

# Overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter

Af Caspar Rose

## Resumé

Debatten om Corporate governance har både i Danmark og resten af Europa bl.a. koncentreret sig omkring hensigtsmæssigheden af overtagelsesværn inkl. A- og B-aktier. Effektive overtagelsesværn eliminerer muligheden for ledelsesfjendtlige virksomhedsovertagelser, der er vigtige elementer i det angloamerikanske corporate governance system. For at fremme et marked for virksomhedskontrol, er der blevet argumenteret for, at sådanne værn bør begrænses eller helt elimineres. Imidlertid mangler anbefalingerne ofte videnskabelig belæg. Denne artikel ana-

lyserer således, hvordan overtagelsesværn hos danske børsnoterede selskaber påvirker ledelsens incitamenter. Det vises, at selskaber der er ikke er effektivt beskyttede har en signifikant højere gældsandel end selskaber, der er effektivt beskyttede. En mulig forklaring er, at en høj gældsandel fungerer som et substitut for overtagelsesværn. Samtidig vises, at beskyttede selskaber ikke har mere overskudslikviditet eller er mere langsigtede i deres investeringer, end selskaber der ikke er beskyttede.

## Indledning

Ledelsesfjendtlige virksomhedsovertagelser spiller en vigtig rolle på de finansielle markeder i USA og UK, mens vi i Danmark kun har set få tilfælde af virksomhedsovertagelser, som man kan betegne som egentlig ledelsesfjendtlige. Markedet for virksomhedskontrol, eller et marked for corporate control udgør en vigtig bestanddel i det amerikanske corporate governance system, hvor det nyder betydelig opbakning blandt virksomhedsteoretikere. I kontinental Europa har man hidtil været langt mere forbeholden over for ideen om, at ledelsen vil øge sin fokus på værdiskabelse til aktionærerne, jf. shareholder value, i frygt for ikke at blive overtaget af et andet selskab. Årsagen til, at markedet for virksomhedskontrol ikke spiller samme rolle i Europa, bortset

fra UK, er hovedsageligt institutionelle forhold, især det faktum, at mange selskaber er isoleret fra ledelsesfjendtlige overtagelser, som følge af anvendelse af forskellige juridiske overtagelsesværn. Desuden betragter mange europæere ledelsesfjendtlige overtagelser af såkaldte raidere med vis skepsis. En af årsagerne er, at ledelsesfjendtlige overtagelser i nogle tilfælde kan have negative sideeffekter (eksternaliteter) på andre stakeholdere end aktionærerne, f.eks. kan lukningen af en stor virksomhed medføre store omkostninger for lokalsamfundet.

I Danmark er mange selskaber totalt isoleret fra denne trussel, hvilket styrker ledelsens position og jobsikkerhed, ofte på bekostning af aktionærernes interesser. I

takt med den øgede fokus på corporate governance i Danmark har der fra forskellige side været rejst kritik over anvendelsen af overtagelsesværn blandt danske børsnote-rede selskaber. Nørby rapporten anbefaler således, at man afskaffer aktier med differetieret stemmeret (A og B aktier) samt stemme -og ejerlofter i selskabernes ved-tægter (Nørby rapporten s. 54). OECD anbefaler ligeledes i deres principper om corpo-rate governance, at alle aktier bør have samme stemmevægt, jf. section II, en hold-ning, som deles af EU. I forsøget på at skabe et velfungerende marked for virksomheds-kontrol arbejder EU hen imod en reduktion af anvendelsen af A-B aktier (sml. forslag til 5. Direktiv).

Fortalerne for et marked for virksom-hedskontrol argumenterer med, at fjendtli-ge virksomhedsovertagelser skaber en net-toværdi til samfundet, da det overnormale afkast for målselskabet er positivt, mens der ikke synes at være en stor kurseffekt på det overtagende selskabs aktiekurs.

Et væsentligt kritikpunkt mod markedet for virksomhedskontrol er, at aktiemarke-det nødvendigvis ikke altid har samstem-mende interesser med alle andre interes-senter (stakeholders) i samfundet dvs. synet på, hvorvidt fjendtlige overtagelser bør fremmes eller ej afspejler samtidig en grundlæggende forskel mellem det konti-nental europæiske og det anglo-amerikan-ske corporate governance system.

