# Prisforskjeller mellom aksjeklasser.

Bernt Arne Ødegaard*

Juni 1999

**Sammendrag**

Prisforskjeller mellom aksjer i forskjellige *klasser* kan i perfekte kapitalmarkeder ikke forklares, siden aksjene har samme krav på fremtidig dividende. I praksis ser vi likevel store prisforskjeller mellom aksjeklasser. I denne artikkelen ser først på mulige teoretiske forklaringer på slike prisforskjeller. Deretter ser vi på empiri rundt spørsmålet, både på Oslo Børs og i andre markeder.

## 1 Introduksjon

I denne artikkelen ser vi på prisforskjeller mellom aksjeklasser. I de tilfellene vi ser på i Norge, er aksjer i forskjellige klasser aksjer som har like retter på fremtidig dividende, men er differensierte langs en annen dimensjon. Ett eksempel er differensiering i *stemmerett*. I Norge observerer vi skillet mellom A aksjer, med full stemmerett, og B aksjer, uten stemmerett. Et annet eksempel er begrensninger i *hvilke investorer* som kan eie aksjen. I Norge har vi f.eks. hatt offentlige begrensninger i hvor stor andel utlendinger kan eie av et selskaps aksjer.

## 2 Litt teori.

La oss først se hva finansiell *teori* har å si. Hva kan forklare forskjeller i pris på aksjer som har rett til de samme fremtidige dividender, men hvor den ene aksjen har f.eks. mer stemmerett?

Hvis vi starter med vårt tradisjonelle utgangspunkt, en situasjon med perfekte markeder, vil en ikke forvente noen prisforskjell. Dette er en ganske enkel nåverdibetraktning. Prisen på en aksje er nåverdien av fremtidige dividender. I perfekte markeder vil det derfor aldri oppstå prisforskjeller mellom aksjer som har samme rett til fremtidig dividende.

Siden vi faktisk observerer prisforskjeller, er det nødvendig å gå bort fra denne enkle modellen, og se hvordan antagelsen om perfekte markeder brytes. Vi vil se på "private" verdier av selskapskontroll, markedssegmentering og likviditet som mulige teoretiske forklaringer.

*Førsteamanuensis, Handelshøyskolen BI, Sandvika.

## 2.1 Selskapskontroll (Corporate Control)

Vi ser først på klasser som skiller mellom stemmerett. I Norge har vi hatt et skille mellom aksjer med full stemmerett (A aksjer) og aksjer uten stemmerett (B aksjer).

Et utgangspunkt for teoretisering rundt stemmerett er en antagelse om eksistens av "private" verdier av selskapskontroll, (eng: "private benefits of control"). Hva er disse "private" verdiene? De er typisk vanskelig kvantifiserbare, og vanskelig observerbare for utenforstående. En nevner ofte en del ekstreme eksempler. Ledelsen reiser alltid på første klasse, styret har møter på Hawaii, selskapet kjøper eget fly, ledelsen bruker selskapets midler til å kjøpe fotballklubber. En annen måte for ledelsen å få fatt i selskapets midler er å kjøpe dyre innsatsfaktorer fra egne selskaper. Disse eksemplene er vanskelig å forsvare ut fra et etisk grunnlag, men det finnes litt mindre ekstreme eksempler som er etisk forsvarlige.

Vi antar altså at verdien av et selskap har to elementer:

- Nåverdien av fremtidige dividender. La oss kalle dette den "offentlige" verdien av selskapet. (eng: "public value.")
- Verdien av kontroll. La oss kalle dette den "private" verdien av selskapet. (eng: "private benefits of control.")

Vi starter med et kjent teoretisk argument: En aksje - en stemme (eng: one share – one vote) er optimalt, siden dette sikrer mot at en oppkjøper kan oppnå kontroll ved å bare kjøpe en liten del av aksjene. En aksje - en stemme er en sikkerhet for minoritetsaksjonærer. Dette argumentet kan enklest illustreres gjennom et eksempel.[1]

Et selskapet har offentlige verdi ved nåværende ledelse lik 200. Ledelsen har ingen privat verdi.

Et rivaliserende ledelsesteam gir et bud på selskapet. Dette teamet er mindre effektivt enn nåværende, slik at den "offentlige" verdien vil synke til 180. Men, teamet vil ha en "privat" verdi av kontroll lik 15.

Anta at selskapet har to aksjeklasser, A og B aksjer. Hver klasse har rett til halvparten av fremtidig dividende. Det er kun klasse A som har stemmerett. Ved nåværende ledelse vil hver klasse ha en verdi på 100.

Oppkjøperne vil kunne gi et bud på 101 til eierne av A aksjene, og overta kontrollen. Hvorfor vil dagens eiere av A aksjer godta dette tilbudet? Under dagens ledelse vil verdien av A aksjene være 100. Hvis oppkjøpet ikke lykkes, vil A aksjene fremdeles være verdt 100. Hvis oppkjøpet lykkes (oppkjøperne får mer enn 50% av A aksjene), men en ikke selger sine aksjer, sitter en med aksjer som har en privat verdi på 90. Hvis en selger, får en 101. Å selge A aksjene er en dominerende strategi.

