

Stemmerettsbegrensninger i Europa

Et eventstudie

Av: Frank Skavland og Håkon André Berg

Veileder: Per Östberg

Masterutredning i Finansiell økonomi

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen inngår som en del av vår masterfagsutdanning ved Norges Handelshøyskole, hvor vi begge tar fordypning i finansiell økonomi. Vi har valgt å gjøre et eventstudie på opphevelse/innføring av stemmerettsbegrensninger i tiden rundt generalforsamling og innkalling til denne. Målet har vært å kartlegge hvorvidt slike mekanismer gir sitt utslag i selskapsverdien.

Med det voksende fokuset rundt god corporate governance i Europa øker også aktualiteten for et tema som stemmerettsbegrensninger. Til tross for dets store utbredelse her på kontinentet finnes det særdeles lite forskning på det nevnte området. At vi velger å studere dette fenomenet ved hjelp av et eventstudie kommer som følge av at ytterst få slike studier er blitt skrevet tidligere på NHH. Samtidig anser vi det som en av de mest interessante og nøyaktige metodene for kunne måle effekten av stemmerettsbegrensninger.

Den største utfordringen vi har møtt i løpet av arbeidet med utredningen har uten tvil vært datainnsamlingsprosessen. Over to måneder gikk utelukkende til å studere corporate governance kartet i Europa de siste 20 årene. I den anledning vil vi takke alle de menneskene vi har vært i kontakt med, for hjelpen de har gitt med å skaffe til veie den informasjonen vi trengte for å gjennomføre eventstudiet. Uten dem ville det ikke latt seg gjøre.

Videre vil vi rette en stor takk til Tommy Stamland ved NHH, for hans hjelp med det analytiske arbeidet, og ikke minst vår veileder, Per Östberg, for gode råd og innspill.

Bergen, 19. juni 2007

Frank Skavland og Håkon André Berg

Sammendrag

Denne utredningen tar for seg stemmerettsbegrensninger i form av et såkalt ”stemmetak” som setter en grense for hvor mange stemmer en kan avgi ved generalforsamling. Målet med utredningen har vært å kartlegge hvorvidt slike begrensninger gir sitt utslag i selskapsverdien ved opphevelse eller innføring. Dette er blitt gjort ved to eventstudier på henholdsvis 19 og 23 europeiske selskaper. Her på kontinentet har stemmerettsbegrensninger lenge vært et av de viktigste selskapsvedtakene som strider mot prinsippet om ”én aksje, én stemme”. De siste 20 årene derimot har omfanget blitt redusert, og da spesielt etter tusenårsskifte. Stadig flere uavhengige rapporter taler for fjerning av mekanismer som bryter med dette proporsjonalitetsprinsippet, men flere av disse har et lite empirisk grunnlag.

Hovedargumentet som taler for fjerning av stemmerettsbegrensninger er at de hindrer det såkalte markedet for selskapskontroll (engelsk: Market for corporate control). I et selskap hvor slike begrensninger står vedtektsfestet vil en større aksjonær ikke få den innflytelse han ønsker, da hans stemmerett ved generalforsamling er begrenset. En slik begrensning sees oftest i form av en gitt prosentandel av utestående kapital. Stemmerettsbegrensninger reduserer trusselen for oppkjøp og dermed en av de viktigste disiplinerende faktorene mot en potensielt dårlig ledelse.

De som stiller seg positive til stemmerettsbegrensninger hevder derimot at slike mekanismer kan bidra til å sikre spredt eierskap, motvirke diskriminering fra en stor eier samt å sikre likviditet i aksjen. Videre kan stemmerettsbegrensninger bidra til å skifte fokus over på andre enn aksjonærforhold. Tilslutt hevdes det, hvis brukt riktig, at stemmerettsbegrensninger kan bidra til å presse opp prisen ved et eventuelt oppkjøp.

Som følge av de store uenighetene i fagmiljøer rundt om i Europa, samt muligheten for at stemmerettsbegrensninger kan ha varierende effekt fra selskap til selskap, så valgte vi en konservativ nullhypotese. Dette tilsier at det er corporate governance teorien som har

bevisbyrden. H_0 sier at vi ikke vil finne noen kumulativ abnormal avkastning (CAR) i vårt fem dager lange eventvindu, mens H_1 sier det motsatte; opphevelse/innføring av stemmerettsbegrensninger gir positiv eller negativ CAR.

Svaret analysen gir oss er at stemmerettsbegrensninger gir positiv CAR ved innkalling, men ikke ved selve generalforsamlingen. Mye av årsaken til dette tror vi kommer av at markedet etter innkalling, allerede har priset inn forventningene om at stemmerettsbegrensningene vil bli opphevet. Svaret er robust i den grad det består de sensitivitetsanalysene vi foretar, men antyder også at opphevelsen kan gi en viss effekt også ved generalforsamling om man studerer et kortere eventvindu.

Sett i lys av at det ved generalforsamling ofte fremkommer mye prissensitiv informasjon, har vi i første omgang foretatt en grundig dataseleksjon for å fjerne unødvendig ”støy”. Videre, og som en del av vår hovedanalyse, har vi studert aksjeprisen ved tilfeldig valgte innkallings og generalforsamlingsdatoer. Denne ”no news” analysen, som vi har valgt å kalle den, gav ingen signifikant CAR, hvilket styrker vår opprinnelige analyse i den grad den måler det den faktisk er satt til å måle, nemlig effekten av stemmerettsbegrensninger.

Vårt eventstudie kan dermed tyde på at flere av de nyere corporate governance rapportene som taler for prinsippet om ”én aksje, én stemme” har rett i påstanden om at stemmerettsbegrensninger gir negative utslag på selskapsverdien. Likevel observerer vi flere enkelttilfeller hvor det motsatte er tilfelle, og ønsker derfor å være forsiktig med å gi en så entydig konklusjon.

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
INNHOLDSFORTEGNELSE	5
FIGUROVERSIKT	7
TABELLOVERSIKT	8
1 INTRODUKSJON	9
1.1 ”ÉN AKSJE, ÉN STEMME” PRINSIPPET I EUROPA	9
1.2 MOTIVASJON FOR UTREDNINGEN	12
2 STEMMERETTSBEGRENSNINGER	14
2.1 BESKRIVELSE	14
2.2 SELSKAPETS FORMÅL MED STEMMERETTSBEGRENSNINGER	15
2.2.1 <i>Hindre fiendtlige oppkjøp</i>	15
2.2.2 <i>Sikre spredt eierskap</i>	18
2.2.3 <i>Sikre nasjonale interesser</i>	19
2.2.4 <i>Presse opp pris ved oppkjøp</i>	20
2.2.5 <i>Fokus på andre enn aksjonærforhold</i>	21
2.3 DRØFTELSE	22
2.3.1 <i>Den optimale selskapsstruktur</i>	22
2.3.2 <i>Ulike varianter stemmerettsbegrensninger</i>	23
2.3.3 <i>Muligheter for å omgå stemmerettsbegrensninger</i>	25
2.4 HYPOTESE	26
3 DATA	29
3.1 SELSKAP	29
3.2 INDEKS	33
3.3 TIDSPERIODE	33
4 EVENTSTUDIET	35
4.1 METODER FOR Å PREDIKERE NORMAL AVKASTNING	35

4.2	DEFINERE ESTIMERINGSVINDU OG EVENTVINDU	37
4.3	ESTIMERE MARKEDSMODELLEN	38
4.4	KALKULERING AV ABNORMAL AVKASTNING.....	40
4.5	T- TEST.....	42
5	GJENNOMGANG AV RESULTATER.....	43
5.1	ANALYSE INNKALLING OG GENERALFORSAMLING.....	43
5.2	ANALYSE "NO NEWS"	47
6	TESTSTYRKE.....	52
6.1	SENSITIVITETSANALYSE	52
6.1.1	<i>Endring av eventvindu.....</i>	<i>52</i>
6.1.2	<i>Standardiserte regresjonsparametre.....</i>	<i>54</i>
6.1.3	<i>Fjerning av ekstreme data.....</i>	<i>56</i>
6.2	STATISTISKE VURDERINGER	57
6.2.1	<i>Kriterier for et pålitelig eventstudie.....</i>	<i>57</i>
6.2.2	<i>Andre tema</i>	<i>61</i>
7	OPPSUMMERING OG VURDERINGER	63
7.1	KONKLUSJON TIL EVENTSTUDIET	63
7.2	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	65
	REFERANSELISTE.....	67
	VEDLEGG	75

Figuroversikt

Figur 1: ”Én aksje, én stemme” prinsippet i Europa	11
Figur 2: Stemmerettsbegrensninger i Europa	12
Figur 3: Tidslinjen i et eventstudie.....	38
Figur 4: Grafisk fremstilling ”no news” vs. generalforsamling	49
Figur 5: Grafisk fremstilling ”no news” vs. innkalling.....	51
Figur 6: Normalfordeling (GF).....	58
Figur 7: Normalfordeling (Innkalling)	59

Tabelloversikt

Tabell 1: Selskapsoversikt.....	31
Tabell 2: Fordeling bransjer	32
Tabell 3: Fordeling størrelse	32
Tabell 4: Fordeling tid.....	34
Tabell 5: Selskaps CAR	44
Tabell 6: Gjennomsnittelig CAR og var(CAR).....	44
Tabell 7: T- test hovedanalyse	45
Tabell 8: Selskaper med negativ CAR	47
Tabell 9: Gjennomsnittelig CAR og var(CAR) ved "no news" analyse (GF)	48
Tabell 10: T- test "no news" analyse (GF).....	48
Tabell 11: Gjennomsnittelig CAR og var(CAR) ved "no news" analyse (Innkalling).....	49
Tabell 12: T- test "no news" analyse (Innkalling)	50
Tabell 13: Sensitivitetsanalyse: Endring av eventvindu	53
Tabell 14: Sensitivitetsanalyse: Standardiserte regresjonsparametere.....	55
Tabell 15: Sensitivitetsanalyse: Fjerning av ekstreme data	56

1 Introduksjon

Formålet med denne utredningen er å avdekke hvorvidt stemmerettsbegrensninger gir positive eller negative utslag i aksjeprisingen. Dette har vi testet ved et såkalt eventstudie på europeiske børsnoterte selskaper som enten har innført eller opphevet slike begrensninger i den senere tid. Analysen studerer aksjekursen i et gitt vindu både ved innkallingen og ved selve generalforsamlingen.

Utredningen er strukturert som følger: I resten av kapittel 1 gjennomgås diskusjonen om "én aksje, én stemme" prinsippet i Europa, samt motivasjonen for oppgaven. I kapittel 2 rettes fokuset mot stemmerettsbegrensninger. Målet for denne seksjonen er å belyse de ulike aspektene ved slike begrensninger og hvorvidt disse er til fordel eller ulempe for aksjonærene. Neste kapittel gir en beskrivelse av dataene brukt i eventstudiet, mens kapittel 4 foretar en gjennomgang av dets metode og de betraktninger vi har gjort. Kapittel 5 gjør en grundig analyse av resultatene fra eventstudiet og hvordan disse kan tolkes. For den kresne leser er en vurdering av teststyrke, fra både et økonomisk og statistisk perspektiv, diskutert i kapittel 6. Endelig gis en oppsummerende konklusjon og forslag til videre forskning i kapittel 7.

1.1 "Én aksje, én stemme" prinsippet i Europa

Det er en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerett bør være proporsjonal med den kapital de risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje, én stemme". I store deler av Europa er det ikke slik; makten er konsentrert i

hendene på en minoritet bestående av mektige aksjonærer som kontrollerer de fleste stemmene¹.

Et av verdens største pensjonsfond CalPERS skriver følgende om "core principles of accountable corporate governance": "*All investors must be treated equitably and upon the principle of one-share/one-vote*"². Den danske Nørby rapporten som kom ut i 2001 utdyper dette på følgende vis: "*Det anbefales, at der i selskabers vedtægter ikke indføres bestemmelser, der indeholder stemmeretsdifferentiering, begrænser antallet af stemmer, den enkelte aktionær kan afgive, eller som begrænser det antal aktier, den enkelte aktionær kan eje*"³. OECD velger derimot å ikke ta stilling til prinsippet om "én aksje, én stemme" i sin rapport fra 2004, men erkjenner at flere aksjonærgrupper og foreninger støtter denne tanken⁴.

I Europa har en tredjedel av selskapene i aksjeindeksen FTSE Eurofirst 300, som inkluderer de 300 største selskapene i Europa, et system for ulik stemmevekt⁵. Dette gjelder store selskaper som Total, BP, Volkswagen og British Airways. EU-kommisjonen har i flere år ønsket seg en ordning hvor én aksje betyr én stemme. Dette har ulike kommissærer og kommisjoner reist som sak, men hver gang har de tapt. Sterke land som Tyskland, Frankrike og Sverige har stått steilt imot, blant annet fordi landene mener dette vil undergrave det nasjonale eierskapet.

Den samme rapporten avdekker at de vanligste mekanismene som strider mot "én aksje, én stemme" prinsippet er aksjeklasser med ulik stemmerett (som A og B aksjer), stemmerettsbegrensninger og eierbegrensninger, i den nevnte rekkefølgen. Belgia er det

¹ http://www.norges-bank.no/Pages/Report___46954.aspx

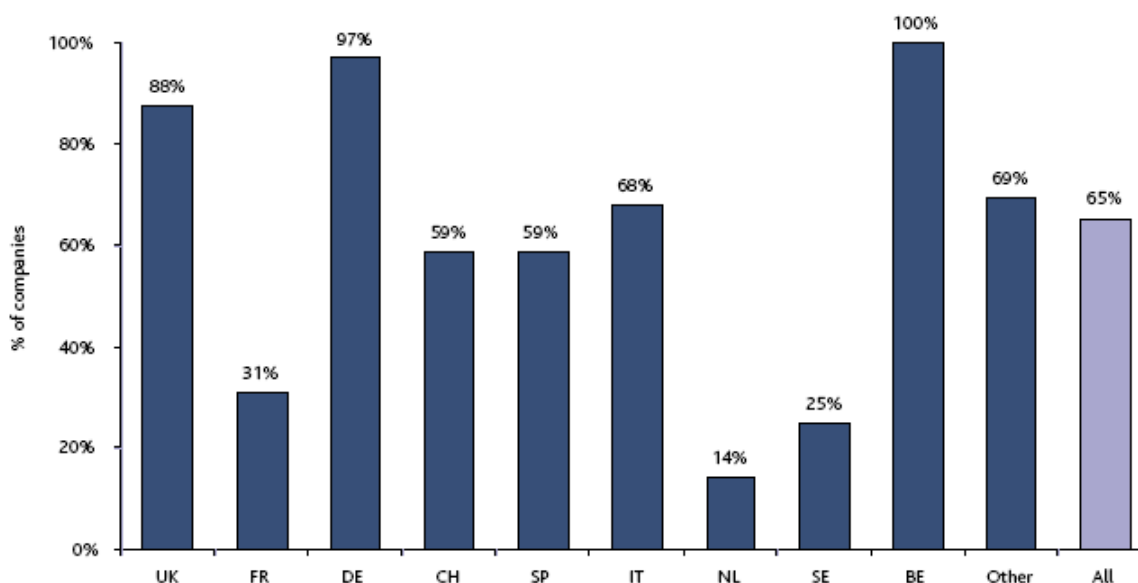
² <http://www.calpers-governance.org/principles/domestic/us/page04.asp>

³ Nørby udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark- "Anbefalinger for god selskapsledelse i Danmark" (2001)

⁴ OECD Principles of Corporate Governance (2004) side 41

⁵ Deminor Hating: "Application of the one share- one vote principle in Europe" (2005)

”flinkeste” landet i Europa da samtlige belgiske selskaper følger dette prinsippet. Tyskland med sine 97 prosent og Storbritannia med sine 88 prosent er de neste på toppen av listen. I kontrast til dette havner Nederland og Sverige nederst på listen med henholdsvis 14 prosent og 25 prosent. Se figur 1 for oversikt (NB! Vi gjør oppmerksom på at disse tallene nok har forandret seg noe blant annet som følge av EUs nye overtagelsesdirektiv fra 2006).



Figur 1: ”Én aksje, én stemme” prinsippet i Europa

Figuren gir en oversikt over selskaper som styrer etter ”én aksje, én stemme” prinsippet i Europa. Kilde: Deminor (2005)

Når det gjelder stemmerettsbegrensninger alene toppes listen av Spania, Sveits og Frankrike. Disse mekanismene er imidlertid også funnet i en rekke mindre land, samt i Italia og Tyskland. Figur 2 viser en oversikt over bruk av stemmerettsbegrensninger i Europa slik forholdet lå an per 1. juli 2004.

	% of companies	Voting threshold in total number of voting rights
UK	3%	15% - 30%
FR	19%	6% - 30%
DE	3%	20%
CH	35%	2% - 5%
SP	41%	10%
IT	8%	5% - 15%
NL	0%	n/a
SE	6%	10%
BE	0%	n/a
Other	11%	5% - 10%
All	10%	2% - 30%

Figur 2: Stemmerettsbegrensninger i Europa

Figuren gir en oversikt over bruken av stemmerettsbegrensninger i Europa. Kilde: Deminor (2005)

1.2 Motivasjon for utredningen

De nevnte rapporter illustrerer det økende fokuset på corporate governance i Europa den senere tid. Etter at den danske Nørby rapporten kom ut i 2001 har fokuset rundt dette temaet økt betraktelig i Danmark. Som illustrasjon kreves det i dag minst 90% flertall på generalforsamling om man skal innføre stemmerettsbegrensninger. Fra 20. mai 2006 påla EUs nye overtagelsesdirektiv børsnoterte selskaper å opplyse om alle vedtekts- og avtalebestemmelser som vanskeliggjør muligheten til å overta kontrollen av selskapet, deriblant stemmerettsbegrensninger. Det skal årlig understrekes i selskapets årsrapport og de skal forsvares på selskapets generalforsamling, slik at de eventuelt kan komme under press fra selskapets aksjonærer⁶.