Selvom adskillige parter har deltaget i diskussionen om danske selskabers overta-gelsesværn, er der ingen dansk forskning, som har undersøgt, hvordan overtagelses-værn, herunder anvendelsen af A-B aktier, påvirker ledelsens incitament. Denne artikel forsøger således at bidrage til debat-ten ved at formidle empirisk forskning, som kan kaste lys over problemstillingen<sup>1</sup>. Dette sker ved at opstille nogle hypoteser, som relaterer sig til, hvordan overtagelses-værn påvirker selskabers kapitalstruktur, investeringshorisont og overskudslikviditet.

I den forbindelse er det værd at bemær-ke, at afskaffelsen af A-B aktier vil have

dramatiske konsekvenser for den danske ejerstruktur. Dette skyldes den høje grad af koncentreret ejerskab i Danmark sammen-lignet med f.eks. USA og UK. Ofte sidder en fond med de stemmetunge aktier, mens de stemmesvage aktier er spredt ud på et stort antal mindretalsaktionærer. Fundatsen foreskriver typisk, at fonden skal bevare kontrollen over selskabet. En sammenlæg-ning af aktieklasserne vil således kræve, at fonden, for at bevare sin kontrol, skal erhverve flere aktier, hvilket nogle fonde økonomisk ikke er i stand til.

I det følgende vil den vigtigste videnska-belige litteratur på området blive fremdra-get, fulgt af et afsnit om de opstillede hypo-teser som søges testet. Dernæst gennemgås danske virksomheders overtagelsesværn, efterfulgt af undersøgelsens resultater. Der afsluttes med en kort diskussion og kon-klusion.

## Litteratur

Der findes en betydelig litteratur, som diskuterer, hvorvidt eksistensen af et mar-ked for virksomhedskontrol er gavnlige for aktionæerne eller ej. Litteraturen er domi-neret af amerikanske bidrag. Betegnelsen *shareholder interest hypothesis* betragter over-tagelsesværn som gavnlige for aktionærer-ne. De Angelo og Rice (1983) argumenterer for, at overtagelsesværn bidrager til, at le-delsen opnår en stærkere forhandlingsposi-tion ved selskabets overtagelse, da ledelsen kan påvirke overtagelsesprocessen og der-ved opnå en højere præmie til de eksiste-rende aktionærer.

Uden effektive overtagelsesværn eksiste-rer der nemlig incitament for de enkelte aktionærer til at acceptere det fremsatte købstilbud til en lavere kurs, end aktionæ-erne kan opnå kollektivt.

Schleifer og Vishny (1986) har udviklet en model, hvor de viser, at *greenmail* er til for-del for aktionæerne. Greenmail består i, at målselskabet køber aktierne tilbage fra rai-deren til overpris mod en såkaldt *standstill agreement*, hvor raideren forpligter sig til at afstå fra opkøbet (en sådan bestemmelse

vil stride imod ledelsens loyalitetspligt i dansk ret). Forfatterne argumenterer for, at anvendelsen af overtagelsesværn vil opmuntre raiderne til at opnå en aftale med ledelsen siden anvendelsen af greenmail reducerer antallet af raidere og samtidig signalerer, at målselskabet har adgang til en såkaldt *white knight*, dvs. en loyal investor over for den siddende ledelse.

I opposition hertil står *shareholder entrenchment hypothesis*, der betragter overtagelsesværn som skadelige for aktionærerne. Fraværet af overtagelsesværn eliminerer truslen om overtagelse, og ledelsen kan i mange tilfælde blive fristet til at forfølge egen interesser frem for aktionærernes (sml. *empire building*). Den indflydelsesrige Havard økonom Michael Jensen (1986) argumenter for, at ledelsesfjendtlig overtagelser bør fremmes og overtagelsesværn afskaffes, da ledelsen ellers vil misbruge aktionærernes penge, også kaldet den fri cash flow hypotese. Med frit cash flow menes al den kapital, der er tilbage efter at ledelsen har investeret i alle projekter med positiv nutidsværdi. Det fri cash flow bør i stedet udbetales til aktionærerne, men ofte vælger mange virksomheder at bruge midlerne på projekter, som skaber volumen og dermed anseelse i samfundet. Jensen nævner som illustration, at fjendtlige virksomhedsovertagelser i den amerikanske olieindustri i 80'erne, førte til en betydelig koncentration, som medførte en betydelig produktivitetsstigning.