Oppkjøperne vil ha et tap på 11 som kommer fra aksjekjøpet. Oppkjøperne ga 101 for aksjene, og etter oppkjøpet er den offentlige verdien 90. Men samtidig realiserte oppkjøperne sine private verdier på 15, slik at de netto har tjent $(15 - 11) = 4$. Vi ser at i dette tilfellet vil eierne av de stemmerettsløse B aksjene tape 10. Totalt vil den samlede (sum av privat og offentlig) verdien av selskapet synke.

[1] Eksemplet er hentet fra (Hart, 1995, Kapittel 8).

Dersom dette selskapet ikke hadde hatt stemmerettsløse aksjer, i stedet en aksje – en stemme, ville oppkjøperen ikke være interessert. For å få kontroll må en gi et bud over 100, si 101. Til denne prisen vil alle velge å tilby sine aksjer, og det vil koste oppkjøperen 202 å overta kontrollen av selskapet. På oppkjøperens hånd er selskapet kun verdt summen av den offentlige verdien på 180 og den "private" verdien på 15, totalt 195. Oppkjøpet har negativ verdi, og vil ikke bli gjennomført.

Dette eksemplet illustrerer hvordan eierne av aksjer med redusert stemmerett kan bli "utnyttet" av eierne i kontroll. Dette eksemplet kan også reverseres. Hva hvis de to ledelsesteamene bytter plass? Da blir dette et eksempel på at med differensierte klasser, blir en ineffektiv ledelse ikke byttet ut, selv om dette hadde medført at totalverdien av selskapet økte.

I det foregående eksemplet skilte vi ikke mellom ledelsen og majoritetseierne. Hva om en går bort fra denne antagelsen, og heller antar at ledelsen bare er en agent for eierne?[2] I et slikt tilfelle kan differensiert stemmerett ha en verdi. Argumentet i dette tilfellet er *overvåking av ledelsen* (eng: "Monitoring"). En liten (atomistisk) aksjeeier vil ha få insentiver til å overvåke ledelsen på noen annen måte enn å "stemme med beina" (selge seg ut). Dersom en ved å gjøre det lettere for én eier å oppnå kontroll, ved at andelen av aksjene som trengs er mindre, vil en oppmuntre til at en eier skaffer seg stor nok andel av aksjene til at det lønner seg for ham å overvåke ledelsen. Virkningen er at den "offentlige" verdien av selskapet øker, grunnet overvåkningseffekten. Denne type argumenter brukes ofte når en familiebedrift børsnoteres, idet det hevdes at det har en verdi at den opprinnelige eier beholder kontroll, siden gründeren har best forutsetninger for overvåking av den nye ledelsen.

Det bør understrekes at aksjeklasser med forskjellige stemmerett er bare én av flere mulige kontrollmekanismer i et selskap. Et eksempel som vi også ser i Norge er en stemmerettsbegrensning i selskapets vedtekter, som f.eks. at ingen eier kan stemme for mer enn 20% av aksjene i selskapet.[3]

## 2.2 Segmentering av markeder.

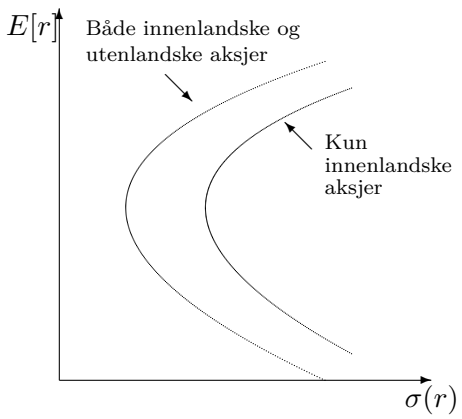
De foregående teoretiske argumentene ga grunnlaget for et skille mellom priser på aksjer med forskjellig stemmerett. Men dette er ikke de eneste aktuelle aksjeklassene. I Norge har vi historisk hatt en begrensning på andelen av et norsk aksjeselskap som kunne kontrolleres av utlendinger, på 33%.[4] For å lette kontrollen med "utenlandsandelen" innførte en del større norske selskaper et skille mellom ordinære aksjer (A aksjer) og "frie" (F) aksjer. I selskaper med både A og F aksjer hadde begge klassene stemmerett, men det var bare F aksjene som kunne eies av utlendinger. Som en del av EU tilpasningen forsvant beskrankningen på utenlandseie ved utgangen av 1995, og alle F aksjer ble da gjort om til A aksjer. Det har i Norge historisk vært tildels betydelige prisforskjeller mellom A og F aksjer i samme selskap. Hva kan en teoretisk forklaring være på denne observert prisforskjellen?

[2]Som diskutert i litteraturen som starter med Jensen and Meckling (1976).

[3]Danielson and Karpoff (1998) gir et nyttig sammendrag av slike alternative kontrollmekanismer.