Selv om det kan synes som om at de fleste støtter prinsippet om ”én aksje, én stemme”, er det også enkelte som mener at politiske corporate governance initiativer ikke er veien å gå.

⁶ Werlauff: ”Kapital og stemmeret- om forholdet mellom kapitalbesiddelse og stemmeret i børsnoterede selskaber fra den 20. maj 2006” (2005)

Dansk Industri gav eksempelvis ut en rapport i mars 2004 som et svar til Nørby rapporten. De mener selskapet selv er best egnet til å ta stilling til hvorvidt det er behov for forskjellige tiltak som begrenser stemmeretten⁷. Rose (2002) konkluderer, etter en undersøkelse på danske selskap, med at antioppkjøpsmekanismer ikke er av betydning for selskapsavkastningen⁸. Khachaturyan (2006) hevder på sin side at prinsippet om ”én aksje, én stemme” er en suboptimaliserende regel som blant annet oppmuntrer selskaper til å innta mer komplekse strukturer som pyramide- eller krysseierskap⁹.

Stemmerettsbegrensninger er, som Deminor (2005) hevder, et av de vanligste avvikene fra prinsippet om ”én aksje, én stemme”. Til tross for dette, er det etter vår kjennskap, forbausende lite forskning på denne formen for stemmedifferensiering alene. Vanligvis finner man i Europa kun generelle studier på antioppkjøpsmekanismer, som eksempelvis Rose (2002), Bennedsen og Nielsen (2006)¹⁰. Ulike aksjeklasser har naturlig nok også bred dekning, som Ødegaard (1999 og 2006)¹¹.

Kort oppsummert; det økte fokuset på corporate governance og prinsippet om ”én aksje, én stemme” i Europa gjør denne utredningen høyst aktuell. Stemmerettsbegrensninger som en antioppkjøpsmekanisme er et omdiskutert tema. Til tross for at hele 10 prosent av Europas største selskaper bruker slike vedtektsfestede mekanismer, finnes det tilnærmet ingen forskning på akkurat dette området. Gjennom vår utredning håper vi å kunne bidra til debatten om hva som kan ansees å være i tråd med god corporate governance i Europa; hvordan reagerer aksjemarkedet på innføring/oppheving av stemmerettsbegrensninger?

⁷ Krenchel og Thomsen- ”Corporate Governance i Danmark – om god selskabsledelse i et dansk og internasjonalt perspektiv” (2004)

⁸ Rose- ”Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defences” (2002)

⁹ Khachaturyan: ”The One- share- One- Vote Controversy in the EU” (2006)

¹⁰ Bennedsen og Nielsen: ”The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe” (2006)

¹¹ Ødegaard: ”Prisforskjeller mellom aksjeklasser” (1999) og ”Price Differences Between Equity Classes. Corporate Control, Foreign Ownership or Liquidity?” (2006)

2 Stemmerettsbegrensninger

I dette kapitlet gjøres det rede for hva stemmerettsbegrensninger faktisk er, og hva det kan innebære for selskap og aksjonærer. Innledningsvis defineres og beskrives den type stemmerettsbegrensninger som vår utredning har valgt å ta for seg. Videre diskuterer vi selskapets formål med å implementere nettopp slike vedtektsfestede mekanismer, før ulike aspekter som må tas til etterretning drøftes. Hele kapitlet kan ansees som en diskusjon rundt hva vi kan vente oss av eventstudiet som følger. Avslutningsvis former vi vår hypotese i lys av den tidligere drøftelsen.

2.1 Beskrivelse

Norsk aksjelovs utgangspunkt er at aksjonærenes stemmerett er proporsjonal med det antall aksjer de eier. Dette kan sees i sammenheng med den økte trenden om ”én aksje, én stemme” prinsippet i Europa som vi tidligere har diskutert. Et slikt utgangspunkt kan ved vedtektsbestemmelse fravikes på to ulike måter¹². Det sondres mellom stemmerettsbegrensninger knyttet til aksjer (kvalitative stemmerettsforskjeller) og stemmerettsbegrensninger knyttet til person (kvantitative stemmerettsforskjeller). Med kvalitative stemmerettsforskjellene menes ulike aksjeklasser, som A- og B- aksjer, hvor førstnevnte er stemmesterke og sistnevnte er stemmesvake.

De såkalte kvantitative stemmerettsforskjeller kan systematiseres etter om de angir et eiertak for hvor mange stemmer en aksjonær kan avgi (stemmetak), eller om de angir et eiergulv for når stemmeretten inntreffer (stemmegulv). En slik vedtektsregulering knytter seg ikke til rettigheter og plikter som sådan, og etablerer ikke en egen aksjeklasse. Det er stemmerettsbegrensninger i form av et slikt ”stemmetak” som er vårt fokus for utredningen.

Sagt på en annen måte; mens oppdeling i aksjeklasser begrenser den enkeltes *aksje* innflytelse, så medfører stemmerettbegrensninger i form av et ”stemmetak”, at den enkeltes *aksjonærs* innflytelse begrenses. Det kan eksempelvis vedtas at ingen kan utøve mer enn 20 stemmer på generalforsamlingen uansett hvor mange aksjer vedkommende eier, eller det kan være vedtatt at ingen kan stemme for mer enn 5% av den totale aksjekapitalen. Hvis stemmerettsbegrensningene settes så lavt at hver aksjonær kun har én stemme, er begrensningen et uttrykk for et andelsprinsipp. Noen andelsselskaper, som i ettertid er blitt omdannet til aksjeselskaper, har bevart denne ordningen. Aksjer utenfor stemmerettsbegrensningen, altså de som overstiger grensen, har vanligvis fortsatt rett på utbytte og kan få en viss betydning ved vedtektsendringer. Slike endringer krever i Norge og mange andre land, ofte 2/3 flertall av de stemmeberettigede aksjene på generalforsamlingen for å bli gjennomført. Med stemmeberettiget aksjekapital regnes også de aksjene som er ”stemmeløse” som følge av stemmerettsbegrensningen.

2.2 Selskapets formål med stemmerettsbegrensninger

2.2.1 Hindre fiendtlige oppkjøp

Et av de første problemene som ble observert innenfor selskapsstyring og ledelse, er kostnadene som oppstår idet man separerer eierne og ledelsen i et selskap. Dette er blitt omtalt som prinsippal- agent problemet¹³. Bakgrunnen er at den profesjonelle lederen (agenten) vil ønske å utnytte sin posisjon i selskapet til å maksimere sin egen nytte. Dette vil i mange tilfeller ikke vil være sammenfallende med å fokusere på lønnsomhet, hvilket er

¹² Sundby: “Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett” (2003)

¹³ Berle og Means: ”The modern corporation and private property” (1932). Dette blir regnet som den første studien av det såkalte agent- prinsippalproblemet, men allerede i 1776 konstaterte Adam Smith problemstillingen i sitt hovedverk ”An enquiry into the nature, and the causes of the wealth of the nations”. Sitatet som følger er hentet fra denne boken: ”The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own”

aksjonærenes (prinsipalens) eneste interesse¹⁴. Det er derfor i eiernes interesse at ledelsen blir overvåket/disiplinert på en slik måte at deres eneste valg er å utføre handlinger som maksimerer profitten. I en verden hvor det var mulig å lage perfekte kontrakter mellom prinsipal og agent ville ikke dette ha vært et problem. En slik kontrakt derimot, er selvfølgelig ikke mulig å lage. I tillegg til å ha måtte dekket alle mulige fremtidige situasjoner som kunne oppstå i forholdet mellom prinsipal og agent, ville kontraktene kostet så mye at det ikke ville blitt forsvarlig å lage dem¹⁵.

I et effektivt kapitalmarked vil ulønnsomme selskaper kunne være et objekt for "selskapsraider". Morck et al. (1989) beskriver disiplinerende oppkjøpsforsøk som fiendtlige, og understreker at ledelsen i oppkjøpskandidaten som oftest vil motarbeide en eventuell overtakelse¹⁶. Oppkjøperen vil derimot se muligheter for høy fortjeneste. Hans fremgangsmåte vil kunne være å kjøpe opp selskapet, kvitte seg med den eksisterende ledelsen, gjennomføre tiltak som vil øke selskapsverdien, før han til slutt selger seg ut av selskapet gjennom eksempelvis en børsnotering. Slike markedsaktører utgjør det som kalles "markedet for selskapskontroll" (engelsk: The market for corporate control), og er i praksis en av de faktorene som i høyest grad kan påvirke ledelsens fokus¹⁷. Grossman og Hart (1980) påpekte derfor at man i stedet for å innføre antioppkjøpsmekanismer burde gjøre det enkelt for en potensiell raider å overta det selskapet hvor man er aksjonær, siden ledelsen da får et ekstra press på seg til å prestere nettopp for å holde oppkjøpere på avstand¹⁸. Ledelsen blir dermed tvunget til å fokusere på lønnsomhet for blant annet å unngå å miste sitt arbeid.

¹⁴ Jensen og Meckling: "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" (1976)

¹⁵ Hart: "Corporate Governance: Some Theory and Implications" (1995)

¹⁶ Morck et al: "Characteristics of target of hostile and friendly takeovers" (1987)

¹⁷ Bebchuk: "Why firms adopt antitakeover arrangements" (2003) og

Jensen: "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and Takeovers" (1986)

¹⁸ Grossman og Hart: "Take-Over Bids, the Free Rider Problem, and the theory of the corporation " (1980)

En mekanisme som reduserer muligheten for en overtagelse vil derimot medføre at ledelsen i selskapet vil få en større frihet til å misbruke selskapet til sitt eget velbefinnende¹⁹.

Stemmerettsbegrensning blir ofte betraktet som en slik mekanisme, og vil i utgangspunktet gjøre selskapet vanskelig å overta. Begrensningene er dermed med på å trekke selskapet ut av markedet for selskapskontroll. Eksempelvis uttalte styret i den danske banken Max Bank at stemmerettsbegrensningene var tenkt som et direkte vern mot fiendtlige overtakelser da det var avstemming rundt temaet på generalforsamlingen i 2005²⁰.

En observasjon som kan bidra til å illustrere at stemmerettsbegrensninger faktisk legger en demper på oppkjøpslysten finner vi ved å se hen til vårt naboland, Sverige. Den svenske forsikringsgiganten Skandia AB²¹, hadde vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger frem til år 2000. Bortsett fra Uni Storebrands mislykkede forsøk på å overta selskapet på begynnelsen av 1990 tallet hadde ikke Skandia AB vært gjenstand for seriøse oppkjøpsforsøk i tiden før opphevelsen av stemmerettsbegrensningene. I etterkant ble det derimot økt aktivitet rundt selskapet da flere potensielle oppkjøpere viste sin interesse²². Resultatet ble tilslutt at Skandia AB ble overtatt av Old Mutual i 2005.

¹⁹ Bertrand og Mullainathan: "Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation" (1999) (Resultat: Bruken av antioppkjøpsmekanismer svekker ledelsens incentiver til å redusere lønnskostnader) og

Garvey og Hanka: "Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statues on firms leverage" (1999) (Resultat: Selskaper som benytter antioppkjøpsmekanismer har høyere "corporate slack") og

Gompers et al: "Corporate governance and equity prices" (2003) (Resultat: Antioppkjøpsmekanismer sammenfaller med lavere profitt, lavere vekst og høyere investeringsnivå)

²⁰ Københavns Fondsbørs, Fondsbørsmeddelelse den 4. mars 2005- Innkallelse til ordinær generalforsamling 22. mars 2005 i Max Bank

²¹ Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

²² <http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=189839> og

<http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article576785.ece> og

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article671280.ece>

2.2.2 Sikre spredt eierskap

Sundby (2003) skriver at ulike aksjeklasser med differensiert stemmerett påvirker et selskaps kontrollsentrum. Det samme kan sies på generelt grunnlag om stemmerettsbegrensninger. Dette henger sammen med ledelsesrollen og eierrollen i større selskaper. Undersøkelser indikerer at der eierskapet er fragmentert, vil maktstrukturen skyves mot ledelsen. Ved konsentrert eierskap, vil maktsentrumet derimot flyttes mot en eller flere aksjonærer²³. Resultatet kan noe skjematisk betegnes som henholdsvis ”management control bias” og ”private control bias”²⁴.

I lys av denne argumentasjonen skulle man tro at stemmerettsbegrensninger er negativt i den grad at det skaper et fragmentert eierskap og dermed overfører makt fra aksjonærene til ledelsen (jfr. Diskusjonen om prinsipal- agent teori i kapittel 2.2.1 ”Hindre fiendtlige oppkjøp”). Morck et al. (1986) fant derimot at lønnsomheten til et selskap øker dersom andelen til største eier nærmer seg 10 prosent²⁵. Ved eierandeler over dette, viste undersøkelsen at selskapene hadde lavere lønnsomhet. Stemmerettsbegrensninger kan dermed også sees på som et verktøy for å sørge for at et selskap får en så optimal eierstruktur som mulig, da mange aksjonærer ikke vil se nytten av å eie en større andel enn de får stemme for på generalforsamlingen. Kontinentaleuropeiske selskaper, i motsetning til anglosaksiske, er ofte preget av et mer konsentrert eierskap²⁶. Dette kan bidra til å kaste lys over hvorfor nettopp stemmerettsbegrensninger er så populært her på kontinentet, mens det nærmest er fraværende i land som USA, Canada og England.

For enkelte selskaper kan det være en stor påkjenning å ha en dominerende eier om vedkommende søker å utnytte selskapet til det beste for seg selv, og ikke til det beste for alle

²³ Franks og Meyer: ”Ownership and Control” (1995)

²⁴ Barca og Becht: ”The Control of Corporate Europe” (2001)

²⁵ Morck et al.: ”Management, Ownersip and Corporate Performance: An Empirical Analysis” (1986)

²⁶ Becht og Röell: ”Blockholdings in Europe: An International Comparison” (1999)

aksjonærene. Statlige majoritetseiere er et eksempel på dette. Disse har ofte en annen agenda enn resten av markedet, ved sitt fokus på samfunnsmessige forhold og popularitet, i motsetning til profitt og maksimering av aksjekursen. Man har også sett at enkelte private storeiere ønsker å bruke selskapet de dominerer til å diversifisere sin formue, siden de ikke selv er veldiversifisert. Flere analytikere mener for eksempel at Aker ASA er priset med en betydelig rabatt som følge av Kjell Inge Røkkes store aksjepost²⁷.

Stemmerettsbegrensninger kan på bakgrunn av dette også være et middel som øker interessen for selskapet blant småaksjonærer. Dersom ledelsen i selskapet har tillit i markedet og gjør en god jobb, hindrer altså begrensningene at eierstrukturen ødelegger den gode ledelsens arbeid. Dette vil videre kunne sørge for likviditet i aksjen ettersom man kan unngå at en storaksjonær sitter på en post som aldri omsettes.

2.2.3 Sikre nasjonale interesser

Argumentene bak dette formålet følger mye resonnementet fra kapittel 2.2.1 ”Hindre fiendtlige oppkjøp”, nemlig at stemmerettsbegrensninger gjør selskapet mindre attraktivt å kjøpe seg opp i. Trenden om ”én aksje, én stemme” prinsippet gjør det rimelig å anta at utenlandske investorer misliker vedtektsbestemmelser som bryter med dette prinsippet. Faren for at et selskap som etter enkeltes mening ivaretar viktige samfunnsmessige interesser skal bli overtatt av utenlandske investorer, kan reduseres ved å innføre stemmerettsbegrensninger.

De første stemmerettsbegrensningene i Tyskland ble introdusert av myndighetene når Volkswagen ble privatisert i 1960. I første omgang var begrensningene satt til 2%, men disse økte til 20% i 1970. Stemmerettsbegrensninger hadde sine tilhengere på denne tiden etter det første oljesjokket på 70- tallet, da investorer fra Midtøsten begynte å kjøpe seg opp stort i tyske selskap. Frykten for å miste nasjonal kontroll over viktige tyske interesser var sterk.

²⁷ <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article314826.ece>

Som Sundby (2003) antyder vil nok argumentet om å skille nasjonale interesser stå sterkere når man står ovenfor et selskap med ulike aksjeklasser, men vi mener noen av de samme argumentene kan anvendes på generelt grunnlag. Hun sier videre at argumentet riktignok bare er gyldig så lenge en tilstrekkelig stor andel "nasjonale" eierne ønsker å sitte på sin aksjepost. Om noen skulle ønske å selge seg ut kan følgelig utenlandske investorer kjøpe seg videre opp og eierfordelingen blir dermed mer fragmentert i form av nasjonale versus internasjonale aktører.

En annen sak er om utenlandske investorer overhodet er interessert i de forvaltningsmessige beføyelser i eksempelvis norske selskaper²⁸. Kun hvis investorene ønsker innflytelse, kan stemmerettsbegrensningene sies å ha en kontrollfunksjon. Dersom utenlandske investorer utelukkende ser det som en finansiell investering, vil de kunne vise sin misnøye med selskapets drift gjennom salg av sin andel (engelsk: vote with your feet).