Der er foretaget et mindre antal amerikanske undersøgelser, som belyser overtagelsesværns indflydelse på ledelsens incitamenter, der dog ikke er entydige i deres konklusioner. Rao og Johnson (1997) undersøger sammenhængen mellem overtagelsesværn og flere finansielle nøgletal, inklusiv: Finansiell gearing, afkastningsgraden, R&D/omsætning og renteudgifter/omsætning. De finder, at overtagelsesværn ikke er skadelige for selskaberne. Safieddine og Titman (1999) finder, at selskaber, som er beskyttet imod overtagelse reducerer deres gæld, mens det modsatte er tilfældet med

ubeskyttede selskaber, således at ledelsen optager mere gæld, end den ellers ville i det sidste tilfælde.

## Hypoteser

De to første hypoteser relaterer sig til, hvorvidt ubeskyttede selskaber er mere kortsigtede end beskyttede selskaber. Selskaber, som ikke er beskyttede, kan i princippet overtages med forholdsvis kort varsel, og dette kan tvinge ledelsen til at fokusere kortsigtet. Dette skyldes, at ledelsen på kort sigt kan påvirke det økonomiske resultat, f.eks. ved at udskyde store investeringer osv. De refererede udenlandske studier anvender brøken R & D (forsknings- og udviklings) udgifter i forhold til omsætning. Selskaber med et høj værdi antages at være mere langsigtede end selskaber med lave værdier. Hertil kan man dog indvende, at det i praksis er næsten op til ledelsens eget skøn, hvor meget den vil bogføre under R & D, således at fortolkningen af brøken må siges at være tvivlsom. I modsætning til både internationale regnskabsstandarder (IAS 9 og SSAP 13 og FAS 2) er det op til ledelsen selv i Danmark at bestemme om selskabet skal oplyse omfanget af R & D udgifter. Desuden kan den selv bestemme, om R & D udgifterne skal straks afskrives over resultatopgørelsen, eller alternativt placeres under aktiverne og afskrives.

Dette nødvendiggør i sagens natur, at man med fordel bør anvende andre nøgletal til belysning af problemstillingen. Denne artikel anvender derfor følgende to alternative nøgletal: Materielle anlægsaktiver/aktiver samt cash flow fra investeringer/aktiver.

H1: *Ledelsen i selskaber som ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse har lavere materielle anlægsaktiver/aktiver sammenlignet med ledelsen i selskaber, der er beskyttet imod overtagelse.*

Ved at ledelsen investerer i store anlægsaktiver f.eks. maskiner, bygninger og andet produktionsudstyr, opgiver ledelsen et rela-

tivt stort beløb ved køb, der skal tjenes ind over en længere årerække. Omvendt kunne ledelsen investere i let realiserbare varelagre eller andre omsætningsaktiver.

H2: *Ledelsen i selskaber, som ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse, har lavere cash flow fra investeringer/aktiver sammenlignet med ledelsen i selskaber, der er beskyttet imod overtagelse.*

Selskaber, som anvender store midler af likvider til køb af investeringsaktiver, opgiver et sikkert beløb mod at modtage et større, men usikkert beløb i fremtiden. Store cash out flow er således en klar indikation af, at ledelsen har en lang investeringshorisont.

Overtagelsesværn må også antages at påvirke ledelsen på andre måder, eksempelvis hvor meget gæld selskabet skal optage. Formuleringen af den optimale kapitalstruktur dækker over det forhold, at gæld i modsætning til egenkapital kan fratrækkes i skattebetalingen. Dog kan for meget gæld samtidig øge risikoen for konkurs, således at disse forhold må afbalanceres.