[4]Denne utenlandsandelen kunne økes ved søknad til Industridepartementet.

Den teoretiske forklaringen er at det er forskjellige etterspørselskurver for innenlandske og utenlandske investorer. Utgangspunktet for teoretiseringen er den kjente diversifiseringsgevinsten for en investor av å også holde utenlandske aksjer i sin portefølje. Figur 1 illustrerer det kjente resultatet at en utenlandsk diversifisering vil forbedre mulighetsområdet i et enkelt forventning–varians diagram.




Figur 1: Forventning varians front. Innerste: Front med kun innenlandske aksjer. Ytterste: Front med både innenlandske og utenlandske aksjer.

Hva om nå investorer, både i "Innland" og "Utland," ikke allerede *er* optimalt diversifisert over land?[5] En investor i "Utland" vil da kunne ha en annen verdsetting av den samme innenlandske aksjen enn en investor i "Innland," siden denne aksjen har forskjellige diversifiseringsvirkning i de to investorenes porteføljer. Tilbyderne av aksjer i selskapet vil ha to etterspørselskurver å forholde seg til, Innland og Utland. Så lenge det er barrierer mot å arbitrere mellom disse to etterspørselskurvene, vil prisforskjeller kunne oppstå. En slik barriere kan være en begrensning i andelen av selskapet som er tilgjengelig for utlendinger.[6]

En slik mulighet for differensiering vil også kunne utnyttes av *selskapet* til å senke kapitalkostnaden, ved å utstede aksjer med eierbegrensninger, for å utnytte disse forskjellene i etterspørselskurver.[7]

En kommentar om forskjellen mellom innenlands og utenlands etterspørsel. Hvis det er en vesentlig prisforskjell mellom aksjene tilgjengelig for utlendinger og innnlendinger, må den utenlandske kvoten være tilnærmet "full." Ellers ville innenlandske eiere av den utenlandske kvoten kunne oppnå en ren gevinst ved å "bytte ut" sin beholdning i den "utenlandske" klassen mot den "innenlandske" klassen.

[5]Det er empirisk belegg for denne antagelsen. Dette er det såkalte "home bias" i internasjonal finans: Alle investorer har for stor andel av egne lands aksjer i sin portefølje.

[6]Hietala (1989) analyserer dette tilfellet i en likevektsmodell som ligner kapitalverdimodellen (CAPM), og viser også med data fra Finland at det er en "utenlandspremie."

[7]Stulz and Wasserfallen (1996) er ett eksempel på denne typen analyser.

## 2.3 Likviditet

Et tredje teoretisk moment er forskjeller i likviditet mellom aksjene. Hva om det er store blokker som sitter på A aksjene? Da vil det meste av handelen skje i B aksjene. Hvis det er en vesentlig likviditetsforskjell, må den mindre likvide aksjen tilby en høyere forventet avkastning, en likviditetspremie. Hvis A aksjen er mindre likvid enn B aksjen, tilsier likviditetsargumentet at A aksjen har en lavere pris.

Likviditetsargumenter kan forklare en hvilken som helst prisforskjell, men det er en empirisk utfordring å finne den korrekte måten å sammenligne likviditet på.

## 2.4 Oppsummering av teori

Vi har diskutert flere mulige forklaringer på prisforskjeller mellom aksjeklasser. Alle bygger på brudd på antagelsen om perfekte markeder. Fra et "policy" ståsted er det kanskje stemmerettspremien som er mest interessant, prisforskjellen mellom aksjer med og uten stemmerett kan si oss noe om verdien av selskapskontroll. Dette gjør empiriske studier av prisforskjeller mellom aksjeklasser interessante, men alle resultater må tolkes med forsiktighet, siden det er flere mulige forklaringer på observerte prisforskjeller.

De fleste diskusjoner om regulering vil bruke argumentet om at majoritetsaksjonærer beriker seg på minoritetsaksjonærenes bekostning til å fremholde "en aksje – en stemme" som en optimal struktur. Innenfor EU foreligger det faktisk forslag om å forby aksjeklasser som differensierer i stemmerett i børsnoterte selskap.

De fleste børser oppmuntrer ikke til bruk av flere aksjeklasser. I tillegg til argumentet om minoritetsaksjonærer hevdes det også at flere aksjeklasser vil "fragmentere likviditeten" i handelen med selskapets aksjer.[8]

# 3 Hva ser vi i andre land?

Forskjellige aksjeklasser er langt fra noe særnorsk fenomen. Hvis vi sammenligner Oslo Børs med det mest nærliggende tilfellet, Sverige, ser vi at det er en langt større andel av selskapene ved Stockolms fondsbørs som har flere aksjeklasser. Dette er delvis historisk betinget, svenske gründere brukte ofte flere aksjeklasser som middel til å beholde kontrollen ved børsintroduksjon.

Eksempler på utviklede aksjemarkeder med forekomst av flere aksjeklasser er: Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Frankrike, Italia, Israel, Sverige, UK og USA. Det har vært en rekke studier av prisforskjellene i disse markedene.