2.2.4 Presse opp pris ved oppkjøp

Selv om stemmerettsbegrensninger ofte defineres som en antioppkjøpsmekanisme, er det likevel verdt å merke seg at ved en situasjon der oppkjøp er blitt et mulig utfall kan slike begrensninger være med på å presse kjøpsprisen opp²⁹. Det finnes flere empiriske studier rundt antioppkjøpsmekanismer generelt som underbygger en slik tankegang³⁰. Årsaken til dette er at kjøperen vil være sikker på å få tilsaget på en så stor del av selskapet at han kan tvangsinnløse eventuelle minoriteter, og dermed oppnå full kontroll. Et slikt bud må være så godt i form av en høy oppkjøpspremie, at småaksjonærene ikke ønsker å "free-ride" på oppkjøperens bekostning. På denne måten kan stemmerettsbegrensningene øke tilbudet fra oppkjøper, til glede for de øvrige aksjonærene i selskapet.

²⁸ Bøhren og Ødegaard: "The Ownership Structure of Norwegian Firms" (2000)

²⁹ Gordon: "Takeover defences work. Is that such a bad thing?" (2002)

³⁰ Linn og McConnell: "An empirical investigation of the impact of "antitakover" amendments on common stock prices" (1983) og

DeAngelo og Rice: "Antitakover charter amendments and stockholder wealth" (1983)

Videre har man sett tilfeller med oppkjøp hvor stemmerettsbegrensninger har ført til at storeiere har ønsket å kjøpe opp hele selskapet med en god oppkjøpspremie for å få kontrollen³¹. Årsaken er at det i mange selskaper med fragmentert eierskap ofte er nok å kontrollere 20% - 30% av aksjene for å ha praktisk majoritet i selskapet. Aksjonærer med slik majoritet og dermed normalt stemmeflertall på generalforsamlingen behersker i praksis hele selskapet, og har herunder makt til blant annet å utnevne styremedlemmer og eventuelt avskaffe selskapsledelsen. En slik kontroll vil ikke være mulig i et selskap med stemmerettsbegrensninger på eksempelvis 5%. Hovedaksjonærene kan derfor føle seg ”tvunget” til å legge inn et bra bud på hele selskapet, med betingelse om en opphevelse av stemmerettsbegrensningene for å oppnå den ønskede kontroll.

2.2.5 Fokus på andre enn aksjonærforhold

Stemmerettsbegrensninger kan bidra til å rette fokus mot andre enn aksjonærforholdene, herunder medarbeiderinteresser, offentlige interesser og regionale hensyn. Videre ser man at flere og flere selskaper er gjenstand for en maktkamp mellom flere store aksjonærer. I slike situasjoner kan nettopp stemmerettsbegrensninger være et middel for å håndtere et slikt maktforhold.

Et godt eksempel på et slikt prinsipp- prinsipp problem er norske Gyldendal ASA³² hvor investorene Erik Must og Kjell Christian Ulriksen, med over 50% av stemmene til sammen, har hindret den tredje storeieren, Trygve Hegnar, i å få styreplass til tross for at han eier 29% av aksjene³³. Med stemmerettsbegrensninger av det enda sterkere slaget enn 20%, som var tilfellet hos Gyldendal, kunne man fått en mer rettferdig kamp om styrevervene i selskapet, da den nåværende eierstrukturen hindrer en stor aksjonær i å få innflytelse over sin

³¹ Eksempelvis Orklas oppkjøp av Chips i 2004. Se: <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article367625.ece>

³² Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

³³ <http://www.dn.no/forsiden/etterBors/article1099252.ece>

investering. Dersom man hadde hatt en mer demokratisk kamp om stemmene i dette selskapet, kunne man flyttet mye av fokuset vekk fra stridigheten og over på forhold som kunne bidratt til å utvikle selskapet videre.

2.3 Drøftelse

2.3.1 Den optimale selskapsstruktur

Utgangspunktet for en diskusjon om hvordan selskapsverdien blir påvirket av stemmerettsbegrensningene, er at alle børsnoterte selskaper er strukturert på en optimal måte, med de mekanismer som sørger for høyest verdi mulig³⁴. Før børsnotering vil det kunne antas at entreprenøren av selskapet som skal selges gjennomfører tiltak som maksimerer verdien av hans formue. De selskaper som benytter seg av stemmerettsbegrensninger vil se på dette som en nødvendig mekanisme for å maksimere selskapsverdien.

I følge Jensen og Meckling (1976), vil det være i entreprenørens interesse før børsnoteringen (ex ante), å minimere kostnadene knyttet til hans muligheter for å utnytte selskapet. Årsaken er at han etter børsnotering (ex post) vil få økte incentiver til å berike seg selv på de andre aksjonærenes bekostning, ettersom han selv ikke lenger må betale hele regningen som følger av hans personlige "misbruk"³⁵. Potensielle investorer vil ta høyde for dette og prise selskapet deretter. Entreprenøren vil kunne få en høyere total verdi av selskapet ved å binde seg selv, ex ante, og dermed "overbevise" investorene, om at han ikke vil utnytte selskapet for egen vinnings skyld. Bruken av stemmerettsbegrensning kan være en slik mekanisme

³⁴ Grossman og Hart: "One share/one vote and the market for corporate control" (1988)

³⁵ Misbruk, eller overdrevent forbruk av frynsegoder om man vil, beskrives av Jensen og Meckling (1976) som blant annet flotte kontorlokaler, flott sekretær, større pc enn optimalt til å leke seg med, innkjøp av råvarer fra venner osv.

som minimerer agentkostnadene, og dermed maksimerer både entreprenørens og selskapets verdi.

Dette er en relevant innfallsvinkel også når vi ser på de selskapene som vi har brukt som grunnlag for vårt eventstudie. Flere av disse har hatt stemmerettsbegrensninger siden de ble børsnotert, noe som kan tyde på at man ønsket dette fordi det var et verktøy for å oppnå den optimale selskapsstrukturen. Det at flere av selskapene har valgt å kvitte seg med denne mekanismen kan kanskje forklares av at trusselen for entreprenørens, eller andre parters berikelse på aksjonærenes bekostning er borte.

2.3.2 Ulike varianter stemmerettsbegrensninger

Stemmerettsbegrensninger varierer, spesielt når det gjelder størrelse. Deminor (2005) påstår at begrensningene i snitt ligger mellom 2 og 30 prosent av total stemmeberettiget kapital. I de mest ekstreme situasjoner, som vi tidligere har omtalt som andelsprinsipp, har aksjonærene kun én stemme hver. Bonusbanken³⁶ hadde tidligere en maksgrense på 10 stemmer per aksjonær, mens man på den andre side kan plukke ut enkelte selskaper med relativt ”snille” begrensninger opp imot 30%³⁷. Hvor ”snille” stemmerettsbegrensningene er, vil variere fra selskap til selskap, og hvordan markedet oppfatter begrensingen. En begrensning på 30% kan i mange tilfeller ha svært liten betydning da det ofte, som nevnt, er tilstrekkelig å eie 20%- 30% for å kontrollere et selskap. I tilfellet med en maksgrense på 10 stemmer kan det derimot være vanskelig for enkeltaksjonærer å tilrive seg særlig makt.

I tillegg til at stemmerettsbegrensninger varierer i form av prosent av utestående kapital, så finnes det også en rekke eksempler på kreativ bruk av slike mekanismer utover størrelse. For

³⁶ Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

³⁷ Eksempel Kværner og Pernod- Ricard (begge selskap er hentet fra vårt datasett; se kapittel 3 Data)

eksempel så økes grensen fra 8% til 16% i franske Alcatel- Lucent³⁸ om aksjonæren har tilegnet seg dobbel stemme etter å ha holdt aksjene over tre år. Videre faller denne grensen bort om oppkjøperen klarer å tilegne seg 2/3 av de totale utestående aksjene etter å ha gitt bud på samtlige aksjer.

Banco Santander Central Hispanico S.A. (BSCH)³⁹ i Spania er et eksempel på hvordan slike begrensninger kan anvendes sammen med andre mekanismer. Selskapet kombinerte tidligere 10% stemmerettsbegrensning med en form for staggared board. En potensiell oppkjøper måtte være aksjonær i minst to år før vedkommende fikk plass ved styret, og ytterligere tre år som styremedlem før han/hun kunne stille til valg som styreleder, nestleder eller andre betydningsfulle posisjoner. Denne ordningen ble støttet med en 70% supermajoritetsregel, som tillot en 30% koalisjon i å hindre oppkjøperen fra å få endret de vedtektene som vanskeliggjorde oppkjøpet. BSCH har i den senere tid frivillig valgt å kvitte seg med disse forsvarsmekanismene⁴⁰.

Kort oppsummert kan det sies at anvendelsen av stemmerettsbegrensninger varierer veldig. Dette gjelder fra selskap til selskap og fra land til land. De ulike typene og anvendelsene vil kunne nå sitt formål i de enkelte selskap hvor disse er vedtektsfestet, slik at det er vanskelig å si på generelt grunnlag hvorvidt disse har noen betydelig effekt. En 30% begrensning alene fungerer gjerne dårlig som en antioppkjøpsmekanisme, men kan fungere bedre som et verktøy for å tjene andre formål. Denne diskusjonen videreføres til dels i neste kapittel når vi diskuterer muligheter for å omgå stemmerettsbegrensninger.

³⁸ Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

³⁹ Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

⁴⁰ Selskapsvedtektene, fra hjemmesiden (www.gruposantander.es)

2.3.3 Muligheter for å omgå stemmerettsbegrensninger

Som nevnt er bruken av stemmerettsbegrensninger ganske omfattende i Europa. Intuitivt bør dette bety at denne mekanismen er effektiv på den måten at den er vanskelig å manipulere, og derfor tjener sin misjon i de selskaper hvor disse blir implementert. Man skulle ikke tro at begrensningen var så hyppig brukt dersom den ikke hadde noen praktisk effekt, men kun var ”papirhenvisninger” til ønsket maktsituasjon. Hvor lett disse mekanismene kan omgå avhenger i stor grad av de enkelte lands juridiske forhold, men ved en gjennomgang av selskapenes vedtekter får man en pekepinn på at enkelte er mer beskyttet enn andre.

Dersom stemmerettsbegrensninger enkelt kan omgås ved å opprette en rekke stråelskaper eller inngå allianser/krysseierskap med andre virksomheter, vil den praktiske nytten av begrensningene minimeres. I vedtektene til det spanske olje- og gasselskapet Repsol YPF⁴¹ understrekes det at begrensningene gjelder for mer enn hver enkelt aksjonær:

§27:

*“The maximum number of votes to be cast at a General Meeting of Shareholders **by a sole shareholder or by the companies appertaining to the same Group of companies will be 10 per cent of the total share-capital with voting rights.** To this extent it is understood that companies controlled by another company, as defined by article 4 of the “Ley de Mercado de Valores” (Securities Market Act) of July 28th, 1988 in force, appertain to the same Group of companies”*

I motsetning til dette, finner vi hos selskapet Telefonica⁴² i vedtektenes § 21 en mildere form for begrensning, til tross for at det i utgangspunktet kun er lov å stemme for 10% av

⁴¹ Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

⁴² Fra vårt datasett (se kapittel 3 Data)

kapitalen i begge selskaper. Merk at begge disse selskapene er fra Spania, og derfor er underlagt den samme lovgivningen.

*“In determining the maximum number of votes that each shareholder may cast, **only the shares held by each such shareholder shall be computed, and those held by other shareholders that have granted their proxy to the first-mentioned shareholder shall not be computed**, without prejudice to the application of the aforementioned limit of 10 percent to each of the shareholders that have granted a proxy”*

Vedtektenes ordlyd antyder at en omgåelse av ordningen kan være noe enklere hos Telefonica enn hos Repsol, noe som igjen indikerer at effekten av slike vedtektsfestede mekanismer varierer fra selskap til selskap, også innenfor samme landegrenser.

I Tyskland, som har hatt en lang historie med stemmerettsbegrensninger, har det vært tradisjon for at man kan stemme for en høyere andel enn begrensningen tilsier ved hjelp av fullmakter. Dette har vært mulig så lenge hver enkelt fullmakt ikke har overgått begrensningenes maksimum. Resultatet har derfor blitt at mange selskaper, til tross for stemmerettsbegrensninger, har vært kontrollert av banker med en forholdsvis liten eierandel, siden bankene har brukt store ressurser på å samle fullmakter⁴³.

2.4 Hypotese

Forskning som foreligger rundt corporate governance tilsier at alle forhold som motvirker aksjonærenes muligheter til å kontrollere sine selskaper er uønsket. En rekke europeiske rapporter taler for fjerning av mekanismer som strider mot prinsippet om ”én aksje, én stemme”. Deres hovedargument bygger på det faktum at slike begrensninger skaper en

⁴³ Baums og Smitz- ”Shareholder voting in Germany” (1999)

maktforskyvning fra aksjonærene mot ledelsen, og skaper i så måte et hinder for potensielle oppkjøp. Denne trusselen for oppkjøp, det såkalte markedet for selskapskontroll, er, på lik linje med konkurranse i produktmarkedet disiplinerende på ledelsen⁴⁴. Mye teori tilsier, som blant annet Bebchuk (2003), at selskaper med slike begrensninger prises med rabatt i forhold til sammenlignbare selskaper uten slike mekanismer.

På den annen side er det et tankekors at så mange selskaper har innført og fortsatt innfører stemmerettsbegrensninger, noe som skulle tilsi at det har sin funksjon. Tilhengere av slike vedtektsfestede begrensninger hevder at mekanismene blant annet kan bidra til å sikre spredt eierskap, motvirke diskriminering fra en stor eier, samt å sikre likviditet i aksjen. Videre kan de bidra til å skifte fokus over på andre enn aksjonærforhold, og hvis brukt riktig, bidra til å presse opp prisen ved et eventuelt oppkjøp. Linn og McConnell (1983) finner faktisk at en opphevelse av antioppkjøpsmekanismer gir en signifikant abnormal avkastning på -3,63%, mens Jensen og Ruback (1983) argumenterer for at verditapet av antioppkjøpsmekanismer generelt ikke vil gjenspeiles i den løpende aksjekursen, men ved at selskapet ikke blir utsatt for oppkjøpsforsøk⁴⁵.

Når det i tillegg viser seg at stemmerettsbegrensninger varierer i størrelse, og muligens kan omgås ved å opprette en rekke stråselskaper eller inngå allianser/krysseierskap med andre virksomheter, kan man stille spørsmål ved om det faktisk er en mekanisme med en reell effekt.

På bakgrunn av dette er vårt eventstudie konservativt i den forstand det er corporate governance teorien som har bevisbyrden. Vår nullhypotese baserer seg på det forhold at stemmerettsbegrensninger ikke er av betydning for selskapsverdien. Vår alternativhypotese er

⁴⁴ Hart: "The Market Mechanism as an Incentive Scheme" (1983)

⁴⁵ Jensen og Ruback: "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" (1983)

følgelig den motsatte, nemlig at stemmerettsbegrensninger har sin betydning for prisingen av selskapets aksjer.

Altså;

H₀: Stemmerettsbegrensninger har ingen betydning for prisingen av selskapet

H₁: Stemmerettsbegrensninger har betydning for prisingen av selskapet

3 Data

Etter å ha gjennomgått de ulike aspektene ved stemmerettsbegrensninger og vår hypotese, skal vi foreta en gjennomgang av datasettet vi bruker til vårt eventstudie.

I dette kapitlet gjennomgås hele dataseleksjonsprosessen. Det vil si hvordan vi kom frem til det endelige utvalget basert på en rekke kriterier. Videre diskuterer vi valg av indeks og tidsperiode. Den deskriptive statistikken blir presentert underveis. Vi vurderer selskapsstørrelse, bransje og tidsperiode som de viktigste kriteriene for et pålitelig utvalg av data.

3.1 Selskap

Som nevnt innledningsvis, er det svært varierende praksis rundt hvilke land som tar i bruk stemmerettsbegrensninger. Slike begrensninger har riktignok bred praksis i Europa, men ytterst få selskaper har enten opphevet eller innført mekanismene de siste 20 årene. Svært gamle data er følgelig ekstra vanskelige å få tak da disse er lite tilgjengelig. De historiske kursene, både for selskap og indeks, er hentet fra databasen Datastream. For å få et korrekt bilde av den reelle avkastningen til hvert selskap over den tidsperioden vi analyserer så har vi justert alle kursdata for eventuelle aksjesplitter og dividendeutbetalinger.

Vårt opprinnelige utvalg var på 35 forskjellige selskapshendelser (se vedlegg 3.1). Det vil si generalforsamlinger hvor det skal stemmes over innføring eller oppheving av stemmerettsbegrensninger. Dette antallet har blitt betydelig redusert som følge av at vi var tvunget til å fjerne en rekke selskaper av varierende årsaker. Enkelte selskaper var OTC listet (NHST, samt Generationsskifte og Vækst) og var svært lite likvide. Swisslife innførte

sine begrensninger samtidig ved børsnoteringen i 2002, mens Swisscom fjernet sine begrensninger i 1998 da staten var eiere.

I en rekke andre situasjoner har vi vurdert det slik at det har vært for mye ”støy” rundt selve opphevelsen til at vi har kunnet ta disse med i analysen. Finske Chips AB fjernet sine stemmerettsbegrensninger i forbindelse med Orklas oppkjøp i 2005. Et annet selskap fra samme land, Sanoma Wsoy Oyj, fjernet sine begrensninger samtidig som de opphevet bruken av A og B aksjer, samt regler om supermajoritet. Opphevelse av forskjellige aksjeklasser, samt opphevelse av eierbegrensninger, var også grunnen til at vi ikke tok med Saga Petroleum i vår analyse da de fjernet sine stemmerettsbegrensninger på generalforsamlingen i mai 1998.