Dog synes der også at være en sammenhæng mellem et selskabs kapitalstruktur og anvendelsen af overtagelsesværn. Jensen (1986) argumenter for, at gæld kan være med til at disciplinere ledelsen, da ledelsen sender et signal om, at ledelsen forpligter sig til at tilbagebetale lånene, da kreditorerne ellers overtager styringen af selskabet (ved insolvens). Endvidere kan man argumentere for, at selskaber, der ikke anvender nogle effektive overtagelsesværn, kan beskytte sig imod ledelsesfjendtlige overtagelser ved at optage mere gæld end ellers. Dette skyldes, at ledelsen derved sender et signal til potentielle raidere om, at der ikke "er" skjulte aktiver, og at ledelsen derved binder sig selv til at øge selskabets performance (kaldet bonding).

H3: *Ledelsen i selskaber, som ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse, har en højere af grad af gæld/egenkapital sammenlignet med*

*ledelsen i selskaber, der er beskyttet imod overtagelse.*

De sidste to hypoteser relaterer sig til sammenhængen mellem overtagelsesværn og "overskydende likviditet" eller frit cash flow. Man må formode, at ledelsen i selskaber, der ikke kan overtages, vil være mere tilbøjelige til at ligge inde med overskydende likviditet, som kan anvendes til at investere i projekter, inkl. værdipapirer, der gavner ledelsen og ikke nødvendigvis aktionærerne. Dette betegnes som agentomkostninger, og formålet med corporate governance er at udforme en hensigtsmæssig selskabsstruktur, der minimerer agentomkostningerne.

H4: *Ledelsen i selskaber, som ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse, har lavere cash flow fra driften minus investeringer og dividende/aktiver sammenlignet med ledelsen i selskaber, der er beskyttet imod overtagelse.*

Brøken tolkes som et udtryk for overskydende likviditet. Det antages, at selskaber, der er isoleret imod overtagelser, og hvor aktionærernes indflydelse er svagere, ikke vil have samme incitamenter til at udbetale "udbytte" til aktionærerne, men ønsker at skaffe likviditet til projekter eller formål, der øger ledelsens nytte.

En oplagt måde, hvorpå ledelsen kan udnytte overskudslikviditet på, er ved at investere i værdipapirer ud over, hvad der er nødvendig for selskabets kortsigtede cash management. Der er således ingen gode argumenter for, at ledelsen i børsnote-rede selskaber kan opnå en højere forrentning (til den samme risiko) som den enkelte aktionær kan opnå (skatteforhold giver heller ikke ledelsen en god grund til at investere frem for aktionærerne).

H5: *Ledelsen i selskaber, som ikke er effektivt beskyttet imod overtagelse, har lavere investeringer i værdipapirer/aktiver sammenlignet med ledelsen i selskaber, der er beskyttet imod overtagelse.*

## Danske selskabers overtagelsesværn

Danske børsnoterede selskabers overtagelsesværn afviger i betydelig grad fra overtagelsesværn anvendt af selskaber i USA og UK. En væsentlig forklaring herpå, er den store forskel i retssystemerne mellem Common law lande som USA og UK og såkaldte Civil law lande i kontinental Europa<sup>2</sup>. Karakteristisk for de angloamerikanske overtagelsesværn er, at værnene først aktiveres i forbindelse med en umiddelbart forestående overtagelse, mens overtagelsesværn anvendt af danske selskaber er baseret på en permanent basis<sup>3</sup>.

Danske overtagelsesværn findes i selskabets vedtægter, der fungerer som en slags grundlov for selskabet, hvor alle væsentlige forhold er oplyst. I modsætning til USA, hvor ledelsen selv kan ændre vedtægterne (benævnt bylaws, dog ikke fundamentale forhold reguleret i de såkaldte articles of incorporation). Tabel I viser fordelingen af overtagelsesværn hos datasættet.

Det fremgår af tabel 1, at aktier med differentieret stemmeret, typisk A- og B aktier, anvendes af over halvdelen af selskaberne. Typisk sidder en fond eller en dominerende investor på de stemmetunge aktier (A aktierne), mens de stemmesvage aktier er spredt ud på mange små investorer (maksimal tilladt stemmeretsdifferentiering er 1:10). Det ses af tabellen, at diskussion om

afskaffelsen/indskrænkninger i anvendelsen af A -og B aktier vil få dramatiske konsekvenser for dansk erhvervsliv inklusiv ejerskabsstrukturen, eftersom 51 % af selskaberne anvender en sådan konstruktion. Dog er det værd at bemærke, at anvendelsen af aktier med differentieret stemmeret ikke i sig selv er et effektivt forsvar mod overtagelse, jf. artiklens definition af, hvornår et selskab er effektivt beskyttet mod overtagelse, jf. straks nedenfor.

