivalen att förvärva aktierna under värdet enligt kontrollaktieägarens information. Aktier med olika rösträtt kan vara en förutsättning för en finansiellt svag kontrollaktieägare att blockera den sämre rivalen.

Detta är en positiv effekt av röstvärdesdifferentiering som höjer aktiernas värde. Om värdet av att kunna blockera dåliga budgivare dominerar kostnaden för exploatering, säger man att röstvärdesdifferentiering har skapats i ägarsyfte. Även detta motiv är överförbart på andra former av försvarsåtgärder (DeAngelo & Rice [1983]). Det finns flera andra exempel på hur en blockerande röstmajoritet som möjliggörs med röstvärdesdifferentiering kan vara i aktieägarnas intresse. Till exempel kan kontrollaktieägaren hota med att blockera rivalen för att på så sätt förhandla sig till ett högre bud (Bergström & Rydqvist [1990d]).

Premiemotivet

Röstvärdesdifferentiering kan också vara till de små aktieägarnas fördel i situationer där kontrollaktieägaren inte utnyttjar de röststarka aktierna till att hålla en blockerande röstandel. Antag för enkelhets skull att företaget har spritt ägande

och att kontrollen innehas av företagsledningen såsom i Volvo. Vi utgår från det tidigare exemplet där aktiernas värde är 180 under den innevarande ledningens kontroll och 200 om rivalen tar över företaget. Den innevarande ledningen värderar liksom tidigare kontrollen till 8. Till skillnad mot tidigare värderar rivalen kontrollen till 12.

Om företaget har en aktie/en röst och rivalen bjuder 200 för aktierna accepteras budet av aktieägarna. Budet kan inte blockeras genom ett högre motbud av den innevarande företagsledningen eller något annat företag i samarbete med företagsledningen, en sk *White Knight*. Rivalen tar således kontrollen och företaget värde stiger från 180 till 200. Om företaget i stället har röstvärdesdifferentiering uppstår konkurrens om rösterna. Antag att A-aktierna saknar utdelningsrätter men har alla rösterna och att B-aktierna har alla utdelningsrätterna men inga röster. I detta extremfall där röster och aktier har separerats bjuder parterna utslutande på rösterna. Rivalen hindrar då den innevarande ledningen från att arrangera ett motbud genom att initialt bjuda 8 för rösterna. Företagets värde stiger till 208, dvs 8 för rösterna och 200 för aktierna. Röstvärdesdifferentiering höjer således företagets värde från 200 under en aktie/en röst till 208 under separation av röst och kapital.

Exemplet visar att aktieägarna får bra betalt för sina röster samtidigt som aktiernas värde inte faller. Möjligheten att extrahera en del av vinnarens privata värdering av kontroll kallas premiomotivet för röstvärdesdifferentiering (Grossman & Hart [1988]). Verklighetens maktkamper där A-aktierna betalas betydande premier över B-aktierna kan vara exempel på fall där aktieägarna extraherar en del av de stridande parternas privata värdering av kontroll. Premie- och ägarmotiven är snarlika. I båda fallen gynnas aktieägarna av en högre budpremie. Skillnaden är att premiomotivet inte kan överföras på

andra försvarsåtgärder utan är en egenkap som är specifik för röstvärdesdifferentiering. Det kan inte heller ersättas av andra försvarsåtgärder om röstvärdesdifferentiering förbjuds.

Sammanfattning

Finns det anledning att förbjuda röstvärdesdifferentiering? Ett förbud tvingar den som vill ha kontroll att hålla en lika stor röst- som kapitalandel vilket minskar incitamenten att exploatera de icke-kontrollerande aktieägarna. Exploatering är dock inget problem för aktieägarna om dessa klarar av att gardera sig genom priset när nytt riskkapital tillskjuts. Det är inte osannolikt att aktiemarknaden betalar ett högre pris när en etablerad kontrollaktieägare som familjen Wallenberg gör en nyemission än när ägaren till ett OTC-företag utan historiska bevis på gott ledarskap nyemitterar aktier. På samma sätt som kontrollaktieägarens namn säger något om aktiernas värde, kan aktiestrukturen och kontrollaktieägarens kapitalandel säga något om hur företaget kommer att skötas.

Förbud kan ha ett värde som en (partiell) försäkring mot att aktiemarknaden missbedömer exploateringsrisken. En sådan försäkring minskar risken för flagranta fall av exploatering som skulle kunna medföra att aktiemarknadens förtroende går förlorat vilket också drabbar de välskötta företagen genom en högre kapitalkostnad. Värdet av försäkringen måste dock vägas mot att det är risk att fördelarna med röstvärdesdifferentiering (skydds-, ägar- och premiomotiven) förloras.