Når det gjelder innkallingen til generalforsamlingen, har vi betydelig mindre data som følge av at denne datoen rett og slett har vist seg for vanskelig å oppdrive. Spesielt ved svært gamle data var dette tilfellet. For å bøte på dette har vi i stedet lagt til noen selskaper som har forsøkt å oppheve stemmerettsbegrensninger, men hvor forslaget forspeilet ved innkallelsen ikke ble vedtatt. Dette gjelder Portugal Telecom og tyske Continental.

For å kunne si noe fornuftig om stemmerettsbegrensninger på et generelt grunnlag, har vi vurdert det som viktig at våre data stammer fra bedrifter med ulik størrelse, fra ulike land og sektorer i næringslivet. Samtidig så er det en styrke for selve analysen at opphevelse eller innføring har skjedd på ulik tid. Etter å ha gjort en grundig dataseleksjon omfatter vår analyse 19 hendelser når det gjelder innkalling, og 23 hendelser på selve generalforsamlingen. Vi sier hendelser da et par selskaper går igjen ettersom vi både har innføring og avskaffelse av stemmerettighetsbegrensninger i disse selskapene. Disse er Vivendi og Continental.

Alle selskapene fremkommer i tabell 1. Her ser man blant annet at vi har en god fordeling når det gjelder land. Landene som topper bruken av stemmerettsbegrensninger i Europa i

følge Deminor (2005), som Frankrike og Spania, dominerer utvalget. Grunnen til at Norge og Danmark er så godt representert er at disse var utgangspunktet for vår analyse tidlig i datainnsamlingsprosessen. Stemmerettsbegrensningene varierer fra 10 stemmer (Bonusbanken) til 30% (Kværner og Pernod Ricard). Den klart store majoritet ligger rundt 10% av utestående kapital.

Selskap	Land	Opphevet	Innført	Dato GF	Dato innkallelse	Størrelse begrensning
Topdanmark	Danmark	x		01-May-01	20-Apr-01	25%
Bonusbank	Danmark	x		29-Oct-03	20-Aug-03	10 stemmer pr aksjonær
Spar Nord	Danmark	x		19-Mar-03	29-Jan-03	1000 stemmer pr aksjonær
GN Store Nord	Danmark	x		03-Apr-03	18-Mar-03	7.50%
Raiso Oyj	Finland	x		30-Sep-04	20-Aug-04	10%
Elisa	Finland	x		05-Dec-05	16-Nov-05	10%
Vivendi	Frankrike	x		28-Apr-05	14-Mar-05	2%
Vivendi 2	Frankrike		x	20-Apr-00	n/a	2%
Societe General	Frankrike		x	18-Apr-00	n/a	10%
Alcatel	Frankrike		x	20-Jun-89	n/a	8%
Pernod- Ricard	Frankrike		x	13-Jun-86	n/a	30%
Gyldendal	Norge	x		18-May-06	28-Apr-06	20%
Kværner	Norge		x	29-Sep-00	14-Sep-00	30%
Veidekke	Norge	x		24-Mar-00	10-Mar-00	10%
Kverneland	Norge	x		24-Apr-91	n/a	10%
Portugal Telecom	Portugal	Forsøk opphevelse		n/a	25-Jan-07	10%
Telefonica	Spania		x	24-Jun-98	04-Jun-98	10%
BSCH	Spania	x		21-Jun-03	16-May-03	10%
Tubacex	Spania	x		25-May-06	23-Apr-06	5%
Bankinter	Spania	x		18-Mar-03	17-Feb-03	10%
Repsol YPF	Spania		x	05-Jun-99	18-May-99	10%
Nestle	Sveits		x	25-May-89	n/a	3%
Skandia	Sverige	x		05-Apr-00	07-Mar-00	10%
Continental	Tyskland	x		12-Jun-96	30-Apr-96	5%
Continental	Tyskland	Forsøk opphevelse		n/a	15-Jan-91	5%

Tabell 1: Selskapsoversikt

Tabellen gir en oversikt over alle selskapene som er brukt i eventstudiet. De stedene vi ikke har en dato å forholde oss til står oppført med n/a.

Fordelingen på bransjenivå er ikke tilfeldig. Vi har rett nok også her en ganske spredt fordeling mellom ulike bransjer, men det er bank/finans/forsikring som dominerer utvalget med over 30 prosent av totalen. Dette har trolig sin sammenheng med at slike bank/finans/forsikring er en typisk proteksjonistisk næring. Eksempelvis har man i Norge 10 prosent eierbegrensning i finansielle institusjoner, og våre undersøkelser viser at de regionale og lokale bankene i Danmark lenge har hatt liknende mekanismer som begrenser eie- og stemmeretten. Videre kommer tre av selskapene i denne kategorien fra Spania og Frankrike. I kategorien ”andre” finner vi selskap innen blant annet landbruk, helse og forlag.

Bransjer	
Bank/finans/forsikring	7
Telecom	4
Mat/ernæring/drikkevarer	3
Industri/produksjon	3
Oljerelaterte bransjer	2
Andre	4
Sum	23

Tabell 2: Fordeling bransjer

Tabellen viser bransjefordelingen for generalforsamlingsanalysen

Vi har også vurdert størrelsen til de ulike selskapene som vi har inkludert i analysen. Størrelsen på selskapene er pr 29. mai 2007. Dette skyldes naturlig nok at det var særdeles vanskelig å finne den historiske markedsverdien da innføringen/opphevelsen var et faktum. Viktigheten med denne fordelingen er å illustrere at stemmerettsbegrensninger blir brukt i alle selskaper, uavhengig av størrelse. Vi kan med rimelighet anta at denne spredningen var noenlunde lik også historisk sett. Hele åtte av våre selskaper er å finne på Fortunes Global 500 liste over verdens største selskaper per 2006⁴⁶. At vi har så mange mindre selskaper kommer som følge av, som forklart innledningsvis, at vi har et dominerende utvalg fra Norge og Danmark.

Markedsverdi (i mrd NOK)	
-20	8
20- 50	3
50-100	1
100- 500	4
500-	5
n/a	2
Sum	23

Tabell 3: Fordeling størrelse

Tabellen viser fordelingen i størrelse gitt ut fra markedsverdien per 29. mai 2007 (analyse generalforsamling)

⁴⁶ http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2006/full_list/

3.2 Indeks

For å kunne si noe om hvorvidt aksjen har hatt abnormale svingninger i perioden rundt oppheving/innføring av stemmerettsbegrensninger må kursutviklingen til hver enkelt aksje sammenliknes med en passende indeks/benchmark. Når det gjelder valg av en slik indeks, så har vi vært konsekvente ved at vi utelukkende har vurdert de ulike selskapenes avkastning opp mot den aktuelle hovedindeksen der de er primærnotert. Mer nøyaktig hadde det gjerne vært å bruke en mer spesifikk bransjeindeks, men flere av selskapene opererer i flere bransjer og ikke alle bransjene har egne indekser. Samtidig er noen av de selskapene vi vurderer så store at de dominerer den aktuelle indeksen for mye til at det blir et meningsfullt sammenlikningsgrunnlag. Når vi innledningsvis foretok en regresjonsanalyse med Pernod-Ricard opp mot dens bransjeindeks i Frankrike fikk vi både beta og forklaringsgrad (R^2) lik 1. For hele utvalget vurderte vi det dermed slik at den aktuelle hovedindeksen var det beste forklaringsgraden.

3.3 Tidsperiode

Vi har vurdert ett år som tilstrekkelig med kursdata for å kunne finne så riktige parametere som mulig. Som ved antall selskaper, ville det fra et statistisk synspunkt kunne være mer gunstig å bruke enda lengre tidsintervall, men da står man i fare for å inkludere perioder med svingninger som ikke representerer normal avkastning. Betydelige enkelthendelser som vedvarende bull- og bear markets vil følgelig kunne gi skjeve regresjonsparametere. Avveiningen mellom statistisk pålitelighet og tidsperiode er et veldig vanlig dilemma som må vurderes når man skal foreta en regresjonsanalyse. Vi har ikke studert aksjeutviklingen i den valgte perioden ut i fra et lengre historisk perspektiv, men har gjort en antagelse om at denne perioden kan sies å representere normal kursutvikling.

Når det gjelder tidspunkt for selve generalforsamlingen, benytter vi datoer som strekker seg tilbake til juni 1986 (Pernod- Ricard) og helt frem til mars 2007 (Portugal Telecom).

Naturlig nok er majoriteten fra den senere tid, blant annet som følge av datatilgjengelighet, men selvfølgelig også på grunn av det økte fokuset rundt god corporate governance. Tabell 4 gir en oversikt over tidsfordelingen på de ulike dataene:

Innkalling		
-1990	1990-2000	2000-
0	4 (21%)	15 (79%)
Generalforsamling		
-1990	1990-2000	2000-
3 (13%)	4 (17%)	16 (70%)

Tabell 4: Fordeling tid

Tabellen viser fordeling i tid til henholdsvis innkallingen og selve generalforsamlingen

4 Eventstudiet

I vår eventanalyse har vi valgt å følge A. Craig MacKinlays modell⁴⁷. Eventstudier har en lang historie, men MacKinlays artikkel fra 1997 er ansett som en av de bedre gjennomgåelsene av slike studier.

Som navnet indikerer, så ser man altså på hvordan en spesiell hendelse, eller event, påvirker aksjekursen til et selskap. Kort forklart finner vi dette ved å se på abnormal avkastning på aksjen i perioden rundt innkalling til generalforsamlingen, samt perioden rundt selve generalforsamlingen når stemmerettighetsbegrensningen enten blir innført eller avskaffet (eventvinduet). For å finne denne abnormale avkastningen så må man først finne normal avkastning og deretter vurdere hvorvidt aksjesvingningene rundt vår hendelse kan sies å være signifikant større enn forventet/normalen. Dette finner man med en vanlig tosidig t-test. Den normale avkastningen finner vi ved å studere avkastningsdata over en bestemt periode (estimeringsvinduet) ved hjelp av statistisk metode, kalt markedsmodellen. I dette kapittelet vil vi gjennomgå i detalj hvordan denne analysen ble gjennomført og hvilke betraktninger som ble tatt.

4.1 Metoder for å predikere normal avkastning

MacKinlay (1997) beskriver løst to forskjellige kategorier av metoder for å finne fram til den normale avkastningen; statistiske og økonomiske. Den første metoden følger statistiske antagelser angående kursutviklingen og avhenger ikke i noen grad av økonomiske argumenter. Økonomiske modeller, som eksempelvis CAPM, baseres også på statistiske empiri, men i tillegg også på økonomiske antagelser om investors oppførsel i kapitalmarkedet.

Vår gjennomgående metode vil være en slik markedsmodell. Dette er et statistisk verktøy som relaterer avkastningen til en aksje til avkastningen på markedsporteføljen. Denne markedsporteføljen er et teoretisk begrep og blir erstattet med en bred indeks som kan relateres til aksjen vi analyserer. Ved å inkludere nettopp markedsporteføljen som en benchmark vil man kunne redusere den avkastning som kan tilskrives variansen i markedet og dermed få et mer korrekt estimat for abnormal avkastning til aksjen.

Bruken av CAPM i eventstudier var veldig vanlig på 70- tallet, men etter hvert som det ble avdekket svakheter med dens forutsetninger og restriksjoner på markedsmodellen er denne blitt mindre brukt i nyere tid. Fama og French (F&F) var med på å påpeke dette med sin tre-faktor modell⁴⁸. Både når det gjelder F&F og Arbitrasjeprisingsmodellen ser vi likevel at markedsfaktoren har størst forklaringsgrad og at de ekstra faktorene som disse modellene vektlegger bidrar lite til å styrke modellen. Dermed er motivasjonen for å bruke slike modeller fremfor markedsmodellen liten.

Markedsmodellens lineære spesifikasjon antar at aksjens avkastning er normalfordelt. For en hvilken som helst aksje i er markedsmodellen

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

hvor R_{it} og R_{mt} er avkastningen i periode t for henholdsvis aksje i og markedsporteføljen. ε_{it} er støyleddet/feilleddet med 0 i forventet middelerverdi. α_i , β_i og $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ er parametrene i markedsmodellen som skal estimeres.

⁴⁷ MacKinlay: "Event studies in Economics and finance" (1997)

⁴⁸ Fama og French: "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" (1996)

4.2 Definere estimeringsvindu og eventvindu

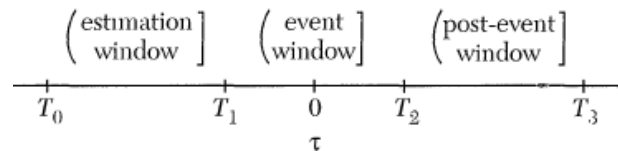
Det er viktig for resultatet til et eventstudie at man har klart definert hvilken periode man skal se på når man skal vurdere effekten av en gitt hendelse. Dette er eventvinduet i analysen, og er ofte strukket til å være litt lengre enn selve tiden for hendelsen. I vår analyse så ser vi på fem dager rundt selve generalforsamlingen hvor avgjørelsen om innføring/oppheving av stemmerettigheter skal stemmes over. Det vil si at vi tar for oss to dager før, selve generalforsamlingsdagen/innkallingen og to dager etter. Ved å utvide eventvinduet på slik måte har vi mulighet til å fange opp svingninger som omringer selve hendelsen, som er forårsaket av eksempelvis rykter, lekkasjer, korrigeringer, osv.

Et annet argument som taler for et lengre eventvindu er det faktum at det ofte er vanskelig å påvise det eksakte tidspunktet for hendelsen. Et godt eksempel i så måte er at flere spanske selskaper har sin generalforsamling over 2 dager. Første dagen er ofte den såkalte ordinære generalforsamlingen, mens de ekstraordinære sakene, i vårt tilfelle stemmerettsbegrensningene, blir avgjort på den ekstraordinære generalforsamlingen den påfølgende dagen. Tilsvarende er det vanskelig å avgjøre når de eventuelle kursreaksjonen kommer da generalforsamlingen noen steder holdes før børsens stengetid, og andre ganger etter. Samme gjelder med tanke på når selve innkallingen blir gjort offentlig.

Når det gjelder estimeringsvinduet så har vi tidligere nevnt at vi ser på historisk avkastning det siste året. Vi har vurdert dette som tilstrekkelig for å kunne si at våre regresjonsparametere er statistisk holdbare. Dette er videre i tråd med Brown og Warner (1985) som foreslår et estimeringsvindu på 239 handledager⁴⁹. Vi inkluderer ikke eventvinduet i estimeringsperioden. Dette er for å unngå at svingningene i eventperioden skal være med å definere den normale avkastningen.

⁴⁹ Brown og Warner: "Using daily stock returns: The case of Event Studies" (1985)

I noen eventstudier brukes også såkalt post- event vindu. Dette innebærer at man ser på abnormal avkastning i en bestemt periode etter selve eventvinduet for å fange opp eventuelle gradvise endringer i aksjeavkastningen. Dette har vi valgt å se bort i fra da det er rimelig å forvente at markedets reaksjon på en eventuell innføring/oppheving vil komme ganske tidlig. Det er ofte en klar mening om hva slike vedtektsendringer vil ha å si for selskapet. Figur 3 illustrerer hele tidslinjen til et eventstudie.



Figur 3: Tidslinjen i et eventstudie

Figuren illustrerer tidslinjen i en eventstudie. Kilde: MacKinlay (1997)

Avkastning vil bli anvist med τ i eventperioden. Vi definerer $\tau = 0$ som selve dagen for hendelsen/eventen, dvs. innkalling til generalforsamlingen og selve generalforsamlingsdagen. $\tau = T_1 + 1$ til $\tau = T_2$ representerer eventvinduet, og $\tau = T_0 + 1$ til $\tau = T_1$ representerer estimeringsvinduet. La $L_1 = T_1 - T_0$ og $L_2 = T_2 - T_1$ være henholdsvis lengden på estimerings- og eventvinduet.

4.3 Estimere markedsmodellen

Når vi nå skal foreta regresjonsanalysen på avkastningsdataene fra estimeringsvinduet er den mest anvendte metoden Ordinary Least Squares (OLS). OLS innebærer, som navnet tilsier, at man finner den vertikale avstanden mellom hvert avkastningspunkt og regresjonslinjen, kvadrerer denne og minimerer det totale arealet dette utgjør. Gitt antagelsene nevnt i kapittel "4.1 Metoder for å predikere normal avkastning", er OLS en effektiv metode for å finne regresjonsparameterne.

Det er som regel kun store selskaper som blir handlet hver dag på børsen. For mindre likvide selskaper vil da prisen på aksjen være lik som foregående dager. For å hindre at vi får en skjevhet i regresjonsparametrene så har vi sett på ukentlige fremfor daglige avkastningsdata i estimeringsvinduet. Strengt tatt så burde man kanskje vurdert å gå så langt som å se på månedlige data, men innenfor et vindu på ett år så vil det bli for lite data til å kunne gjennomføre en skikkelig regresjonsanalyse. Ukentlige data i estimeringsvinduet, eller fem handledager som det i praksis blir, er også å foretrekke i den grad vi bruker et fem dagers eventvindu.

For selskap i er OLS parametrene i estimeringsperioden kalkulert som følger:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2$$

Hvor

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i\tau}$$

og

$$\hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m\tau}$$

R_{it} og R_{mt} er, som nevnt, avkastning for eventperiode τ for henholdsvis selskap i og markedet. Den estimerte regresjonskoeffisienten, beta, er den samme som man finner i CAPM. Videre er estimert Alfa skjæringspunktet mellom regresjonslinjen og y-aksen.