Fonde sidder på kontrollen i næsten 22 % af selskaberne, typisk fordi fonden sidder på de stemmetunge A aktier. Fundatsen specificerer ofte, at fondens opgave er at bevare kontrollen "med selskabet" og i nogle tilfælde anvendes udbyttet til almene formål. I selskaber med A og -B aktier indeholder vedtægterne i nogle tilfælde (12,7 %) en bestemmelse om, at hvis en A-aktionær ønsker at afhænde sine A-aktier, så skal dette godkendes af bestyrelsen.

Vedtægterne kan også specificere, at de øvrige A-aktionærer har forkøbsret til A-aktierne, hvilket er tilfældet i næsten 10 % af selskaberne.

Midlertidig suspension af stemmeretten viser sig noget overraskende at være anvendt i næsten 10 % af selskaberne. Vedtægterne bestemmer således, at en aktieerhverver ikke kan anvende sin stemmeret, før der er gået 1-3 mdr., (erhververen

Tabel 1. Danske børsnoterede selskabers overtagelsesværn

KATEGORI	PROCENT
Aktier med differentieret stemmeret	51,0
Fondskontrol	21,6
Samtykke til aktieoverdragelse	12,7
Forkøbsret ved aktieoverdragelse	9,8
Midlertidig suspension af stemmeretten	9,8
Interesseklausul	5,9
Stemmeretsbegrænsning	4,9
Ejerskabsbegrænsning	2,9

Datasættet består af 102 selskaber i perioden 1995-99 noteret på Københavns Fondsbørs.

Tabel 2. Nøgletallet *materielle anlægsaktiver/ totale aktiver* som afhængig variabel. 102 observationer baseret på gennemsnitstal i perioden 1995-99. Tallene i parentes er t-værdier

Forklarende variable:	1.	2.	3.
KONSTANT	0.265* (7.306)	0.258* (12.892)	0.309* (14.847)
BESKYT	0.103* (3.063)	0.103* (3.156)	0.096* (2.603)
LKGÆLD	0.087* (3.854)	0.088* (3.869)	
GÆLDEK	-0.000 (-0.006)		
Jus. R <sup>2</sup>	0.23	0.23	0.10

har dog altid ret til udbytte fra erhvervelsesdatoen), hvilket giver ledelsen god tid til at forberede sig på et evt. overtagelsesforsøg. Typisk skal erhververen også meddele sin aktiepost til selskabet med navns nævnelse og med en angivelse af købets størrelse.

Kun forholdsvis få selskaber har stemme- og ejerbegrænsninger (henholdsvis næsten 5 og 3 %), men sådanne begrænsninger er til gengæld særdeles effektive i deres beskyttelse af ledelsen mod overtagelse.

Ved en interesseklausul forstås, at selskabets vedtægter foreskriver, at når en gruppe aktionærer er enige om at koordinere deres stemmer vedrørende et bestemt punkt på dagsordenen (f.eks. valg til bestyrelse), så begrænses gruppens stemmer til kun at gælde en aktionærs stemme. Interesseklausuler anvendes ofte til at undgå huller i stemmerets og ejerskabsbegrænsninger.

Denne artikel definerer et selskab, som: effektivt beskyttet imod overtagelse, hvis det opfylder et af følgende kriterier. Selskabet har :

1. Stemme- eller ejerskabsbegrænsninger eller en interesseklausul

2. En fond der har stemmemajoriteten i selskabet

3. A-aktierne udgør over 50 % af stemmerne i et selskab, givet at vedtægterne indeholder en bestemmelse om forkøbsret eller samtykkeklausul.

30 Selskaber opfylder kriterierne (29 %) og må derfor betegnes som effektivt beskyttet imod overtagelse. Hvis et selskab er effektivt beskyttet benævnes selskabet med en binær variabel, kaldet BESKYT, i modsat fald er værdien lig 0.