I alle disse studiene har aksjer med stemmerett høyere verdi enn aksjer uten stemmerett. For å vise dette regnes gjerne en verdi som reflekterer en "stemmerettspremie" (eng: voting

[8] I USA har flere aksjeklasser vært lite utbredt. Dette skyldes at NYSE lenge hadde som ett av sine krav til notering at det ikke var forskjeller i stemmerett mellom aksjene.

premium). I tilfellet hvor kun A aksjen har stemmerett, regnes denne ut som:

$$V = \frac{P_A - P_B}{P_B}$$

Denne størrelsen er positiv i alle land som er blitt undersøkt. Ekstremtilfellet er Italia, med en stemmerettspremie på 82%. Tabell 1 viser resultatene fra en rekke internasjonale undersøkelser.

| Land | Kilde | Periode | Gjennomsnittlig "premie" |
|---|---|---|---|
| Canada | Smith and Amoako-Adu (1995) | 1981-86 | 7.8% |
| | | 1988-92 | 19.3% |
| Danmark | Bechmann and Raaballe (1998) | 1986-96 | 2–30% |
| Frankrike | Muus (1998) | 1986-96 | 51% |
| Italia | Zingales (1994) | 1987-90 | 82% |
| Israel | Levy (1982) | | 45% |
| Sveits | Horner (1988) | 1978-83 | 24% |
| | Gardiol, Gibson-Asner, and Tuchsmid (1997) | 1980-88 | 25% |
| | | 1989-92 | 5% |
| Sverige | Rydqvist (1996) | 1983-90 | 12% |
| UK | **?** | 1955-82 | 13% |
| USA | Lease, McConnell, and Mikkelson (1983) | 1940–78 | 5% |

Tabell 1: Stemmerettspremien i enkelte aksjemarkeder. Premien er i noen tilfeller korrigert for partielle stemmeretter.

Det er foretatt tilsvarende undersøkelser i land hvor en skiller mellom aksjeklasser tilgjengelige for "innlendinger" og aksjeklasser tilgjengelige for utlendinger. Tabell 2 oppsummerer noen resultater fra disse undersøkelsene. Med unntak av Kina[9] finner de fleste av disse at det er en premie på aksjer som er tilgjengelige for utlendinger.

| Land | Kilde | Periode | Gjennomsnittlig "utenlandspremie" |
|---|---|---|---|
| Finland | Hietala (1989) | 1984-85 | 15–40% |
| Thailand | Bailey and Jagtiani (1994) | 1988-92 | 5–20% |
| Mexico | Domowitz, Glen, and Madhavan (1997) | 1990-93 | 4–10% |
| Kina | Chakravarty, Sarkar, and Wu (1998) | 1994-96 | −60% |

Tabell 2: Utenlandspremier i enkelte aksjemarkeder.

[9]Når det gjelder Kina hevdes det at asymmetrisk informasjon mellom kinesiske og utenlandske investorer er stor.

Empirien kan kort og enkelt oppsummeres som: Markedet er villig til å betale en høyere pris, både for aksjer med mer stemmerett, og for aksjer med mindre eierbegrensninger.

# 4 Utbredelse av stemmerettsbegrensede aksjer i Norge.

For å si noe om hvor utbredt aksjer med stemmerett er viser vi i tabell 3 hvor stor andel av børsen som utgjøres av selskaper som har stemmerettsløse (B) aksjer. Som vi ser er det industri og shipping som er de viktigste typer selskaper som har brukt B aksjer. At dette er noen av de store selskapene ser vi av at andelen er rundt 40%.

| År | Industri | | Finans | | Shipping | | Børs 2/SMB | | Alle | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1988 | 19 | [61] | 0 | [13] | 32.6 | [24] | 1.45 | [28] | 19 | [126] |
| 1989 | 37.4 | [58] | 0 | [14] | 59.8 | [23] | 0 | [24] | 36.5 | [119] |
| 1990 | 49.1 | [48] | 0 | [12] | 44.9 | [31] | 3.47 | [20] | 42.4 | [111] |
| 1991 | 56.2 | [48] | 0 | [12] | 46.4 | [29] | 4.03 | [15] | 50.3 | [104] |
| 1992 | 47.9 | [55] | 0 | [12] | 50.7 | [31] | 56.4 | [13] | 45.7 | [111] |
| 1993 | 44.3 | [56] | 0 | [11] | 39.6 | [35] | 21 | [22] | 37.9 | [124] |
| 1994 | 32.7 | [58] | 0 | [10] | 41.1 | [37] | 13.6 | [26] | 30.5 | [131] |
| 1995 | 37.8 | [62] | 0 | [11] | 34.8 | [36] | 3.43 | [37] | 30.2 | [146] |
| 1996 | 33.6 | [63] | 0 | [8] | 40.2 | [35] | 6.16 | [49] | 29.6 | [155] |
| 1997 | 37.9 | [75] | 0 | [8] | 23 | [38] | 3.08 | [79] | 27.6 | [200] |
| Total | 38.9 | [584] | 0 | [111] | 36.1 | [319] | 5.3 | [313] | 32.8 | [1327] |

Tabell 3: Tabellen viser hvor stor prosentandel av verdiene på Oslo Børs ved årskiftet som er i selskaper med stemmerettsbegrensede (B) aksjer. Merk at dette er totalverdiene av selskapene, ikke verdiene av B aksjene. Antall observasjoner i parantes.