Om lagstiftaren finner skäl att minska utrymmet för exploatering men ändå skäl att tillåta aktier med olika rösträtt, kan denne påverka det minsta tillåtna majoritetsblocket genom att reglera antingen röstkvoten eller andelen A-aktier. Den nuvarande regleringen av röstkvoten innebär en mycket liten begränsning efter-

som röstmajoriteten kan hållas med 9 procent av kapitalet. Röstvärdeskommittén (SOU 1986:23) har därför föreslagit att A-aktier minst måste utgöra 60 procent av aktiekapitalet vilket skulle höja det minsta tillåtna majoritetsblocket från 9 procent till 32 procent av aktiekapitalet (om röstkvoten 1/10 behålls).⁵ Denna linje följs också av EG-kommissionen som diskuterar en begränsning av andelen A-aktier till 50 procent. Det minsta tillåtna majoritetsblocket blir i så fall 27 procent av aktiekapitalet om röstkvoten 1/10 behålls. Samma andel A-aktier men där B-aktier saknar röst skulle endast obetydligt reducera det minsta majoritetsblocket till 25 procent.

Empiri

Exploatering

Svenska företag tillåts idag ge ut aktier med olika rösträtt under förutsättning att röstkvoten inte understiger 1/10. Några gamla företag som skapade aktier med olika rösträtt före 1944 kan ha kvar lägre röstkvoter (Alfa-Laval, Ericsson, Electrolux, Hufvudstaden, SKF). Av 147 börsföretag 1968 hade 32 procent stamaktier med olika rösträtt och bland 213 börsföretag 1986 fanns aktier med olika rösträtt i 74 procent av företagen.⁶ Inte mindre än 80 procent av de 159 börsföretag som tillkom under perioden införde aktier med olika rösträtt.

Det minsta majoritetsblocket var i genomsnitt 42 procent i de svenska börsföretagen 1968 och 27 procent 1986. Den höga siffran 1968 beror på att de flesta företagen hade en aktie/en röst. Den betydligt lägre siffran 1986 beror på de många nya företagen som borsintroducerades på 1980-talet med röstkvoten 1/10 och små andelar A-aktier. Siffran 27 procent är dock betydligt större än det minsta tillåtna enligt lagen 9 procent. Det tyder på stor variation mellan företagen i synen på vilken aktiestruktur som är bäst.

Det finns ett tydligt samband mellan röstvärdesdifferentiering och röstkoncentration. Bergström & Rydqvist [1990a] visar att företag där det minsta majoritetsblocket är litet nästan alltid är majoritetskontrollerade, medan företag där det minsta majoritetsblocket är stort ofta saknar majoritetsägare. Sambandet avspeglar att den största aktieägaren äger de flesta A-aktierna när dessa utgör en liten andel av aktiekapitalet.

Motsvarande samband finns inte mellan röstvärdesdifferentiering och kapitalkoncentration. Det betyder att den största aktieägaren som håller röstmajoriteten med A-aktierna dessutom håller ett mycket stort antal B-aktier som inte behövs för kontroll. Detta mäts direkt av Bergström & Rydqvist [1990b] som studerar ägarandelarna i de företag där den störste aktieägaren har möjligheten att hålla röstmajoriteten med en liten kapitalandel (det minsta majoritetsblocket är litet). Skillnaden mellan den faktiska kapitalandelen och den minsta som skulle krävas för att upprätthålla den faktiska röstandelen uppgick till 15 procent bland 25 företag 1968 och till hela 28 procent i 124 företag 1986. Båda dessa tal är stora och innebär att den största ägaren utöver A-aktierna ägde ytterligare 15 procent respektive 28 procent av kapitalet i form av B-aktier.

Dessa observationer är konsistenta med hypotesen att den störste aktieägaren och kapitalmarknaden tar hänsyn till risken för exploatering. Genom att hålla en stor kapitalandel måste kontrollaktieägaren själv bära en stor del av kostnaden

⁵ Gransen har valts med tanke på att utländska investerare inte får äga mer än 40 % av aktiekapitalet och 20 % av rösterna. 60 % A-aktier innebär således en aktie/en röst inom kollektivet av svenska aktieägare.