### Data og metode

Datasættet består af alle selskaber noteret på Københavns Fondsbørs i perioden 1995-99 med gennemsnitlige observationer. Banker, forsikringsselskaber og shipping selskaber er udeladt. For shippingselskaberne gælder det, at A.P. Møller selskaberne er udeladt. Dette skyldes, at regnskaberne ikke i tilstrækkelig grad giver et retvisende billede af selskabets økonomiske situation, pga. den ikke transparente ejerskabsstruktur. Banker er udeladt, da de mange små lokale banker i praksis ikke kan overtages, desuagtet at ikke alle anvender juridiske

overtagelsesværn. Desuden egner banker og forsikringssselskabers regnskaber, som artiklens hypoteser tager udgangspunkt i, sig ikke i sammenligningen med de andre selskaber i datasættet. Vedtægterne er blevet fysisk rekvireret hos de enkelte selskaber og ejerskabsstrukturen er fastlagt ved hjælp af forskellige offentlig tilgængelige opslagsværker (primært Greens). Årsregnskaberne er undersøgt bl.a. ved anvendelse af Account Datas samlig af årsregnskaber.

## Resultater

I det følgende vil resultaterne af tværnsnitsregressionerne blive vist, hvor venstre side af ligningerne består af hypotesernes finansielle nøgletal. Alle ligninger anvender White's (1980) heteroskedastiske robuste standardafvigelse. Kontrolvariablene LKGÆLD og GÆLDEK er henholdsvis langfristet/kortfristet gæld, og GÆLDEK er gæld/egenkapital.

Det ses af tabel 2, at den binære variabel BESKYT er positiv og signifikant forskellig fra 0 i alle ligningerne (signifikante værdier benævnes \*). Man kan derfor ikke afvise, at selskaber, som er effektivt beskyttede imod overtagelse, har en signifikant højere andel

af materielle anlægsaktiver i forhold til totale aktiver. Samtidig viser tabel 2 ikke overraskende, at de materielle anlægsaktiver finansieres med langfristet gæld, da kontrolvariablen LKGÆLD er signifikant forskellig fra 0.

Tabel 3 viser resultaterne, når nøgletallet er cash flow fra investeringer i forhold til totale aktiver, og her ses, at BESKYT ikke er signifikant forskellig fra 0, og dette gælder også de to kontrolvariable. På denne baggrund synes det noget tvivlsomt om beskyttede selskaber er mere langsigtede. Ved at anvende en estimationsmetode, som tager højde for den kausale sammenhæng mellem variablene, viser det sig imidlertid, at nøgletallet materielle anlægsaktiver/ totale aktiver ikke er signifikant forskellig fra 0<sup>4</sup>. Man må på den baggrund afvise, at beskyttede selskaber er mere langsigtede mht. ledelsens investeringer.

Tabel 4 viser resultaterne af sammenhængen mellem selskabers kapitalstruktur og anvendelsen af effektive værn imod overtagelse. Det ses, at variabelen BESKYT er negativ og signifikant forskellig fra 0. Beskyttede selskaber har derfor en signifikant lavere gældsandel. En nærliggende

Tabel 3. Nøgletallet *cash flow fra investeringer/totale aktiver* som *afhængig variabel*. 102 observationer baseret på gennemsnitstal i perioden 1995-99. Tallene i parentes er t-værdier

Forklarende variable:	1	2.	3.
KONSTANT	-0,653 (-2,495)	-0,646 (-2,470)	-0,461 (-3,712)
BESKYT	0.191 (1,654)	0.188 (1,611)	0.175 (1,567)
LKGÆLD	0,062 (0,877)	0.064 (0,910)	0,037 (0,671)
GÆLDEK	0,006 (0,142)		
Jus. R <sup>2</sup>	0.13	0.13	0.06

Tabel 4. Nøgletallet **gæld /egenkapital** som afhængig variabel. 102 observationer baseret på gennemsnitstal i perioden 1995-99. Tallene i parentes er t-værdier

Forklarende variable:	1.	2.	3.
KONSTANT	0.743 (1.735)	0.854 (2.404)	1.473 (7.354)
BESKYT	-0.659* (-2.074)	-0.590* (-2.694)	-0.433* (-2.544)
ANLÆGSAKTIVER	0.176 (0.309)		
ROA	-0.028 (-1.918)	-0.028 (-1.855)	
B/M EGENKAPITAL	-0.39 (-1.725)	-0.382 (-1.737)	
OMSÆTNING	0.095 (1.860)	0.097 (1.836)	
Jus. R <sup>2</sup>	0.25	0.21	0.08

forklaring "er", at ledelsen i sit valg af kapitalstruktur inddrager forholdet, om selskabet er beskyttet imod overtagelse eller ej.