# 5 Prisforskjeller mellom akseklasser i Norge.

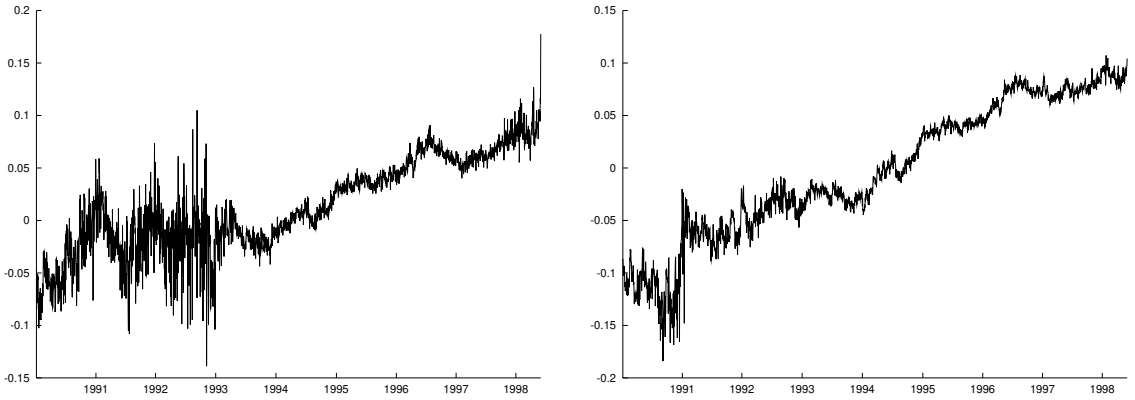
Som nevnt har vi i Norge hatt både stemmerettsbegrensede (B) aksjer og utenlandseierbegrensede (F) aksjer. En forklaring basert på verdi av stemmerett vil si at A og F aksjene, som har stemmerett, har høyere pris enn B aksjene, som ikke har stemmerett. Dersom forklaringen derimot er basert på forskjellen mellom innenlandske og utenlandske investorer, forventer vi at F og B aksjene, som er tilgjengelig for utlendinger, har høyere pris enn A aksjene. Vi ser at disse to forklaringene har motsatt fortegn. Hvilken av dem som "vinner", er et empirisk spørsmål. Dersom utenlandsbeskrankningen var viktig, vil vi forvente å se en endring rundt det tidspunktet denne begrensingen forsvant (utgangen av 1994).

Det er blitt gjort lite empirisk om dette i Norge. Bortsett fra noen studentarbeider ved BI,[10] er det først og fremst et arbeidsnotat av forfatteren (Ødegaard (1999)) som har sett på disse prisforskjellene i Norge. For de interesserte vises det til dette notatet[11] for en inngående analyse av mulige forklaringsvariable. I denne artikkelen nøyer vi oss med noen plott av gjennomsnittlige prisforskjeller og litt diskusjon rundt disse. Jeg vil i diskusjonen i denne artikkelen ikke gå nærmere inn på empirien om likviditet, jeg henviser til nevnte notat.

## 5.1 Gjennomsnitt for markedet.

### 5.1.1 Prisforskjeller mellom A og B aksjer.

Vi ser først på prisforskjeller mellom A og B aksjer. Figur 2 viser gjennomsnitt av premien $(P_A - P_B)/P_B$ for aksjer ved Oslo Børs i perioden 1990 til 1997.[12] Vi viser både likeveide og verdiveide gjennomsnitt. De verdiveide gir mest vekt til de største selskapene på børsen, som typisk også er de mest likvide.




Figur 2: Gjennomsnittlig premie $((P_A - P_B)/P_B)$ for A og B aksjer på Oslo Børs. 1990-1997. Til venstre likeveid, til høyre verdiveid gjennomsnitt. Kun dager hvor begge aksjene handles.

Flere observasjoner kan gjøres her. I det likeveide gjennomsnittet ser vi at de små selskapene på børsen, som også er de minst likvide, fører til mye "støy" i prisforholdet A/B. Det verdiveide gjennomsnittet gir et klarere bilde. Vi ser her at det har vært en klar utvikling gjennom perioden. Før 1995, da utenlandsbegrensningene forsvant, var B aksjer i snitt faktisk priset høyere enn A aksjer. Etter dette har A aksjer vært høyere priset. Det er også interessant å se at det har vært en jevn stigning, A aksjene har gradvis fått høyere pris enn B aksjene. En nærliggende forklaring på dette er at det reflekterer den høyere sannsynligheten for fusjoner/oppkjøp og andre kontrollkonflikter i de senere år.