4.4 Kalkulering av abnormal avkastning

Vi definerer abnormal avkastning for aksje i som $AR_{i\tau}$, hvor $\tau = T_1 + 1, \dots, T_2$, er intervallet (L_2) for abnormal avkastning i eventvinduet for selskap i . Ved å bruke markedsmodellen til å regne oss frem til normal avkastning, kan abnormal avkastning defineres som

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}.$$

Den abnormale avkastningen vi ser i eventvinduet rundt generalforsamlingen og innkallingen er forklart av feilleddet/forstyrrelsesleddet kalkulert under markedsmodellen. Vi har ikke tilstrekkelig data til å foreta to uavhengige analyser av både innføring og oppheving av stemmerettsbegrensninger. Av denne grunn kombinerer vi disse to datasettene enkelt ved å multiplisere alle AR verdier for hendelser som omhandler innføring av slike begrensninger med -1. Dette gjelder i alt åtte ulike selskaper.

Under nullhypotesen, avhengig av markedsavkastningen i eventvinduet, vil den abnormale avkastningen være normalfordelt med null i betinget middelvei og med betinget varians lik

$$\sigma^2(AR_{i\tau}) = \sigma_{\epsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right]$$

Dette første leddet er variansen til feilleddet, mens det andre leddet er ekstra varians som skal korrigerer for utvalgsfeil i parametrene. MacKinlay (1997) hevder at slike utvalgsfeil, som er vanlige i alle eventvindu observasjoner, også fører til seriekorrelasjon på den abnormale avkastningen til tross for at de faktiske feilleddene er uavhengige gjennom tid.

Ved å anta at estimeringsvinduet (L_1) er tilstrekkelig langt vil det siste leddet kunne settes lik null. Variansen blir dermed:

$$\sigma^2 (AR_{it}) \approx \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2$$

Vi vil kunne teste hvorvidt den enkelte daglige abnormale avkastningen er signifikant forskjellig fra null, men vi stopper ikke der. Vi vil også aggregere denne avkastningen over tid og over ulike selskaper. Det har ingen betydning for analysen i hvilken rekkefølge man velger å gjøre dette. Vi velger derimot først å se på den kumulative abnormale avkastningen (CAR) over tid. Dette gjør det mer oversiktlig for oss når vi i ettertid skal vurdere det enkeltes selskaps abnormale avkastning i eventperioden. Vi finner enkelt den kumulative abnormale avkastningen ved å summere sammen daglig AR i eventvinduet. I vårt tilfelle blir CAR, som diskutert tidligere, beregnet på grunnlag av 5 dager.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau = \tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau}$$

Asymptotisk, når L_1 øker, blir variansen til CAR_i i eventvinduet

$$\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = (\tau_2 - \tau_1 + 1) \sigma_{\varepsilon_i}^2.$$

Også her, om L_1 hadde vært for liten, burde vi ha justert for estimeringsfeil i parametrene. Denne justeringen ville i så fall inkludert det andre leddet som diskutert tidligere, i tillegg til en korrigering for seriekorrelasjon i den abnormale avkastningen (korrelert over tid i eventvinduet). For vår del utgjør følgelig $\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)$ her den fem dagers variansen til feilleddet som vi fant innledningsvis som følge av at vi valgte ukentlig data (fem handledager) i estimeringsvinduet.

Videre finner vi gjennomsnittlig CAR og $\text{var}(\text{CAR})$ for samtlige selskaper henholdsvis lik

$$\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)$$

og

$$\text{var}(\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2).$$

4.5 T- test

Når vi nå skal trekke en slutning om den gjennomsnittlige kumulative abnormale avkastningen, sier vi at

$$\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2) \sim N[0, \text{var}(\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2))]$$

for å teste nullhypotesen, dvs. $H_0: \text{CAR}(\text{gjennomsnitt}) = 0$. Ettersom σ_{et}^2 i praksis er ukjent bruker vi estimatet fra markedsmodellen som vårt variansmål. Da kan vi teste H_0 ved formelen:

$$\theta_1 = \frac{\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2)}{\text{var}(\overline{\text{CAR}}(\tau_1, \tau_2))^{1/2}} \sim N(0,1).$$

Som nevnt innledningsvis, så foretar vi en konservativ test i den forstand at det er ”corporate governance teorien” som har bevisbyrden. Vår alternativhypotese (H_1) sier da videre at den gjennomsnittlige kumulative abnormale avkastning faktisk er signifikant forskjellig fra null, det vil si $H_1: \text{CAR}(\text{gjennomsnitt}) \neq 0$. Hvorvidt vi kan forkaste nullhypotesen tester vi på både 95%, 90% og 85% konfidensnivå, med kritisk t- verdi gitt ut i fra N-1 antall frihetsgrader.

5 Gjennomgang av resultater

Mens vi i forrige kapittel gikk gjennom metoden for eventstudiet, skal vi nå studere resultatene fra denne. Vi presenterer resultatene fra både generalforsamlingen og dens innkalling samlet da dette enklere illustrerer forholdet mellom de to analysene. For å styrke vår innsikt fra det opprinnelige eventstudiet sammenligner vi våre resultater med resultatene fra en ordinær generalforsamling og innkalling hvor selskapene ikke tatt stilling til verken opphevelse eller innføring av stemmerettsbegrensninger. Ved en slik ”no news” analyse kan vi redusere feilrisikoen som følge av ”normal” støy på generalforsamling.

5.1 Analyse innkalling og generalforsamling

Etter en grundig dataseleksjon sto vi igjen med 23 hendelser for generalforsamlingen og 19 hendelser for innkallingen. Hvert selskaps CAR finner vi på grunnlag av aggregert abnormal avkastning over et fem dagers vindu. CAR for hvert enkelt selskap og gjennomsnittlig CAR for alle selskapene fremkommer i henholdsvis tabell 5 og 6:

	Car Generalforsamling	CAR innkalling
Topdanmark	1,00 %	2,40 %
Bonusbanken	3,57 %	7,46 %
Spar Nord	-0,67 %	1,25 %
Elisa	-7,02 %	-3,71 %
GN Store Nord	6,85 %	3,67 %
Vivendi	1,54 %	0,88 %
Vivendi 2	2,99 %	n/a
Societe General	4,55 %	n/a
Alcatel	1,88 %	n/a
Pernod Ricard	-7,16 %	n/a
Nestlè	7,18 %	n/a
Continental	-2,00 %	1,44 %
Telefonica	0,90 %	-2,80 %
BNC. Santander	-1,43 %	-1,15 %
Tubacex	3,86 %	5,15 %
Repsol	-5,22 %	4,36 %
Skandia	-1,70 %	-0,68 %
Bankinter	-2,72 %	5,23 %
Raisio	-9,09 %	2,46 %
Veidekke	10,66 %	0,73 %
Kverneland	-10,59 %	n/a
Kværner	1,84 %	2,86 %
Gyldendal	3,45 %	0,43 %
Portugal Telecom	n/a	-0,69 %
Continental 2	n/a	1,85 %

Tabell 5: Selskaps CAR

Tabellen gir CAR for samtlige analyserte hendelser både ved innkalling og generalforsamling. Selskaper som har innført sine stemmerettsbegrensninger har fått sin CAR multiplisert med -1 for å kunne behandles i samme analyse som selskaper som har opphevet stemmerettsbegrensninger. De stedene vi ikke har en dato å forholde oss til står oppført med n/a.

Generalforsamling

CAR Gjennomsnitt	0,12 %
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,01 %

Innkalling

CAR Gjennomsnitt	1,64 %
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,01 %

Tabell 6: Gjennomsnittelig CAR og var(CAR)

Tabellen gir gjennomsnittelig CAR og var(CAR) for henholdsvis 23 (generalforsamling) og 19 (innkalling) selskap.

Vi ser at vårt vindu fra både generalforsamlingen og innkallingen har positiv CAR på henholdsvis 0,12 og 1,64. Variansen er følgelig lik for begge da denne er beregnet på bakgrunn av standardfeil i estimeringsvinduet, hvilket er lik for begge analysene. Vi kan, som nevnt, anta lik varians i eventvinduet og estimeringsvinduet hvis sistnevnte er tilstrekkelig langt, jfr. kapittel 4.4 "Kalkulere abnormal avkastning".

De positive CAR verdiene kan tyde på at aksjemarkedet reagerer positivt på opphevelse av stemmerettsbegrensninger. Hvorvidt reaksjonen er stor nok til å kunne si at denne er signifikant forskjellig fra null vet vi først etter å ha studert resultatene fra t- testen.

Generalforsamling (t-2;t+2)		Innkalling (t-2;t+2)	
Absolutt T- verdi	0,12751329	Absolutt T- verdi	1,830704669
Antall selskap	23	Antall selskap	19
Antall frihetsgrader	22	Antall frihetsgrader	18
Konfidensnivå	95 %	Konfidensnivå	95 %
Kritisk T- verdi	2,0739	Kritisk T- verdi	2,1009
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	90 %	Konfidensnivå	90 %
Kritisk T- verdi	1,7171	Kritisk T- verdi	1,7341
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Forkast
Konfidensnivå	85 %	Konfidensnivå	85 %
Kritisk T- verdi	1,4916	Kritisk T- verdi	1,5037
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Forkast

Tabell 7: T- test hovedanalyse

Tabellen gir t- test resultater for henholdsvis generalforsamling og innkalling. Testen vurderer absolutt t- verdi opp mot tre forskjellige konfidensnivå, 95%, 90% og 85%. (t-2;t+2) indikerer fem dagers vinduet vårt.

Resultatene for generalforsamling gir en absolutt t- verdi på 0,1275 og tilsier dermed at vi skal beholde vår nullhypotese om at CAR er lik null på alle våre konfidensnivå. Dette betyr med andre ord at større eller mindre CAR verdier for enkelte selskap i dette vinduet skal sees på som tilfeldig. T- verdien er derimot betydelig større ved innkalling. Ved en tosidig test vil vi, med en t- verdi på 1,8307, kunne konstatere at stemmerettsbegrensninger gir en CAR rundt innkalling som er signifikant forskjellig fra null med 90% sannsynlighet ($1-2*\alpha$, hvor α er 5 prosent). Kritisk t- verdi på dette nivået er 1,7341.

Som vi diskuterte helt innledningsvis under kapittel 1 "Introduksjon" har tendensen i de senere år vært at flere og flere rapporter taler for fjerning av slike begrensninger. Som følge av dette økte fokuset har antallet selskaper som har fjernet stemmerettsbegrensninger økt tilsvarende. Denne sterke trenden kan dermed bidra til å forklare hvorfor vi får signifikante verdier ved innkalling og ikke ved selve generalforsamlingen. Fama (1965) skriver at i et effesient marked reflekterer aksjepriser faktiske hendelser som allerede har skjedd, men også hendelser som markedet forventer skal inntreffe i fremtiden⁵⁰. Dersom markedet har forventninger til at stemmerettsbegrensningene skal fjernes ved generalforsamling vil dette prises inn i forkant.

Et eksempel hvor vi observerer en slik forhåndsprising er det portugisiske selskapet Portugal Telecom, som vi inkluderer i våre analyser. I eventvinduet for innkalling, ser vi at aksjen har en CAR på -0,69%. Et 2 dager langt vindu viser derimot en CAR på 0,34%, slik at reaksjonen ved innkalling er noe vanskelig å påvise. Etter generalforsamlingen, der forslaget om opphevelse av stemmerettsbegrensningene ble nedstemt, falt derimot aksjen med 3% den påfølgende handledagen.

Resultatene kan dermed tyde på at konklusjonen til blant annet Gompers et al. (2003) om at selskaper med svakere aksjonærrettigheter er lavere priset enn andre selskaper, er riktig. Vi vil likevel ikke være så bastante som disse har vært. Som tabell 8 illustrerer er det nemlig flere selskapers CAR verdier som tilsier at stemmerettsbegrensninger kan være positivt. Tre ulike selskaper som både ved innkalling og generalforsamling fikk negativ CAR er finske Elisa, spanske BSCH og svenske Skandia. Videre var det enkelte selskaper som fikk negativ CAR ved enten innkalling eller ved generalforsamling.

⁵⁰ Fama: "The Behaviour of Stock Market Prices" (1965)

	Car Innkalling	Car Generalforsamling
Elisa	-3,709 %	-7,016 %
BNC. Santander	-1,146 %	-1,430 %
Skandia	-0,679 %	-1,701 %

Tabell 8: Selskaper med negativ CAR

Tabellen viser tre selskaper, Elisa, BSCH og Skandia, alle med negativ CAR i vinduet både ved innkalling og ved generalforsamlingen.

Vi har tidligere diskutert hvorvidt slike begrensninger kan være positive. Våre undersøkelser tilsier at en dominerende eier ikke kan ha vært årsaken bak de tilfellene som i vår analyse har gitt negative CAR verdier. Selskapene har heller ikke befunnet seg i situasjon hvor selskapet var i ferd med å bli kjøpt opp. Slike situasjoner fjernet vi fra vårt utvalg som følge av unødvendig mye støy. Om det var andre interesser som talte for stemmerettsbegrensninger i disse tilfellene eller at det faktisk bare var annen støy som ga negativ CAR kan vi ikke si noe om, og dette kan derfor ikke utelukkes.

5.2 Analyse "No news"

MacKinlay (1997) bruker i sin artikkel selskaper som verken fremlegger gode eller dårlige resultater, til sammenligning med selskaper som legger frem nyheter av enten positiv eller negativ karakter. Analysen er interessant i den grad man kan vurdere "normal" støy ved generalforsamlingen og dens innkalling.

Vår "no news" analyse, som vi velger å kalle den, inneholder generalforsamlingsdata fra 23 av de samme selskapene som vi bruker i vår opprinnelige analyse, men ved helt andre tilfeldig valgte tidspunkt i perioden 1997 og frem til i dag (noen av selskapene hvor det var vanskelig å oppdrive data, har vi byttet ut med sammenlignbare selskaper). Disse datoene kan sies å inneholde lite som er spesielt kursdrivende. Vi nøyer oss med å presentere gjennomsnittlig CAR og var(CAR), våre t- test resultater, samt en grafisk sammenligning

mellom CAR "no news" og våre opprinnelige CAR verdier (se vedlegg 5.2 for alle CAR verdier):

CAR Gjennomsnitt	-0.65%
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0.006 %

Tabell 9: Gjennomsnittelig CAR og var(CAR) ved "no news" analyse (GF)

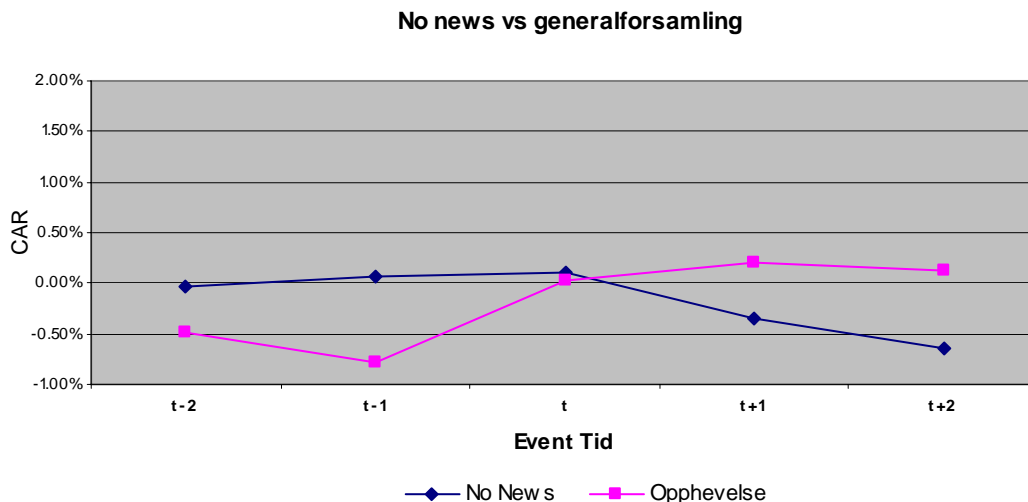
Tabellen viser gjennomsnittelig CAR og var(CAR) for vår "no news" analyse ved generalforsamlingen.

Tidsintervall	(t-2;t+2)
Absolutt T- verdi	0.828680742
Antall selskap	23
Antall frihetsgrader	22
Konfidensnivå	95%
Kritisk T- verdi	2.0739
H₀= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	90%
Kritisk T- verdi	1.7171
H₀= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	85%
Kritisk T- verdi	1.4916
H₀= CAR lik null	Behold

Tabell 10: T- test "no news" analyse (GF)

Tabellen viser resultatet fra vår t- test på "no news" generalforsamling ved et fem dagers vindu.

Med en absolutt t- verdi på kun 0,8286 kan vi med sikkerhet beholde vår nullhypotese om at CAR ved en "no news" generalforsamling er lik null på alle våre målte nivåer. Grafen under illustrerer CAR ved henholdsvis "no news" generalforsamling og CAR fra vår opprinnelige generalforsamlingsanalyse.



Figur 4: Grafisk fremstilling ”no news” vs. generalforsamling

Figuren illustrerer CAR ved ”no news” generalforsamling (-0,65%) og CAR fra vår opprinnelige generalforsamlingsanalyse (0,12%). T-2 gir første dags AR, mens t-1 gir kumulativ AR for de første to dagene, osv.