Ledelsen kan derfor ved at optage gæld søge at opnå en vis beskyttelse imod ledelsesfjendtlige overtagelser sml. substitutionshypotesen. Resultaterne viser sig at være robuste, når man tager hensyn til den kausale struktur mellem variablene, dvs. udskiller hvilken variabel som er statistisk afhængig af de andre variable. De fleste kontrolvariable er tæt på at være signifikante på et 5 % signifikantsniveau. Samtidig er resultatet robust, hvis man inddrager en lang række andre kontrolvariable f.eks. ejerskab og modificerer variabelen BESKYT.

Tabel 5 viser, at beskyttede selskaber ikke har et signifikant højere free cash flow i forhold til totale aktiver. Samtidig er ingen af kontrolvariablene signifikante. Endvidere viser tabel 6, at selskaber, som er beskyttet, ikke investerer mere i værdipapirer end

beskyttede selskaber, da variable BESKYT ikke er signifikant forskellig fra 0. Ingen af kontrol variablene er signifikante.

Sammenfattende må siges, at selskaber, der ikke kan overtages, ikke synes at være mere langsigtede i deres investeringer, hvilket medfører, at de to første hypoteser ikke kan verificeres. Derimod viser det sig, at ubeskyttede selskaber har en signifikant højere gældsandel end beskyttede selskaber. En mulig forklaring er, at ledelsen kan tænkes at forsøge at beskytte selskabet imod overtagelse ved at optage mere gæld. Dog synes der ikke at være betydelige agentomkostninger forbundet med beskyttede selskaber, da man må afvise de to sidste hypoteser.

## Diskussion og afslutning

Artiklen har vist, at virksomheder, som ikke kan overtages, ikke synes at foretage mere langsigtede investeringer end selskaber, der



Table 5. Nøgletallet *cash flow fra driften minus investeringer og dividener* i.f.t. aktiver, som afhængig variabel. 102 observationer baseret på gennemsnitstal i perioden 1995-99. Tallene i parentes er t-værdier

Forklarende variable	1.	2.	3.
KONSTANT	0.015 (0.131)	0.054 (2.500)	0.047 (2.399)
BESKYT	0.011 (0.569)	0.005 (0.220)	0.003 (0.116)
GÆLDEK	0.008 (0.851)	0.006 (0.676)	
OMSÆTNING	-0.011 (-0.624)		
Jus. R <sup>2</sup>	0.10	0.07	0.03

i princippet kan overtages. Omvendt synes ubeskyttede selskaber ikke at være mere kortsigtede (short term oriented). Resultaterne viser også, at ledelsen i beskyttede selskaber ikke handler ubetinget opportunistisk ved at opbygge store midler af frit cash flow, som kan bruges på aktiviteter,

som giver ledelsen prestige, men et tvivlsomt afkast. På den baggrund synes det ikke berettiget at kritisere anvendelsen af forskellige overtagelsesværn, inklusiv anvendelsen af A- B aktier, da der synes at være andre mekanismer, der disciplinerer ledelsen til ikke at handle udelukkende ud

Table 6. Nøgletallet *investeringer i værdipapirer* i.f.t. *totale aktiver* som afhængig variabel. 102 observationer baseret på gennemsnitstal i perioden 1995-99. Tallene i parentes er t-værdier

Forklarende variable	1.	2.	3.
KONSTANT	-0.004 (-0.018)	-0.072 (-1.021)	-0.024 (-0.511)
BESKYT	-0.055 (-1.540)	-0.051 (-0.952)	-0.036 (-0.758)
GÆLDEK	0.037 (1.523)	0.035 (1.449)	
OMSÆTNING	-0.008 (-0.226)		
Jus. R <sup>2</sup>	0.11	0.10	0.04

fra egne interesser. Noget overraskende viser det sig, at ubeskyttede selskaber har en højere gældsandel, hvilket kunne tolkes som om, at ledelsen optager mere gæld end ellers for derved at beskytte selskabet. Resultaterne kan dog også gives en alternativ fortolkning, nemlig, at der er andre faktorer, som begrænser et marked for virksomhedskontrol i Danmark, f.eks. manglende likviditet, således at truslen om overtagelse i nogle tilfælde ikke er reel. Tilbudsreglerne ved majoritetsovertagelse kan også være