[10] Haugen and Ruud (1992), James-Olsen, Jørgensen, and Tangerud (1998) og Bjørgo, Hoff, and Melheim (1999)

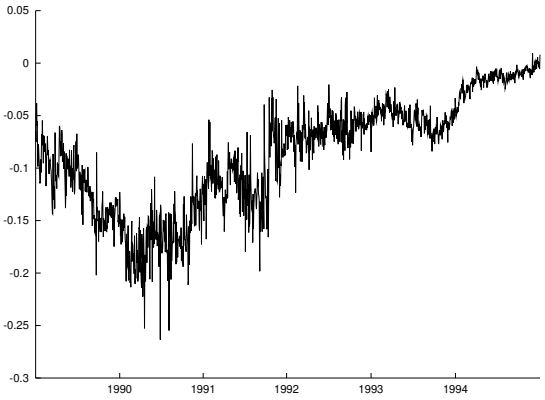
[11] Notatet kan hentes fra forfatterens hjemmeside: `http://finance.bi.no/~bernt`

[12] Se Ødegaard (1999) for en oversikt over hvilke selskaper som inngår i disse plottene.

Hvis vi sammenligner med andre land, er Norge faktisk unikt, i og med at "stemmerettspremien," som den vanligvis defineres, er negativ frem til 1995.

### 5.1.2 Prisforskjeller mellom A og F aksjer.

For å få bekreftet at utenlandsbeskrankningene var viktige, ser vi på prisforskjeller mellom A og F aksjer. Denne forskjellen er en rendyrket test av hypotesen om en "utenlandspremie," siden begge aksjene har stemmerett. Dersom hypotesen er korrekt, forventer vi at F aksjen har en høyere pris enn A aksjen. Som vi ser av figur 3, er dette tilfelle, F aksjene hadde en høyere pris.[13]




Figur 3: Gjennomsnittlig premie ($(P_A - P_F)/P_F$) for A og F aksjer på Oslo Børs. 1988-1994. Kun dager hvor begge aksjene var handlet. Likeveid gjennomsnitt.

### 5.1.3 Prisforskjeller mellom F og B aksjer.

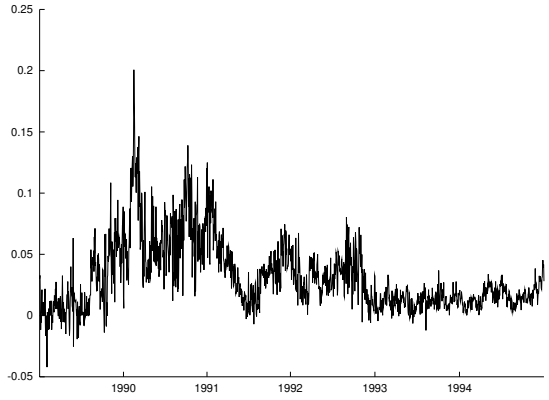
For å rendyrke stemmerettspremien kan vi se på forskjeller mellom F og B aksjer. Begge disse aksjene var tilgjengelige for utlendinger, men mens F aksjene hadde stemmerett, hadde B aksjene det ikke. Figur 4 viser gjennomsnitt av premien $(P_F - P_B)/P_B$ for de få selskapene på børsen som hadde både B aksjer og F aksjer.

Som vi ser er stemmerettspremien positiv, og mellom 0 og 10%. Så når vi kontrollerer for utenlandsproblemet, ser Norge mer normal ut, med en positiv stemmerettspremie, også i perioden før 1995.

## 5.2 Noen utvalgte selskap.

I det foregående har vi sett på snitt for hele aksjemarkedet. De samme poengene kommer frem også når vi ser på enkeltselskaper. Det kan derfor være instruerende å se på tre eksempler:

[13]For å underbygge dette kan det nevnes at i en diplomoppgave ved Handelshøyskolen BI har Bjørgo et al. (1999) påvist at denne prisforskjellen mellom F og A aksjen er større når utenlandskvoten er nærmer seg "full."

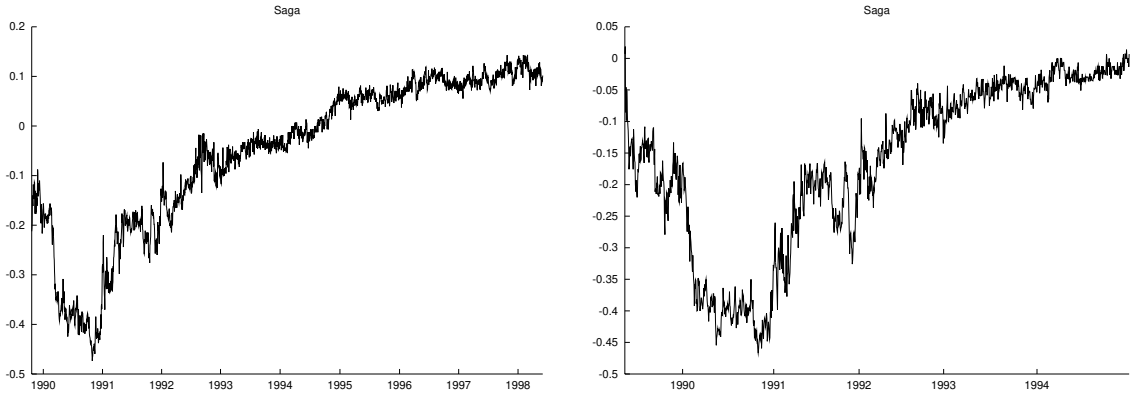



Figur 4: Stemmerettspremie $((P_F - P_B)/P_B)$ for F og B aksjer på Oslo Børs. 1988-1994. Kun dager hvor begge aksjene var handlet. Likeveid gjennomsnitt.