Som tidligere drøftet så har vi en ikke signifikant CAR ved selve generalforsamlingsdagen. Vår ”no news” analyse er også rimelig flat omkring CAR lik null. Dette styrker vår analyse i den grad vi kan konkludere at det på *generelt* grunnlag ikke skjer så mye på generalforsamling som påvirker aksjekursen i stor grad. Vår tidligere drøftelse om generalforsamlingsanalysen blir dermed mer pålitelig.

Studerer man ”no news” analysen for innkalling får vi samme konklusjon. Under vises gjennomsnittlig CAR og var(CAR), samt resultatene fra t- testen:

CAR Gjennomsnitt	0.07%
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0.006%

Tabell 11: Gjennomsnittlig CAR og var(CAR) ved ”no news” analyse (Innkalling)

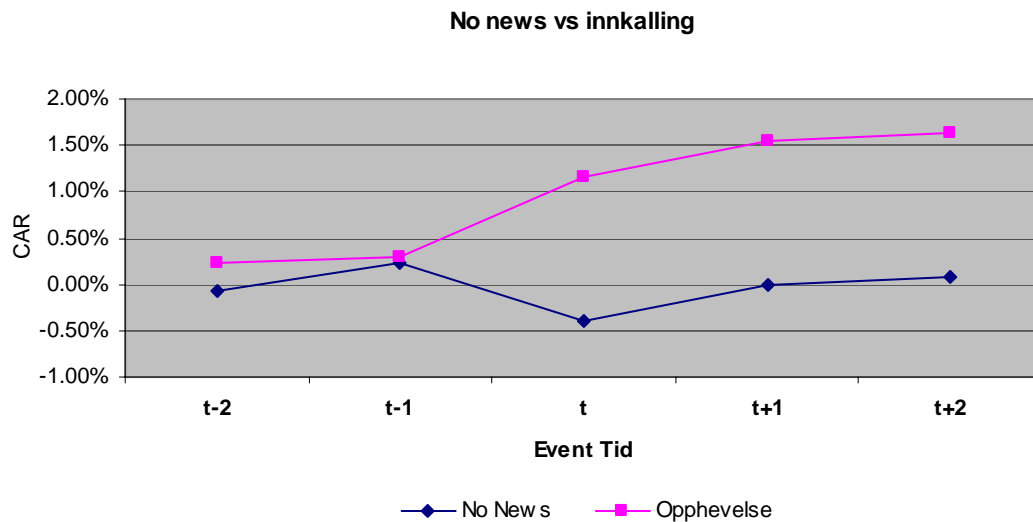
Tabellen viser gjennomsnittlig CAR og var(CAR) for vår ”no news” analyse ved innkallingen.

Tidsintervall		(t-2;t+2)
Absolutt T- verdi		0.090824858
Antall selskap		23
Antall frihetsgrader		22
Konfidensnivå		95%
Kritisk T- verdi		2.0739
H₀= CAR lik null		Behold
Konfidensnivå		90%
Kritisk T- verdi		1.7171
H₀= CAR lik null		Behold
Konfidensnivå		85%
Kritisk T- verdi		1.4916
H₀= CAR lik null		Behold

Tabell 12: T- test "no news" analyse (Innkalling)

Tabellen viser resultatet fra vår t- test på "no news" innkalling ved et fem dagers vindu.

I dette tilfellet er analysen enda tydeligere. Med en absolutt t- verdi på kun 0,09082 gir utvalget vårt et særdeles sterkt signal om at nullhypotesen om at CAR er lik null ved "no news" kan beholdes. Det kan dermed tyde på at selskaper ikke søker å presentere gode nyheter ved innkalling. Videre kan det virke som om det ikke eksisterer så mye støy rundt dette tidspunktet som vi innledningsvis hadde fryktet. Dette styrker vår opprinnelige analyse betydelig i den grad vi med større sikkerhet kan si at analysen måler det den er satt til å måle, nemlig effekten av å oppheve stemmerettsbegrensninger. Følgelig finner vi verdier som er veldig ekstreme i den grad de har veldig negativ eller positiv CAR. Vi velger allikevel å anta at vårt utvalg kan sies å være pålitelig i den grad grafen ville vært lik om vi skulle foretatt en ny "no news" test på et tilfeldig valgt datasett.



Figur 5: Grafisk fremstilling ”no news” vs. innkalling

Figuren illustrerer CAR ved ”no news” innkalling (0,07%) og CAR fra vår opprinnelige innkallingsanalyse (1,64%). T-2 gir første dags AR, mens t-1 gir kumulativ AR for de første to dagene, osv.

Slik grafen over illustrerer, er vårt ”no news” utvalg ganske stabilt med CAR tilnærmet lik null. Som vi tidligere har diskutert, men ikke illustrert grafisk, får vi ved et eventvindu på fem dager en signifikant CAR på 90% konfidensnivå ved innkalling. To dager før innkallingen er CAR liten, før den øker betydelig på selve innkallingsdagen. De to påfølgende dagene er CAR også positiv, men avtagende.

6 Teststyrke

Vi nevnte tidligere at dette kapitlet var for den kresne leser. Med dette så mener vi at vår hovedanalyse nå er gjennomgått. Dette kapitlet utfordrer den opprinnelige analysen i form av en sensitivitetsanalyse. Vi kontrollerer hvor robuste våre svar er ved å endre lengden på eventvinduet, standardisere våre regresjonsparametere og ved å fjerne ekstreme data. Helt til slutt går vi mer teknisk til verks og vurderer ulike statistiske hensyn. Det vil si at vi vurderer de spesifikasjonene som t- testen er basert på, og ikke minst eventstudiets styrke slik både MacKinlay (1997) og Rupert (2004) gjør det⁵¹.

6.1 Sensitivitetsanalyse

6.1.1 Endring av eventvindu

Valget av eventvindu på fem dager for begge våre hendelser, er gjort på bakgrunn av at finansmarkedene har noen svakheter med tanke på effesiens. Vi tar, som nevnt, høyde for rykter, lekkasjer, korrigeringer osv. Et annet argument for å velge et lengre eventvindu er at det i enkelte tilfeller kan være vanskelig å påvise det eksakte tidspunktet for hendelsen, og man fanger derfor opp eventuell unøyaktigheter ved å velge et slikt vindu.

Vi ønsker likevel å teste hva resultatet ville blitt dersom vi hadde endret størrelsen på eventvinduet. Det gjør vi ved at vi korter ned eventvinduet fra 5 dager til hhv. 3 og 2 dager, og ser hvilke utslag dette gir på gjennomsnittlig CAR. Det 3 dager lange eventvinduet dekker dagen før og etter hendelsen samt selve hendelsesdagen, mens det 2 dager lange vinduet tar for seg hendelsesdagen og dagen etter denne. Årsaken til dette er at mange

⁵¹ Rupert: "Statistics and Finance: An Introduction" (2003)

generalforsamlinger er avholdt etter børsens stengetid, og man kan derfor først observere den direkte effekten av hendelsen dagen etter. Av denne grunn vil følgelig et mindre eventvindu være meningsløst.

Under vises resultatene fra t- testen gitt et 3 dagers og et 2 dagers eventvindu (Det fullstendige regnearket for alle CAR i de ulike vinduene er å finne i vedlegg 6.1.1):

Generalforsamling	(t-1;t+1)	(t;t+1)	Innkalling	(t-1;t+1)	(t;t+1)
CAR Gjennomsnitt	0,675 %	0,981 %	CAR Gjennomsnitt	1,307 %	1,238 %
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,005 %	0,003 %	VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,005 %	0,003 %

	(t-1;t+1)	(t;t+1)		(t-1;t+1)	(t;t+1)
Absolutt T- verdi	0,9586	1,7050	Absolutt T- verdi	1,8858	2,1863
Antall selskap	23	23	Antall selskap	19	19
Antall frihetsgrader	22	22	Antall frihetsgrader	18	18

Konfidensnivå	0,95	0,95	Konfidensnivå	0,95	0,95
Kritisk T- verdi	2,0739	2,0739	Kritisk T- verdi	2,1009	2,1009
H0= CAR lik null	Behold	Behold	H0= CAR lik null	Behold	Forkast

Konfidensnivå	0,9	0,9	Konfidensnivå	0,9	0,9
Kritisk T- verdi	1,7171	1,7171	Kritisk T- verdi	1,7341	1,7341
H0= CAR lik null	Behold	Behold	H0= CAR lik null	Forkast	Forkast

Konfidensnivå	0,85	0,85	Konfidensnivå	0,85	0,85
Kritisk T- verdi	1,492	1,492	Kritisk T- verdi	1,5037	1,5037
H0= CAR lik null	Behold	Forkast	H0= CAR lik null	Forkast	Forkast

Tabell 13: Sensitivitetsanalyse: Endring av eventvindu

Tabellen viser gjennomsnittlig CAR og tilhørende varians, samt utregning av t-verdi ved eventvinduer med hhv 3 og 2 dager lengde. Tabellen viser beregninger for begge hendelsene (generalforsamling og innkalling), og for konfidensnivå ned til 85%. (t-1;t+1) og (t;t+1) angir henholdsvis 3 og 2 dagers vinduet.

Man kan ut fra disse beregningene fastslå at en reduksjon av størrelsen til eventvinduet ikke vil påvirke konklusjonene som ble funnet i de opprinnelige beregningene i noen negativ grad. Resultatene peker heller i motsatt retning, nemlig at en reduksjon i antall dager i eventvinduet styrker konklusjonen fra analysen. På innkallingen får vi resultatet ”forkast H₀” på 95% konfidensnivå med et 2 dagers eventvindu, mens vi kun fikk denne konklusjonen på 90% konfidensnivå i den opprinnelige analysen. Dette kan indikere at et to dagers vindu bedre fanger opp de relevante aksjekursreaksjonene.

Den største forskjellen fra den originale analysen er at vi får ”forkast H_0 ” på 85% konfidensnivå ved generalforsamlingen i det 2 dager lange eventvinduet. Den store økningen i t- verdi går fra 0,12 i analysen til 1,7 i dette eventvinduet. Dette skyldes selvfølgelig at vi får en jevnt over høyere CAR og lavere varians, men noen selskaper som Kverneland og Gyldendal trekker snittet betydelig opp. Førstnevnte går fra en negativ CAR på -10,49% til å bli positiv på 1,35%.

Det kan være ulike grunner for at generalforsamlingsanalysen ved kortere vindu får betydelig sterkere CAR. Selv om nullhypotesen riktignok kun kan forkastes på 85% nivå, kan dette indikere at markedes forventninger ikke er like sterkt som først antatt. Med andre ord, det er ikke like opplagt at stemmerettsbegrensningene kommer til å bli fjernet ved generalforsamlingen. Til slutt kan det selvfølgelig også spekuleres i hvorvidt vårt begrensede utvalg gjør at man får store svingninger i resultatene. Ved små utvalg får enkeltdata mye større betydning for hele utvalget. Vi nevnte blant annet Kverneland og Gyldendal som alene står bak mye av økningen i gjennomsnittlig CAR.

6.1.2 Standardiserte regresjonsparametre

I vår analyse bruker vi OLS regresjon til å finne de ulike regresjonsparametrene. Vi ønsker i denne omgang å foreta analysen av CAR ved bruk av normaliserte størrelser på regresjonsparametrene. Årsaken til dette er at vi ønsker å se om det kan være noe ved grunnlagsdataene som har påvirket resultatet. Det at vi har brukt et relativt kort estimeringsvindu på ett år, og at vi har fått noen størrelser med litt spesielle verdier, er årsaken til at vi foretar denne kontrollen (beta for Nestlé er -1,83 og for Continental -1,01 i 1996).

Med standardiserte størrelser menes alfaverdi lik 0, og betaverdi lik 1. Forventningsverdien til alfa ved riktig prising er lik 0, og markedets beta er per definisjon lik 1. I en portefølje med 19-23 selskaper er ikke dette urimelig å anta. Vi antyder med dette at de ulike aksjenes utvikling bør ligge nærmere markedets utvikling enn hva våre regresjonsanalyser indikerer.

Under vises resultatene fra t- testene gitt normaliserte regresjonsparametere (De fullstendige regnearkene finnes i vedlegg 6.1.2):

CAR Gjennomsnitt	-0,47 %	CAR Gjennomsnitt	1,76 %
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,01 %	VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,01 %
Generalforsamling (t-2;t+2)		Innkalling (t-2;t+2)	
Absolutt T- verdi	0,5181	Absolutt T- verdi	1,9669
Antall selskap	23	Antall selskap	19
Antall frihetsgrader	22	Antall frihetsgrader	18
Konfidensnivå	95 %	Konfidensnivå	95 %
Kritisk T- verdi	2,0739	Kritisk T- verdi	2,1009
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	90 %	Konfidensnivå	90 %
Kritisk T- verdi	1,7171	Kritisk T- verdi	1,7341
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Forkast
Konfidensnivå	85 %	Konfidensnivå	85 %
Kritisk T- verdi	1,4916	Kritisk T- verdi	1,5037
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Forkast

Tabell 14: Sensitivitetsanalyse: Standardiserte regresjonsparametere

Tabellen viser gjennomsnittlig CAR med tilhørende varians, samt utregning av t- verdi etter analyser med alfa lik 0 og beta lik 1. Tabellen viser beregninger for begge hendelsene, i et fem dagers eventvindu og for konfidensnivå ned til 85%.

Tallene i denne analysen viser begrensede forskjeller på gjennomsnittlig CAR for de 2 hendelsene. Ved generalforsamlingen blir gjennomsnittlig CAR redusert til å bli negativ da den går fra å være 0,12% til -0,47%. Ved innkallingen øker CAR fra 1,64% til 1,76%. Som i den opprinnelige t- testen beholder vi nullhypotesen på alle nivåer ved generalforsamlingen, samt forkaster denne på 90% nivå ved innkalling. Disse resultatene kan dermed sies å styrke vårt opprinnelige eventstudie i den forstand at CAR ved standardiserte regresjonsparametere ikke avviker i betydelig grad.

6.1.3 Fjerning av ekstreme data

Den kanskje største svakheten ved vår analyse er det begrensede antallet selskaper vi bruker i vår analyse. Vi ønsker derfor å teste ut hva resultatet blir dersom vi fjerner de mest ekstreme verdiene, da enkeltelskaper kan gi store utslag. Dette gjøres ved å ta bort de to selskapene med henholdsvis høyest og lavest CAR fra begge hendelsene. Vi fjerner ikke flere enn to selskaper fra hvert av utvalgene da dette vil gjøre utvalget for knapt. Ved generalforsamlingsanalysen fjernes Veidekke ASA, med en positiv CAR på 10,66% og Kverneland ASA som hadde en negativ CAR på -10,59%. Ved innkallingsanalysen fjerner vi Bonusbanken som hadde en positiv CAR på 7,46% og Vivendi som hadde en negativ CAR på -3,71%. Resultatene fra denne sensitivitetsanalysen følger:

CAR Gjennomsnitt	0,123 %	CAR Gjennomsnitt	1,611 %
VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,010 %	VAR (CAR Gjennomsnitt)	0,010 %
Generalforsamling	(t-2;t+2)	Innkalling	(t-2;t+2)
Absolutt T- verdi	0,1240	Absolutt T- verdi	1,6103
Antall selskap	21	Antall selskap	17
Antall frihetsgrader	20	Antall frihetsgrader	16
Konfidensnivå	95 %	Konfidensnivå	95 %
Kritisk T- verdi	2,0860	Kritisk T- verdi	2,1199
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	90 %	Konfidensnivå	90 %
Kritisk T- verdi	1,7247	Kritisk T- verdi	1,7459
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Behold
Konfidensnivå	85 %	Konfidensnivå	85 %
Kritisk T- verdi	1,4970	Kritisk T- verdi	1,5121
H0= CAR lik null	Behold	H0= CAR lik null	Forkast

Tabell 15: Sensitivitetsanalyse: Fjerning av ekstreme data

Tabellen viser gjennomsnittlig CAR med tilhørende varians, samt t- verdier for utvalget når de mest ekstreme verdiene er borte. Som tidligere er eventvinduet på fem dager og CAR testet ned til 85% konfidensnivå.

Ved generalforsamlingen skjer det ingen reell endring i CAR, mens den ved innkallingen er gått noe ned. Dette fører til at analysen her kun viser signifikans på et 85 % konfidensnivå. Det er likevel en trend som tilsier at opphevelse av stemmerettsbegrensninger er til fordel for

selskapsverdien. Dermed kan man si vårt opprinnelige resultat er robust i den grad fjernning av ekstreme data ikke endrer utfallet i særlig grad.

6.2 Statistiske vurderinger

Markedsmodellen som vi har brukt til å definere normal/forventet avkastning relaterer avkastningen hos det enkelte selskap til avkastningen til den såkalte markedsporteføljen. Videre brukes den normale avkastningen til å si noe om størrelsen på den kumulative abnormale avkastningen som gir grunnlaget for vårt eventstudie. En statistisk drøftelse er med å belyse en rekke forutsetninger og avdekke styrker og svakheter med vår analyse.