## Summary

*The debate on Corporate Governance has focussed on the efficiency of take-over defences, including A and B shares, in Denmark as well as in other European countries. Effective take-over defences eliminate the risk of hostile take-overs, which are important elements in the Anglo-American corporate governance system. To encourage the market for corporate control it has been argued that such defences should be limited or totally eliminated. Often, however, the recommendations are not supported by research. This article analyses how take-over*

med til at fordyre en overtagelse, da overtagesprisen kan vise sig at blive særdeles høj, hvilket i første omgang vil afstå potentielle opkøbere for at byde på en virksomhed. Spørgsmålet om man bør begrænse anvendelsen af forskellige overtagesværn, er langt fra så enkelt, som man i debatten kunne foranlediges til at tro, men sikkert er dog, at dette væsentlige aspekt fordrer anvendelse af erhvervsøkonomisk metode.

*defences in Danish listed companies impact management incentives. It is demonstrated that companies which are not effectively protected have a significantly higher debt ratio than companies which are effectively protected. A possible explanation is that a high debt ratio functions as a substitute for take-over defences. At the same time it is shown that protected companies have no more excess liquidity or are more long-term focussed in their investments than companies that are not protected.*

## Noter

1. Artiklen bygger på min Ph.D. afhandling, som blev forsvaret d. 28. juni 2002. En version af artiklen på engelsk findes på følgende adresse: [www.cbs.dk/departments/finance/publikationer/publikationerdk.shtml](http://www.cbs.dk/departments/finance/publikationer/publikationerdk.shtml).
2. I Common law lande bygger retskabelsen primært på domme, mens man i Europa søger at kodificere gældende ret via en detaljeret lovgivning.
3. For en udførlig diskussion af overtagesværn anvendt af danske selskaber jfr. Caspar Rose i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:2 s.187.
4. Der anvendes en estimationsmetode udviklet af James Heckman (1978), som er beskrevet i forfatterens Ph.D. afhandling jfr. section 7 samt appendiks heri.

## Litteratur

**DeAngelo** and Rice : "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economics 11, 1983.

**Heckman**, James : "Dummy Endogenous Variables in a Simultaneous Equation System", Econometrica, 46, No.6, 1978.

**Grossman**, Sanford and Oliver Hart : "One share-one vote and the Market for Corporate Control" Journal of Financial Economics 20:175-202, 1987.

**Grossman**, Sanford and Oliver Hart : "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation" Bell Journal of Economics 11:42-64, 1980.

**Jarrell**, Gregg and Annette Poulsen : "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980", Journal of Financial Economics 19:127-168, 1987.

- Jensen**, Michael C. and Ruback R.S. : " The Market for Corporate Control: The scientific Evidence" Journal of Financial Economics 11:5-50, 1983.
- Jensen**, Michael C. : "Agency Costs of the Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers" American Economic Review 76:323-329, 1986.
- Johnson**, Mark and Ramesh Rao : "The Impact of Antitakeover Amendments on Corporate Financial Performance", The Financial Review 32, 1997.
- Linn**, Scott and John J. McConnell : "An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices" Journal of Financial Economics 11: 361-399, 1983.
- Rose**, Caspar : "Danske børsnoterede selskabers værn mod overtagelse – i et corporate governance perspektiv", Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2001:2. 2001.
- Rose**, Caspar : "Essays on Corporate Governance and Finance – a Law and Economics Approach", Copenhagen Business School Ph.D. serie No. 13., 2002.
- Safieddine**, Assem and Sheridan Titman : "Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers", Journal of Finance LIV No.2, 1999.
- Schleifer**, Andrei and Robert W. Vishny : "Greenmail, white knights and shareholders interests" Rand Journal of Economics 17:293-309, 1986.
- White**, H. : "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct test for Heteroskedasticity", Econometrica, 48: 817-838, 1980.