Saga, Hafslund og Freia.

### 5.2.1 Saga Petroleum

Saga er ett selskap som har hatt stor interesse blant utenlandske investorer. Saga har hatt alle tre aksjeklassene A, B og F. Figur 5 viser premiene for Saga. Legg merke til at både B og F aksjene faktisk har vært priset 45% høyere enn A aksjen i en periode i 1989-90. Denne ekstreme prisforskjellen, spesielt for F aksjen, er faktisk et lite mysterium. Samtidig som F aksjen er 45% høyere priset enn A aksjen, er den utenlandske eierandelen av F aksjene bare 48%! Hvorfor arbitrerte ikke norske eiere av F aksjen denne prisforskjellen bort?

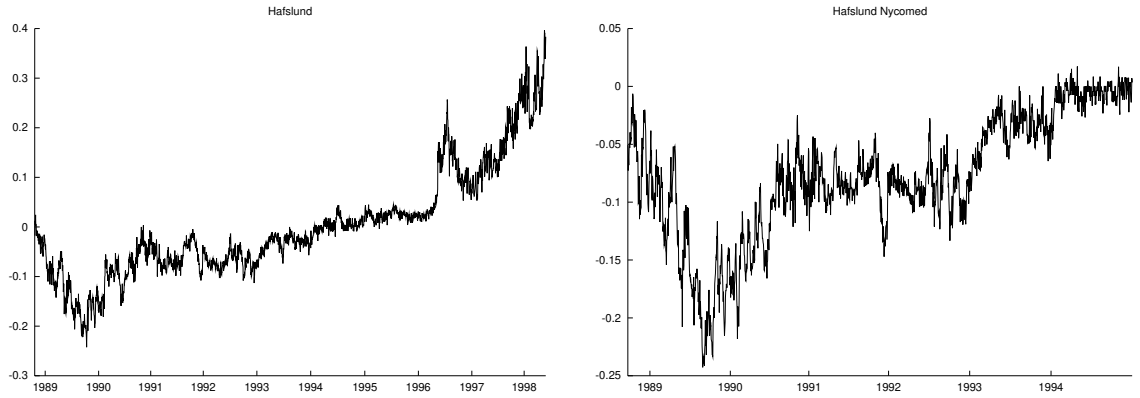



Figur 5: Premiene $(P_A - P_B)/P_B$ (til venstre) og $(P_A - P_F)/P_F$ for Saga. Kun dager hvor begge aksjeklassene var handlet. A/B til venstre, A/F til høyre.

Vi ser også at Saga's A aksje har blitt gradvis mere verdt gjennom perioden, opp til en 10% premie over B aksjen i 1997.

### 5.2.2 Hafslund

Hafslund er interessant fordi det viser hvor volatilt forholdet A/B kan være. Legg merke til hoppet i 1996/1997 i figur 6, hvor A aksjen gikk fra en premie på 5% til en premie på 20% i forhold til B aksjen, i løpet av noen få dager. Slike "hopp" vil typisk skyldes rykter om en kontrollkonflikt, eller en faktisk kamp om kontroll.




Figur 6: Premiene $(P_A - P_B)/P_B$ (til venstre) og $(P_A - P_F)/P_F$ for Hafslund/Hafslund Nycomed. Kun dager hvor begge aksjeklassene var handlet.

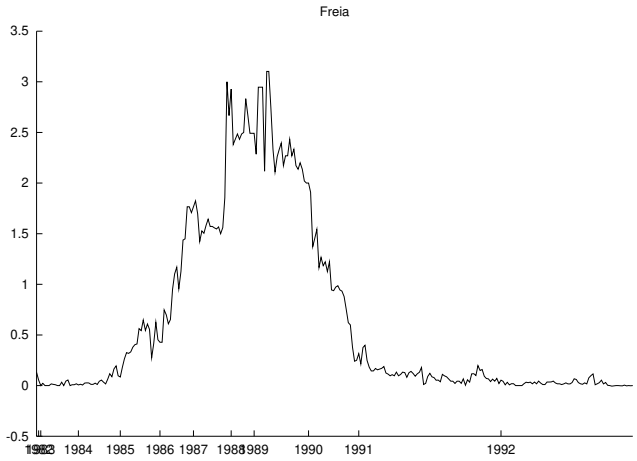
### 5.2.3 Freia

La oss til slutt se på et ekstremt tilfelle. Ut i fra prisforholdet mellom A og B aksjer, som er vist i figur 7, har det tydeligvis vært en langdryg kamp om kontrollen av Freia. Freia er faktisk så ekstremt at det er blitt utelatt i gjennomsnittsfigurene ovenfor. Gjennom hele siste halvdel av 80-årene var A aksjene svært mye høyere priset enn B aksjene, opp til et maksimum av en stemmerettspremie på 300%.