6.2.1 Kriterier for et pålitelig eventstudie

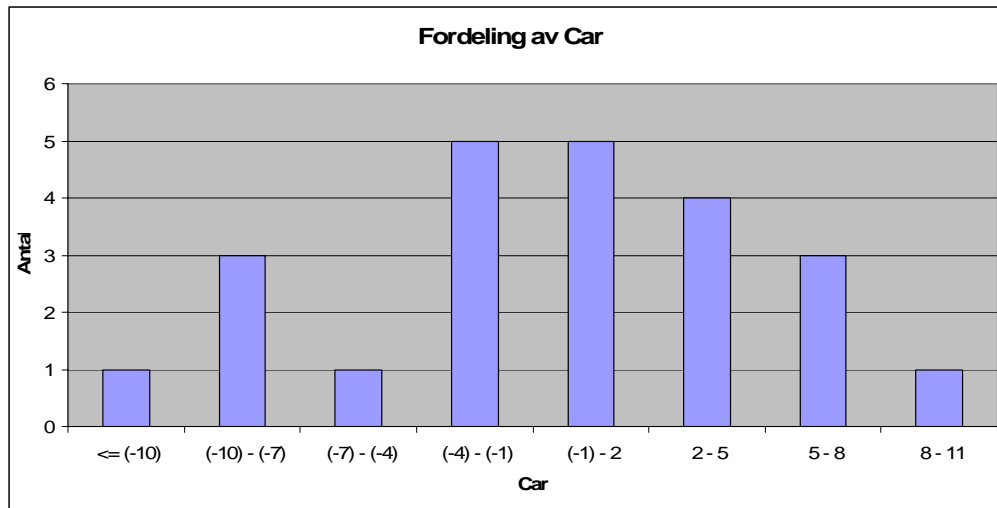
Det finnes to typer feil som kan oppstå ved slike statistiske analyser. Disse er såkalte type 1 og type 2 feil. Type 1 feil forekommer når man feilaktig forkaster nullhypotesen. Type 2 feil forekommer når nullhypotesen er feilaktig akseptert. Basert på dette er det spesielt to ulike egenskaper ved eventstudier som er viktige å diskutere. Disse er hvorvidt t- testen er riktig spesifisert, samt testens styrke. Sistnevnte betyr analysens mulighet til å faktisk finne abnormal avkastning når denne eksisterer⁵².

Spesifikasjon av t- test

Et eventstudie er kun riktig spesifisert når dets bakenforliggende antagelser er korrekte. Dette er en betydelig og kompleks utfordring ettersom vi skal vurdere om abnormal avkastning er null, samtidig som vi antar at vår fremgangsmåte, markedsmodellen basert på OLS er korrekt til å si noe om forventet/normal avkastning. Videre er det ulike statistiske

⁵² Kothari og Warner: "Econometrics of Eventstudies" (2004)

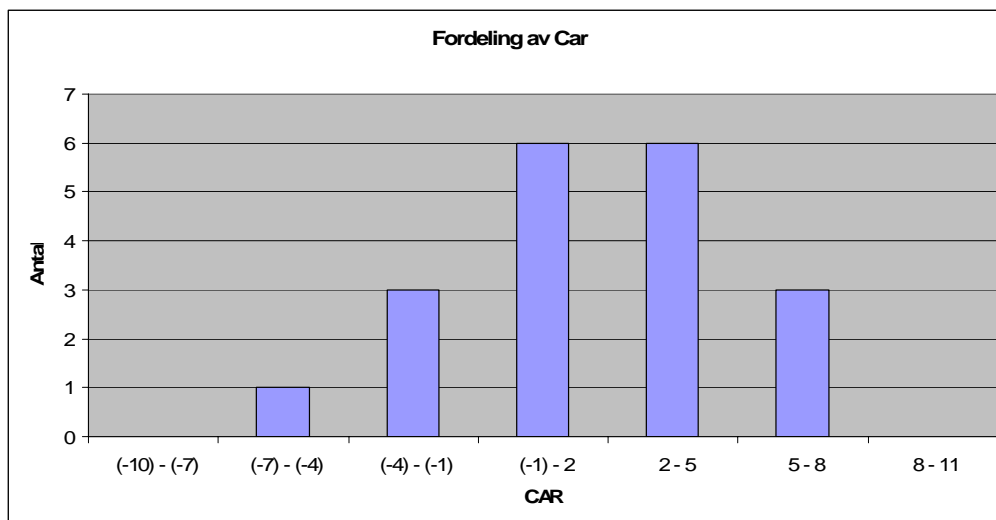
egenskaper angående den abnormale avkastningen som må være korrekte. For eksempel så antar man når man foretar en standard t- test, at den abnormale avkastningen for de ulike selskapene er normalfordelt. Dette er en veldig streng antagelse når man har få data. Vi sier oss likevel fornøyd med vårt utvalg som gir en viss normalfordeling, noe som kan antyde at også populasjonen er normalfordelt i henhold til sentralgrenseteoremet⁵³.



Figur 6: Normalfordeling (GF)

Figur 6 viser fordelingen til den kumulative abnormale avkastningen rundt generalforsamlingen. Denne er noenlunde normalfordelt, men med en litt tykkere høyrehale.

⁵³ Wenstøp: "Statistikk og dataanalyse" 6. utgave (2001)



Figur 7: Normalfordeling (Innkalling)

Figur 7 viser fordelingen til den kumulative abnormale avkastningen rundt innkallelsen til generalforsamlingen. Denne er noenlunde normalfordelt, men med en litt lengre venstrehale.

Teststyrke

Testens styrke kan defineres som én minus sannsynligheten for type 2 feil. Det vil si, sannsynligheten for å forkaste nullhypotesen for en gitt abnormal avkastning. Styrken til et eventstudie øker når antall dager i eventvinduet reduseres, når antall selskaper i utvalget øker, og selvfølgelig når størrelsen på den abnormale avkastningen øker⁵⁴. Dette kan vises fra numeriske eksempler hentet fra MacKinaly's artikkel (se vedlegg 6.2.1). Han viser at med et eventvindu på én dag (σ lik 0,02), med et utvalg på 19 selskap (samme antall som ved innkallingsanalysen vår), og en tosidig test på 95% konfidensnivå, er sannsynlighetene for å oppdage en abnormal avkastning på 0,5%, 1,0%, 1,5% og 2,0% henholdsvis 19%, 59%, 90% og 99%. Øker man vinduet til to dager (eller tilsvarende dobler standardfeilen i eventvinduet til σ lik 0,04), blir disse sannsynlighetene redusert til henholdsvis 8%, 0,19%, 0,37% og 59%.

⁵⁴ Bhagat og Romano: "Event studies and the law: Part 1: Technique and corporate Litigation" (2002)

Disse tallene skulle tilsi at vår teststyrke svekkes betydelig som følge av det lange vinduet på fem dager, men vi har videre i vår sensitivitetsanalyse vist at vi ved et eventvindu på to dager forkaster nullhypotesen om CAR lik null ved innkalling på et 95% konfidensnivå. Vi har tidligere forklart hvorfor vi velger et fem dagers vindu i motsetning til et kortere. Usikkerheten rundt når på døgnet innkallingen ble offentliggjort eller generalforsamlingen ble holdt, gjør at vi ikke ser noe poeng i å analysere et eventvindu på kun én dag. Trenden i våre analyser indikerer likevel at vi vil kunne forkaste nullhypotesen med enda større sikkerhet når vinduet reduseres. Dette er mye på som følge av at man reduserer variansen i vinduet tilsvarende.

Når det gjelder utvalget, det vil si antall hendelser/selskaper, er dets betydning gjerne intuitivt lettere å forstå. Variansen er viktig for t- verdien med tanke på om nullhypotesen skal forkastes eller ikke. Denne variansreduksjonen er betydelig når man øker antall selskaper i en portefølje fra ett selskap, til fem, til ti, men avtar og går mot null når man nærmer seg femti selskaper. Videre er det større sannsynlighet for at annet enn hendelsen som er bakgrunnen for eventstudiet, påvirker avkastningen når man har et mindre utvalg. Likevel føler vi at våre data godt representerer populasjonen.

Vi har sett at variansen endret seg lite ved å fjerne ekstreme data. Vår reduserte konfidenssannsynlighet kommer som følge av redusert gjennomsnittelig CAR. Det kan vise seg at vår kritiske dataseleksjon tidlig i databehandlingen gjør at vi får en særdeles lav varians som styrker vår test betydelig. Dette gjør at vi kan forkaste vår nullhypotese om CAR lik null ved innkalling på 90% konfidensnivå ved et 5 dagers vindu, og på 95% nivå ved et to dagers vindu.

6.2.2 Andre tema

Testintervall og tidsperiode

På grunn av forhold som autokorrelasjon best å praktisere samme observasjonsfrekvens i eventvinduet som i estimeringsvinduet. Vårt opprinnelige eventvindu er på fem dager og matcher de ukentlige dataene (fem handledager) vi bruker for å estimere markedsmodellen. I vår sensitivitetsanalyse har vi derimot benyttet mindre eventvinduer på 3 og 2 dager. I utregningen av variansen til disse kortere vinduene multipliserer vi fem dagers variansen med henholdsvis $3/5$ og $2/5$. Dette er ikke nødvendigvis helt korrekt da daglige avkastninger ikke alltid aggregerer opp til ukentlig avkastning som følge av nettopp autokorrelasjon. Vi antar, og vi vil ikke teste dette noe videre, at kovariansen mellom feilleddene over tid i vår analyse er lik null. Det vil si at disse er fri for autokorrelasjon.

Null autokorrelasjon, eller seriekorrelasjon om man vil, er en viktig forutsetning også på tvers av datasettene. Slik ”clustering” kan bli et problem om de ulike hendelsene har samme eventvindu⁵⁵. Vi har et sprang på våre data på 21 år fra den første til den siste hendelsen, med en overvekt av hendelser riktignok etter år 2000. Dermed kan vi konstatere at slik form for ”clustering” ikke er et problem i vårt datasett.

Alternative metoder

Eventstudier kan gjennomføres på flere ulike måter. Alternativt kunne man sammenlignet de aktuelle selskapenes kursutvikling i eventvinduet, med avkastningen til en relevant bransjeindeks. Dette ville gjort arbeidet enklere, da vi hadde unngått regresjonsanalysen. På den annen side kunne dette gi problemer med tanke på å definere bransjer, og dominans i enkelte bransjeindekser.

⁵⁵ Campbell et al: “The Econometrics of Financial Markets” (1997)

I stedet for å bruke en markedsmodell, som knytter avkastningen opp mot markedsporteføljen, kunne vi alternativt brukt en såkalt ”konstant gjennomsnittlig avkastning” modell. Denne modellen antar at den gjennomsnittlige avkastningen til en aksje er konstant over tid, og kan derfor sammenlignes med faktisk avkastning for å finne abnormal avkastning. Etter vår mening er en markedsmodell som tar hensyn til utviklingen i markedet, et generelt bedre verktøy for å finne normal avkastning.

7 Oppsummering og vurderinger

I denne utredningen har vi drøftet fordeler og ulemper med stemmerettsbegrensinger og hvorvidt disse kan ha betydning for selskapsverdien. For å få et svar på dette spørsmålet gjennomførte vi to eventstudier som undersøker aksjekursreaksjonen til henholdsvis 19 og 23 europeiske selskaper som har opphevet/innført vedtektsfestede stemmerettsbegrensninger de siste 20 årene.

I dette siste kapittelet vil vi først oppsummere eventstudiet fra et ikke- teknisk perspektiv. Vi gir vår konklusjon sett i lys av tidligere empiri som kan sies å ha relevans, før vi til slutt kort gjennomgår forslag til videre forskning.

7.1 Konklusjon til eventstudiet

Vår fremgangsmåte for eventstudiet, basert på MacKinlay (1997), har vært å bruke en markedsmodell som grunnlag for å finne kumulativ abnormal avkastning (CAR) både i dagene rundt generalforsamlingen for vedtektsendringene, og i dagene rundt innkallingen til denne generalforsamlingen.

Vår nullhypotese (H_0) var konservativ i den forstand at det var corporate governance teorien som hadde bevisbyrden. Det vil si at $CAR = 0$. Videre følger det at den alternative hypotesen (H_1) ved en tosidig test, er at $CAR \neq 0$. Forståelsen av dette er slik at stemmerettsbegrensninger ikke påvirker selskapsverdien, mens en forkastelse av denne hypotesen vil derimot lede til den konklusjonen at slike begrensninger har en effekt på markedets prising.

Vårt eventstudie fant en positiv CAR på 1,64% ved innkallelse, hvilket gjør den signifikant på 90% konfidensnivå. Denne reaksjonen var derimot ikke signifikant ved generalforsamlingen med en CAR på 0,12%. Mye av årsaken til dette tror vi kommer av at markedet etter innkalling allerede har priset inn forventningene om at stemmerettsbegrensningene vil bli opphevet, jfr. Fama (1965). Dette resultatet er robust i den grad det består sensitivitetsanalysene vi foretar, men antyder at opphevelsen kan gi en viss effekt også ved generalforsamling om man studerer et kortere eventvindu. Vår ”no news” analyse gav videre ingen signifikant CAR, hvilket styrker vår opprinnelige analyse betydelig i den grad den måler det den faktisk er satt til å måle, nemlig effekten av stemmerettsbegrensninger.

Vårt eventstudie viser med dette en tendens om at stemmerettsbegrensninger påvirker prisingen negativt, hvilket underbygger konklusjonene fra blant annet Nørby utvalget, og Bebchuk (2003), Gompers et al. (2003) og Grossman og Hart (1980) som hevder at antioppkjøpsmekanismer ikke tjener til aksjonærenes beste.

Det er likevel verdt å merke at våre resultater ikke samsvarer med studien foretatt av DeAngelo og Rice (1983), som fant at en *innføring* av antioppkjøpsmekanismer ikke påvirket aksjekursen i nevneverdig grad. Heller ikke Linn og McConnells (1983) eventstudie på selskaper som *opphevet* ulike antioppkjøpsmekanismer samsvarer med våre funn. De finner, helt motsatt, en signifikant negativ CAR ved opphevelse.

Etter vår mening finnes det likevel, til tross for sprikende empiriske funn i andre undersøkelser, en sammenheng i våre analyser som indikerer at stemmerettsbegrensninger har en negativ påvirkning på aksjeprisen. Markedets for tiden sterke oppfatning om at ”én aksje, én stemme” prinsippet er det beste for selskapsstyring kan ligge til grunn for dette. Vi ønsker likevel å bemerke at det kan finnes situasjoner hvor slike mekanismer kan fungere til det beste for aksjonærene, og vi konkluderer derfor på ingen måte entydig på dette.

7.2 Forslag til videre forskning

Et av hovedfokusene i vår oppgave har vært å fokusere på ulike sider ved stemmerettbegrensninger, og hvordan disse mekanismene kan påvirke selskapsverdien. Det faktum at det finnes relativt lite forskning på dette området gjør at det finnes flere interessante muligheter for videre studier.

Et vesentlig spørsmål er om eierstrukturen i selskaper med stemmerettsbegrensninger skiller seg fra lignende selskaper i samme regionale marked. Noe av årsaken til dette er at begrensningene i hovedsak blir brukt i land hvor man har tradisjon for konsentrert eierskap, og kan således være et middel for å beskytte minoritetsaksjonærene, eller skape en mer fragmentert eierstruktur. Å sikre et spredt eierskap er et av de sterkeste argumentene som taler for stemmerettsbegrensninger.

Videre ville det være ytterst interessant, på et mer generelt grunnlag, å finne årsaken til at noen mekanismer er mer vanlige enn andre i Europa. Deminor (2005) nevner at ulike aksjeklasser, stemmerettsbegrensninger, eierbegrensninger og preferanseaksjer er de vanligste mekanismene som bryter med ”én aksje, én stemme” prinsippet i Europa. Hvilke forhold er det som taler for at A og B aksjer er så veldig utbredt i land som Sverige og Nederland, mens stemmerettsbegrensninger finner vi spesielt i Spania, Sveits og Frankrike? Og hvordan kan det ha seg at Belgia er det eneste landet i Europa som følger proporsjonalitetsprinsippet fullt ut?

I tilknytning til teorien til Jensen og Meckling (1976), ser vi også at et studie av selskaper som benytter seg av stemmerettsbegrensninger ved børsnotering kunne vært interessant. Dersom forholdet er slik at disse selskapene benytter mekanismen som et verktøy for å optimere selskapsstrukturen, bør ikke slike selskaper ha en avvikende avkastning/prising enn andre selskaper i etterkant av noteringen. En studie av abnormal avkastning, eller

prisingsnivå ved børsintroduksjon for selskaper med og uten stemmerettsbegrensninger kunne derfor bidratt med relevant empiri rundt denne teorien.