⁶ Företag noterade på Stockholms fondbörs AI och AII, fondbandelarlistan (1968) och OTC (1986), men inte övriga, inofficiellt noterade företag.

för exploatering. I gengäld erhåller han en lägre kapitalkostnad när nytt riskkapital skall anskaffas. Hypotesen att kontrollaktieägaren och kapitalmarknaden tar hänsyn till exploateringsrisken stöds också av det faktum att det minsta majoritetsblocket i genomsnitt klart överstiger det minsta tillåtna 9 procent. Dessutom höll den största aktieägaren mer än 50 procent av aktiekapitalet i 14 procent av börsföretagen 1968 och i hela 41 procent av börsföretagen 1986.

Varför skapas möjligheten att hålla kontroll med en liten kapitalandel när det sedan inte utnyttjas? Vid en närmare analys av data visar det sig att skillnaden mellan den faktiska och den minsta möjliga kapitalandelen beror på företagets storlek. I små företag tenderar kontrollaktieägarna att hålla ett stort antal B-aktier, medan de i stora företag har betydligt färre B-aktier och ibland inga alls. Det tyder på att röstvärdesdifferentiering fungerar som försvar av kontroll när företaget växer och kontrollaktieägarens finansiella restriktion blir mer bindande. Så länge som företaget är litet håller kontrollaktieägaren många B-aktier för att få en lägre kapitalkostnad.

Förekomsten av exploatering har undersökts i samband med kontrollförvärv. Om en ny kontrollerande aktieägare är sämre än den föregående bor aktiekursen efter budet vara lägre. Oavsett om man studerar aktiemarknadens reaktion på partiella offentliga bud (Eckbo & Langgohr [1989]), förvärv av kontrollblock (Sandström [1991]) eller uppflagningar (Albåge [1990]) finner man att aktiekursen inte faller. Detta tyder på att kontrollen förvärvas i andra syften än att exploatera minoriteten även om enstaka fall av exploatering mycket väl kan förekomma bland genomsnittssiffrorna.

Ett indirekt sätt att undersöka förekomsten av exploatering är att studera hur aktiemarknaden reagerar när kontrollaktieägaren skapar eller förstärker försvaret av kontrollen. Om försvar hu-

vudsakligen används för skydd av kontrollen bör aktiekursen gå ned, och om det huvudsakligen används i aktieägarnas intresse bör aktiekursen gå upp. Båda motiven kan förekomma samtidigt och man mäter om det ena dominerar. Det finns ett mycket stort antal studier. Oavsett om man analyserar införandet av röstvärdesdifferentiering (Partch [1987], Jarrell & Poulsen [1988]), olika former av klausuler i bolagsordningen (DeAngelo & Rice [1983]) eller *poison pills* (Ryngaert [1988]) finner man inte några klara belägg för att endera effekten skall dominera den andra. Det kan tex bero på att ytterligare försvar har marginell effekt eller att de positiva och de negativa effekterna tar ut varandra i genomsnitt över många företag.

Retroaktivitet

Ett retroaktivt förbud mot röstvärdesdifferentiering skulle medföra en förmögensomfördelning mellan aktieägarna, dels från A- till B-aktieägare, dels från stora till små. Frågan är om effekterna är stora.

Det är uppenbart att A-aktieägare skulle förlora premien till B-aktieägarna. I genomsnitt utgör premien ca 5 procent av företagets börsvärde. Detta belopp tillhör huvudsakligen A-aktieägarna under nuvarande regler men måste delas med B-aktieägarna efter ett förbud. Det innebär en omfattande omfördelning om företaget har få A-aktier som ensamma förfogar över hela premien (tex Ericsson och Electrolux), och en relativt liten omfördelning om företaget har många A-aktier så att premien redan är väl fördelad mellan aktieägarna (tex Astra och Stora).

Hur skulle kontrollaktieägarens möjlighet att försvara kontrollen påverkas om A-aktierna över en natt stämplades om till B-aktier? Antag att enkel majoritet krävs för att blockera en rival. Talet n^* anger det minsta antalet aktieägare som, givet att de samarbetar, kan blockera en

rival. Det innebär att $n^*=1$ om företaget är majoritetskontrollerat, $n^*=2$ om de två största aktieägarna genom att samarbeta har majoritetskontroll osv. Genom att mäta hur mycket n^* ändras erhålles ett mått på hur kontrollaktieägarens maktposition spåds ut av ett förbud.