# 6 Oppsummering.

Som vi har sett, har den gjennomsnittlige stemmerettspremien på Oslo Børs i perioden 1990 til 1997 gått fra negativ til positiv.

Forfatterens hypotese er at dette skyldes at i perioden før begrensningen på utenlandseie falt bort, var det denne effekten som dominerte. Etterspørselen fra utenlandske investorer på norske aksjer var vesentlig mye større enn etterspørselen fra norske. Etter at utenlandsbegrensningen falt bort i 1995 har det vært verdien av selskapskontroll (corporate control) som har vært den viktigste grunn til prisforskjeller mellom A og B aksjer. At det faktisk har vært en verdi av kontroll, også før 1995, så vi av prisforholdet mellom F og B aksjer, som viste en positiv stemmerettspremie.




Figur 7: Premien $(P_A - P_B)/P_B$ for Freia. Kun dager hvor både A og B aksjen var handlet.

Det er interessant å observere at stemmerettspremien er blitt vesentlig større de siste par år, som antagelig skyldes den økte fusjon/oppkjøpsaktiviteten i det norske aksjemarkedet. Flere av de store selskapene ved børsen som har B aksjer, er blitt gjenstand for rykter om oppkjøp/fusjon. (Hafslund, Aker, ...)

# Referanser


Warren Bailey and Julapa Jagtiani. Foreign ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market. *Journal of Financial Economics*, 36:57–87, 1994.

Ken L Bechmann and Johannes Raaballe. Regulatory restrictions on bids for dual class shares: Two shares – one price. Working paper, University of Aarhus, December 1998.

Bjørn Petter Bjørgo, Linda Christine Hoff, and Tom Anders Melheim. Prisforskjeller mellom aksjeklasser når utenlandskvoten nærmer seg full. Master's thesis, Norwegian School of Management BI, June 1999.

Sugato Chakravarty, Asani Sarkar, and Lifan Wu. Information asymmetry, market pricing and the pricing of cross-listed shares: Theory and evidence from Chinese A and B shares. Working paper, Federal Reserve Bank of New York, July 1998.

Morris G Danielson and Jonathan M Karpoff. On the use of corporate governance provisions. *Journal of Corporate Finance*, 4:347–71, 1998.

Ian Domowitz, Jack Glen, and Ananth Madhavan. Market segmentation and stock prices: Evidence from an emerging market. *Journal of Finance*, 52(3):1059–1086, July 1997.

Lucien Gardiol, Rajna Gibson-Asner, and Nils S Tuchsmid. Are liquidity and corporate control priced by shareholders? Empirical evidence from Swiss dual class shares. *Journal of Corporate Finance*, 3:299–323, 1997.

Oliver Hart. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford University Press, 1995.

Truls Haugen and Petter Ruud. Stemmerettspremien for aksjeselskaper med to eller tre aksjeklasser ved Oslo Børs. Master's thesis, Handelshøyskolen BI, August 1992.

Pekka Hietala. Asset pricing in partially segmented markets: Evidence from the Finnish market. *Journal of Finance*, 44: 697–715, 1989.

Melchior R Horner. The value of the corporate voting right. *Journal of Banking and Finance*, 12:69–83, 1988.

Harald James-Olsen, Birthe C Jørgensen, and Vegard Tangerud. Markedsverdien av kontroll ved Oslo Børs. Master's thesis, Handelshøyskolen BI, October 1998.

Michael C Jensen and William H Meckling. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305–360, October 1976.

Ronald C Lease, John J McConnell, and Wayne Mikkelson. The market value of control in publicly–traded corporations. *Journal of Financial Economics*, 11:439–71, 1983.

Haim Levy. Economic evaluation of voting power of common stock. *Journal of Finance*, 38(1):79–93, March 1982.

Christian K Muus. Non–voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium. Working paper 22, Johann Wolfang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachberech Wirtschaftswissenshaften, October 1998.

Kristian Rydqvist. Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights. *Journal of Banking and Finance*, 20:1407–25, 1996.

Brian F Smith and Ben Amoako-Adu. Relative prices of dual class shares. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (2):223–239, 1995.

René M Stulz and Walter Wasserfallen. Foreign equity investment restrictions, capital flight, and shareholder wealth maximization: Theory and evidence. *Review of Financial Studies*, 8:1019–1057, 1996.

Luigi Zingales. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies*, 7 (1):125–48, 1994.

Bernt Arne Ødegaard. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? Evidence from Norway. Norwegian School of Management Working Paper, 1999.