Referanseliste

Artikler og andre rapporter:

Baums, Theodor og Rainer Smitz: "Shareholder voting in Germany" (1999) *Arbeitspapier Nr. 76*

Bebchuk, Lucian Arye: "Why firms adopt antitakeover arrangements" (2003) *University of Pennsylvania Review, Årgang 152: 713*

Becht, Marco og Ailsa Röell: "Blockholdings in Europe: An International Comparison" (1999) *European Economic Review 43, side 1049- 1056*

Bennedsen, Morten og Kasper Meisner Nielsen: "The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe" (Oktober 2006) *Handelshøyskolen i København og CEBR*

Berle, Adolf A og Gardiner C. Means: "The Modern Corporation and Private Property" (1932) *New York: Commerce Clearing House*

Bertrand, M. og S. Mullainathan: "Is there discretion in wage setting? A test using takeover legislation" (1999) *The Rand Journal of Economics, 30, side 535- 554*

Bhagat, S. og R. Romano: "Event studies and the law: Part 1: Technique and corporate Litigation" (2002) *American Law and Economics Review, Årgang 4, Nummer 1*

Brown, Stephen J. og Jerold B. Warner: "Using daily stock returns: The case of Event Studies" (1985) *Journal of Financial Economics, Årgang 14, s. 3-31*

Bøhren og Ødegaard: "The Ownership Structure of Norwegian Firms" (2000) *Forskningsrapport for Handelshøyskolen BI, Nummer 13, side 56*

DeAngelo, H. og E. Rice: "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth" (1983) *Journal of Financial Economics*, 11: 329-360

Deminor Hating- "Application of the one share- one vote principle in Europe" (2005) *Association for British Insurers (ABI)*

Fama, Eugene F.: "The Behaviour of Stock Market Prices" (1965) *Journal of Business*, Årgang 38, Nummer 1, side 34-105

Fama, Eugene F. og K. R. French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" (1996) *Journal of Finance*, Årgang 51

Franks og Meyer: "Ownership and Control" (1995) *Journal of Banking and Finance*

Garvey, Gerald T. og Gordon Hanka: "Capital Structure and Corporate Control: The effect of antitakeover statues on firms leverage" (1999) *The Journal of Finance*, Årgang 54, Utgave 2, side 519- 546

Gompers, Paul, Joy Ishii og Andrew Metrick: " Corporate Governance and Equity Prices" (2003) *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), side 107- 155

Gordon, Mark: "Takeover defences work. Is that such a bad thing?" (2002) *Stan. L. review*, 819, 824- 825

Grossman, Stanford J. og Oliver D. Hart: "Take-Over Bids, the Free Rider Problem, and the theory of the corporation" (1980) *The Bell Journal of Economics* 11 (1), side 42- 64

Grossman, Sanford og Oliver D. Hart: "One share one vote and the market for corporate control" (1988) *Journal of Financial Economics* 20, 175– 202

Hart, Oliver D: "Corporate Governance: Some Theory and Implications" (1995) *The Economic Journal*, Årgang 105, utgave 430, side 676- 689

Hart, Oliver D: "The Market mechanism as an Incentive Scheme" (1983) *Bell Journal of Economics*, Årgang 14, side 366-382

Jensen, Michael C.: "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and Takovers" (1986) *The American Economic Review*, Årgang 76, Nummer 2, side 323- 329

Jensen, Michael C. og William H. Meckling: "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure" (1976) *Journal of Financial Economics*, Årgang 3, Nummer 4, side 305-360

Jensen, Michael C og Richard S Ruback,. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" (1983) *Journal of Financial Economics* 11, side 5-50

Khachaturyan, Arman: "The One- share- One- Vote Controversy in the EU" (2006) *ECMI Paper*, Nummer 1

Kothari, S.P. og J.B Warner: "Econometrics of Eventstudies" (2004) *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (Elsevier/North- Holland)*

Krenchel, J. V. og S. Thomsen: "Corporate Governance i Danmark – om god selskabsledelse i et dansk og internationalt perspektiv" ((2004) *Dansk Industri, København*

Linn, S. C. og J. J. McConnell: "An Empirical Investigation of the Impact of "Antitakeover" Amendments on Common Stock Prices" (1983) *Journal of Financial Economics* side 361–399.

MacKinlay, Craig A.: "Event studies in Economics and finance" (Mar. 1997) *Journal of Economic literature*, Årgang 35, Nummer 1, side 13-39

Morck, R., A. Sleifner og R. W. Vishni: "Management, Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis" (1986) *Working paper, Nummer 2055, National Bureau of Economic Research*

Morck, R., A. Sleifer og R. W. Vishny: "Characteristics of target of hostile and friendly takovers" (1987) Working Paper, Nummer 295, *National Bureau of Economic Research*

Nørby udvalget: "Anbefalinger for god selskapsledelse i Danmark" (2001)

OECD Principles of Corporate Governance (2004) side 41

Rose, Caspar: "Corporate Financial Performance and the Use of Takeover Defences" (2002) *European Journal of Law and Economics, 13: 91-112*

Sundby, Anne Cathrine: " Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett" (2003) *Nordisk Tidsskrift for Selskapsrett (NTS), Årgang 5, Nummer 2, s. 230-250*

Werlauff, Dr. Jur. Erik: "Kapital og stemmeret- om forholdet mellom kapitalbesiddelse og stemmeret i børsnoterede selskaber fra den 20. maj 2006" (2005)

Ødegaard, Bernt Arne - "Prisforskjeller mellom aksjeklasser" (1999) *Praktisk Økonomi og Finans 3, side 81-89*

Ødegaard, Bernt Arne: "Price Differences between equity classes. Corporate Control, Foreign Ownership or Liquidity?" (Juni 2006) *BI Norwegian School of Management and Norges Bank*

Bøker:

Amdam, R.P, H. Gran, S.O. Hansen og K. Sogner: "Markedsøkonomiens utvikling" (2005) 1. utg. Bergen: Fagbokforlaget

Barca og Becht: "The Control of Corporate Europe" (2001) *Oxford University Press*

Campbell, John Y, Andrew W. Lo og A. Craig MacKinlay: "The Econometrics of Financial Markets" (1997) *Princeton University Press; Princeton, New Jersey*

Rupert, David: "Statistics and Finance: An Introduction" (2004) *Springer, New York*

Wenstøp, Fred: "Statistikk og dataanalyse" 6. utgave (2001) *Universitetsforlaget*

Andre:

Københavns Fondsbørs, Fondsbørsmeddelelse den 4. mars 2005- Innkallelse til ordinær generalforsamling 22. mars 2005 i Max Bank

Nettsteder:

http://www.norges-bank.no/Pages/Report___46954.aspx

<http://www.calpers-governance.org/principles/domestic/us/page04.asp>

http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2006/full_list/

<http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=189839>

<http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article576785.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article671280.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article314826.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article367625.ece>

<http://www.dn.no/forsiden/etterBors/article1099252.ece>

Topdanmark: www.topdanmark.dk

Bonusbanken: www.bonusbanken.dk

Spar Nord: www.sparnord.dk

GN Store Nord: www.gn.dk

Generationsskifte og Vækst: www.gogv.dk

Chips AB: www.chips.fi/ www.orkla.no

Raisio Oyj: www.raisio.com

Elisa Communications Oyj: www.elisa.fi

Sanoma Wsoy Oyj: www.sanoma.fi

Vivendi: www.vivendi.com

Societe Generale: www.socgen.com

Alcatel: www.alcatel-lucent.com

Pernod Ricard: www. Pernod-ricard.com

Gyldendal: www.gyldendalasa.no

Kværner: www.akerkvaerner.com

NHST: www.nhst.no

Veidekke: www.veidekke.no

Kverneland: www.kvernelandgroup.com/corporate

Saga Petroleum: www.hydro.com/ www.statoil.com

Portugal Telecom: www.telecom.pt

Telefonica: www.telefonica.es

Tubacex: www.tubacex.es

Grupo Dragados: www.grupoacs.com

Bankinter: www.bankinter.es

Repsol YPF: www.repsol.es

Endesa: www.endesa.es

BSCH: www.gruposantander.es

Swisscom: www.swisscom.com

Nestlé: www.nestle.com

Swisslife: www.swisslife.com

Skandia: www.skandia.com/ www.oldmutual.com

Continental: www.conti.de/ www.conti-online.com

Vedlegg

3.1: Selskapsoversikt

Nr.	Selskap	Land	Opphevet	Innført	Dato Innk.	Dato GF
1	Topdanmark	Danmark	x		20.apr.01	01.mai.01
2	Bonusbank	Danmark	x		20.aug.03	29.okt.03
3	Spar Nord	Danmark	x		29.jan.03	19.mar.03
4	GN Store Nord	Danmark	x		18.mar.03	03.apr.03
5	Generasjonsskifte og Vækst	Danmark	x		n/a	26.jan.05
6	Chips AB	Finland	x		n/a	12.jan.05
7	Raiso Oyj	Finland	x		20.aug.04	30.sep.04
8	Elisa Communications Oyj	Finland	x		16.nov.05	05.des.05
9	Sanoma Wsoy oyj	Finland	x		n/a	03.apr.06
10	Vivendi	Frankrike	x		14.mar.05	28.apr.05
11	Vivendi 2	Frankrike		x	n/a	20.apr.00
12	Societe General	Frankrike		x	n/a	18.apr.00
13	Alcatel	Frankrike		x	n/a	20.jun.89
14	Pernod Richard	Frankrike		x	n/a	13.jun.86
15	Gyldendal	Norge	x		28.apr.06	18.mai.06
16	Kværner	Norge		x	14.sep.00	29.sep.00
17	NHST	Norge	x		n/a	23.mai.05
18	Veidekke	Norge	x		10.mar.00	24.mar.00
19	Kverneland	Norge	x		n/a	24.apr.91
20	Saga Petroleum	Norge	x		22.apr.98	14.mai.98
21	Portugal telecom	Portugal	Forsøk opphevelse		25.jan.07	02.mar.07
22	Telefonica	Spania		x	04.jun.98	24.jun.98
23	BSCH	Spania	x		16.mai.03	21.jun.03
24	Tubacex	Spania	x		23.apr.06	25.mai.06
25	Groupo Dragados	Spania		x	27.mai.02	19.jun.02
26	Groupo Dragados	Spania	x		n/a	30.apr.03
27	Bankinter	Spania	x		17.feb.03	18.mar.03
28	Repsol YPF	Spania		x	18.mai.99	05.jun.99
29	Endesa	Spania	forsøk opphevelse		21.nov.06	20.mar.07
30	Swisscom	Sveits	x		n/a	13.mai.98
31	Nestle	Sveits		x	n/a	25.mai.89
32	Swisslife	Sveits		x	n/a	23.okt.02
33	Skandia	Sverige	x		07.mar.00	05.apr.00
34	Continental	Tyskland	x		30.apr.96	12.jun.96
35	Continental	Tyskland	Forsøk opphevelse		15.jan.91	13.mar.91

5.2 CAR verdier ved "no news" analyse

	Car GF	Car Innkalling
Topdanmark	-1,24 %	2,30 %
Bonusbanken	3,87 %	-1,30 %
Spar Nord	12,05 %	2,56 %
Elisa	-5,71 %	-0,11 %
GN Store Nord	4,45 %	0,11 %
Vivendi	-2,30 %	2,54 %
Vivendi 2	-5,53 %	-5,14 %
Societe General	-1,05 %	-0,27 %
Alcatel	-1,64 %	2,84 %
Pernod Richard	0,02 %	-0,92 %
Nestlè	0,64 %	0,06 %
Telefonica	0,22 %	0,12 %
BNC. Santander	3,50 %	2,03 %
Tubacex	-6,20 %	-1,50 %
Repsol	-0,61 %	1,45 %
Storebrand	2,42 %	-3,17 %
Bankinter	0,19 %	-0,31 %
Raisio	-3,87 %	-1,99 %
Veidekke	2,40 %	-4,16 %
Kverneland	0,20 %	2,98 %
Aker Kværner	-1,64 %	1,96 %
Gyldendal	-14,12 %	-1,79 %
Portugal Telecom	-0,93 %	3,34 %

6.1.1: Oversikt CAR for 2 og 3 dagers eventvindu

	Car 3 dagers	Car 2 dagers	Car 3 dagers	Car 2 dagers
Topdanmark	-0,62 %	-1,94 %	2,07 %	1,07 %
Bonusbanken	0,33 %	0,04 %	5,20 %	5,45 %
Spar Nord	0,93 %	-1,03 %	-0,49 %	0,45 %
Vivendi	-6,06 %	-4,17 %	-1,68 %	-1,50 %
Elisa	5,60 %	2,86 %	5,36 %	4,86 %
GN Store Nord	1,68 %	1,95 %	-3,12 %	-0,16 %
Vivendi 2 (2000)	1,38 %	2,67 %	n/a	n/a
Societe General	7,73 %	7,07 %	n/a	n/a
Alcatel	2,03 %	1,94 %	n/a	n/a
Pernod Ricard	-4,65 %	-4,34 %	n/a	n/a
Nestlè	2,20 %	1,01 %	n/a	n/a
Continental	-2,78 %	-1,71 %	0,52 %	0,60 %
Telefonica	-0,73 %	0,64 %	-0,52 %	0,21 %
BNC. Santander	-0,58 %	0,33 %	-0,16 %	-0,30 %
Tubacex	3,59 %	2,40 %	6,60 %	1,93 %
Repsol	-0,94 %	0,26 %	1,55 %	-0,47 %
Skandia	-1,31 %	-1,54 %	-0,16 %	0,65 %
Bankinter	-2,86 %	-0,80 %	4,14 %	3,16 %
Raisio	-10,32 %	-9,52 %	-0,95 %	1,88 %
Veidekke	12,04 %	11,80 %	2,50 %	2,54 %
Kverneland	-4,16 %	1,35 %	n/a	n/a
Kværner	2,83 %	3,11 %	2,23 %	2,00 %
Gyldendal	10,22 %	10,16 %	0,54 %	-0,13 %
Portugal Telecom	n/a	n/a	0,34 %	0,43 %
Continental 2 (1991)	n/a	n/a	0,86 %	0,85 %

6.1.2: Oversikt CAR ved standardiserte regresjonsparametere

	CAR Generalforsamling	CAR Innkalling
Topdanmark	1,26 %	2,45 %
Bonusbanken	3,31 %	7,20 %
Spar Nord	-5,16 %	4,57 %
Elisa	-8,53 %	-4,01 %
GN Store Nord	4,94 %	4,12 %
Vivendi	1,24 %	-1,20 %
Vivendi 2 (2000)	0,40 %	n/a
Societe General	4,17 %	n/a
Alcatel	1,87 %	n/a
Pernod Richard	-6,95 %	n/a
Nestlè	-0,28 %	n/a
Continental	-3,57 %	1,93 %
Telefonica	0,29 %	-3,30 %
BNC. Santander	-2,19 %	-1,92 %
Tubacex	4,56 %	5,92 %
Repsol	-4,31 %	4,06 %
Skandia	-1,46 %	1,99 %
Bankinter	-4,04 %	4,46 %
Raisio	-9,63 %	3,13 %
Veidekke	10,30 %	0,28 %
Kverneland	-11,79 %	n/a
Kværner	3,08 %	4,11 %
Gyldendal	11,65 %	0,66 %
Portugal Telecom	n/a	-1,13 %
Continental 2 (1991)	n/a	0,11 %

6.2.1: Tabell Teststyrke (Kilde: MacKinlay 1997)

MacKinlay: Event Studies in Economics and Finance

29

TABLE 2

Sample Size	Abnormal Return				Abnormal Return			
	.005	.010	.015	.020	.005	.010	.015	.020
	$\sigma = 0.02$				$\sigma = 0.04$			
1	0.06	0.08	0.12	0.17	0.05	0.06	0.07	0.08
2	0.06	0.11	0.19	0.29	0.05	0.06	0.08	0.11
3	0.07	0.14	0.25	0.41	0.06	0.07	0.10	0.14
4	0.08	0.17	0.32	0.52	0.06	0.08	0.12	0.17
5	0.09	0.20	0.39	0.61	0.06	0.09	0.13	0.20
6	0.09	0.23	0.45	0.69	0.06	0.09	0.15	0.23
7	0.10	0.26	0.51	0.75	0.06	0.10	0.17	0.26
8	0.11	0.29	0.56	0.81	0.06	0.11	0.19	0.29
9	0.12	0.32	0.61	0.85	0.07	0.12	0.20	0.32
10	0.12	0.35	0.66	0.89	0.07	0.12	0.22	0.35
11	0.13	0.38	0.70	0.91	0.07	0.13	0.24	0.38
12	0.14	0.41	0.74	0.93	0.07	0.14	0.25	0.41
13	0.15	0.44	0.77	0.95	0.07	0.15	0.27	0.44
14	0.15	0.46	0.80	0.96	0.08	0.15	0.29	0.46
15	0.16	0.49	0.83	0.97	0.08	0.16	0.31	0.49
16	0.17	0.52	0.85	0.98	0.08	0.17	0.32	0.52
17	0.18	0.54	0.87	0.98	0.08	0.18	0.34	0.54
18	0.19	0.56	0.89	0.99	0.08	0.19	0.36	0.56
19	0.19	0.59	0.90	0.99	0.08	0.19	0.37	0.59
20	0.20	0.61	0.92	0.99	0.09	0.20	0.39	0.61
25	0.24	0.71	0.96	1.00	0.10	0.24	0.47	0.71
30	0.28	0.78	0.98	1.00	0.11	0.28	0.54	0.78
35	0.32	0.84	0.99	1.00	0.11	0.32	0.60	0.84
40	0.35	0.89	1.00	1.00	0.12	0.35	0.66	0.89
45	0.39	0.92	1.00	1.00	0.13	0.39	0.71	0.92
50	0.42	0.94	1.00	1.00	0.14	0.42	0.76	0.94
60	0.49	0.97	1.00	1.00	0.16	0.49	0.83	0.97
70	0.55	0.99	1.00	1.00	0.18	0.55	0.88	0.99
80	0.61	0.99	1.00	1.00	0.20	0.61	0.92	0.99
90	0.66	1.00	1.00	1.00	0.22	0.66	0.94	1.00
100	0.71	1.00	1.00	1.00	0.24	0.71	0.96	1.00
120	0.78	1.00	1.00	1.00	0.28	0.78	0.98	1.00
140	0.84	1.00	1.00	1.00	0.32	0.84	0.99	1.00
160	0.89	1.00	1.00	1.00	0.35	0.89	1.00	1.00
180	0.92	1.00	1.00	1.00	0.39	0.92	1.00	1.00
200	0.94	1.00	1.00	1.00	0.42	0.94	1.00	1.00

Power of event study methodology for test of the null hypothesis that the abnormal return is zero. The power is reported for a two-sided test using θ_1 with a size of 5 percent. The sample size is the number of event observations included the study and σ is the square root of the average variance of the abnormal return across firms.