Bergström & Rydqvist [1990c] visar att 1968 kunde 34 procent av företagen majoritetskontrolleras av en eller två aktieägare ($n^* \leq 2$). 1986 var siffran hela 83 procent. Maktkoncentrationen har enligt detta mått ökat avsevärt över tiden. Experimentet med att retroaktivt förbjuda röstvärdesdifferentiering visar att n^* är helt opåverkat i 85 procent av företagen 1968 och i 64 procent av företagen 1986. Dessa tal är anmärkningsvärt stora och innebär att kontrollaktieägarens maktposition inte nämnvärt skulle påverkas. Det beror på att så få företag hade aktier med olika rösträtt 1968 (32 procent av de börsnoterade företagen) och att den största aktieägarens kapitalandel i genomsnitt var så hög som 43 procent 1986. Skillnaden mellan 43 procent av rösterna och enkel majoritet 50 procent är inte så stor att maktkoncentrationen nämnvärt påverkas. Siffrorna gäller för genomsnittet och det finns undantag där effekten är dramatisk (t.ex. Electrolux).

Slutord

Artikeln har behandlat exploateringsargumentet mot aktier med olika rösträtt. Risken för exploatering är ett oundvikligt problem i samband med maktkoncentration. Ekonomisk teori pekar dock på att maktkoncentration fyller en viktig funktion som uppväger risken för exploatering. Små aktieägare har måttliga incitament att göra kvalificerade bedömningar av företagsledningens kompetens och verksamhetens skötsel eftersom kostnaderna för detta inte står i proportion till aktieinnehavet. Däremot kan en stor aktieägare förväntas göra betydande insatser eftersom han gör en kapitalvinst i pro-

portion till den stora kapitalinsatsen som täcker kostnaden för informationsinhämtningen. De små aktieägarna agerar i själva verket *free riders* på de stora aktieägarnas arbetsinsats. Det talar för att rösterna bör fördelas i proportion till arbetsinsatsen, dvs att makten ges till de arbetande, stora aktieägarna och fräntas de små aktieägarna som inte har incitament att investera i information om företagets skötsel. Argument som att en aktie/en röst avviker från den demokratiska principen en man/en röst är därför missvisande.

Ett förbud mot röstvärdesdifferentiering kan visserligen leda till minskad maktkoncentration bland aktieägarna, men det kan också leda till att makten överförs från kontrollaktieägaren till en företagsledning helt utan eget aktieinnehav. Allt annat lika borde det öka risken för exploatering eftersom makten hamnar hos någon som inte bär någon direkt kostnad av att exploatera aktieägarna. Röstvärdesdifferentiering kan därför vara ett medel för att upprätthålla maktbalansen mellan aktieägarna och företagsledningen.

Referenser

- Albåge, B, [1990], "Svenska flaggningsregler – ett kors att bära?". Trebetygsuppsats vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1990a], "The Determinants of Corporate Ownership: An Empirical Study on Swedish Data". *Journal of Banking and Finance*, vol 14, s 237–253.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1990b], "Ownership of Equity in Dual-Class Firms". *Journal of Banking and Finance*, vol 14, s 255–269.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1990c], "Shareholder or Management Control: An Application of Game Theory Models to Swedish Data". Working paper nr 27 i finansiell ekonomi. Handelshögskolan i Stockholm.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1990d], "Different Offers to Voting and Non-Voting Shareholders". Working paper nr 12 i finansiell ekonomi. Handelshögskolan i Stockholm.

- Under utgivning i *Journal of Banking and Finance*.
- DeAngelo, H & Rice, E M, [1983], "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth". *Journal of Financial Economics*, vol 11, s 329-359.
- Eckbo, E B & Langohr, H, [1989], "Information Disclosure, Methods of Payment, and Takeover Premiums - Public and Private Offers in France". *Journal of Financial Economics*, vol 24, s 363-403.
- Grossman, S J & Hart, O D, [1988], "One Share/One Vote and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, vol 20, s 175-202.
- Jarrell, G A & Poulsen, A B, [1988], "Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms". *Journal of Financial Economics*, vol 20, s 129-152.
- Jensen, M C & Meckling, W H, [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.
- Partch, M M, [1987], "The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth". *Journal of Financial Economics*, vol 18, s 313-339.
- Rydqvist, K, [1990], "Takeover Bids and the Relative Prices of Shares with Different Voting Rights". Working paper nr 26 i finansiell ekonomi. Handelshögskolan i Stockholm.
- Ryngaert, M, [1988], "The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth". *Journal of Financial Economics*, vol 20, s 377-417.
- Sandström, S, [1991], "Aktiemarknadens reaktion på forvarv av block". Uppsats vid SNS, Stockholm.
- SOU 1986:23, *Aktiers röstvärde*. Betänkande av Röstvärdeskommittén.