

MATS BERGMAN

Minoritetsskydd i börsföretag – en kommentar

I sin artikel "Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?", *Ekonomisk Debatt* nr 2/1993, argumenterar Clas Bergström, Peter Högfeldt och Per Samuelsson för att det inte finns några bärande skäl för att lagstifta om minoritetsskydd. Det förefaller mig som om det finns ett par svaga punkter i det resonemang som leder dem fram till denna slutsats.

Författarna konstaterar inledningsvis att majoriteten av aktieägarna i ett börsföretag, i avsaknad av ett effektivt minoritetsskydd, till synes kan exploatera minoriteten. Emellertid tycks ett stort antal studier bekräfta att aktiemarknaden fungerar effektivt. Detta betyder att regler om minoritetsskydd i aktiebolagsordningen kommer att påverka kursställningen för aktierna. Ett aktiebolag med svagt minoritetsskydd kommer vid nyemission att tvingas reducera emissionskursen. De nya aktieägarnas förväntade avkastning, med hänsyn till förväntade förluster orsakade av att majoriteten kan exploatera minoriteten, kommer därför att vara oberoende av hur starkt minoritetsskyddet är. Bolagets ursprungliga aktieägare/majoriteten kommer att få betala för det svagare minoritetsskyddet genom att nytt kapital blir dyrare. Otivelaktigt

medför ett starkt minoritetsskydd kostnader, tex genom att bolagets handlingskraft minskas. De ursprungliga ägarna kommer därför att väga kostnaderna för ett starkt minoritetsskydd mot kostnaderna för ett svagt dito, och i eget intresse välja den nivå av minoritetsskydd som är optimal för just detta företag. De nya aktieägarna kommer inte bara att ta hänsyn till den gällande bolagsordningen; de kommer också att kalkylera med risken för exploatering genom ändringar i bolagsordningen.¹ Eftersom minoriteten, enligt resonemang, egentligen inte kan exploateras, och eftersom den optimala nivån på minoritetsskyddet kan antas vara olika för olika företag, så är det bättre att överlåta valet av skyddsnivå till marknaden. Detta uppnås genom att göra Aktiebolagslagen dispositiv, snarare än tvingande. Låt mig peka på två svagheter i detta resonemang.

För det första förefaller det inte vara helt klarlagt att aktiemarknaden faktiskt

¹ Det är oklart om författarna menar att minoritetsaktieägarna fullständigt tar hänsyn till möjligheten att majoriteten ändrar bolagsordningen. De skriver nämligen (s 137) att aktiekursen kommer att falla, om bolagsordningen ändras så att minoritetsskyddet minskas. Detta skulle bara ske om förändringen var oväntad. En möjlig tolkning som är förenlig med både påståendet att minoriteten i förväg tar hänsyn till möjligheten att ändra i bolagsordningen, och påståendet att aktiekursen kommer att falla när ändringen sker, är att det finns två sorters majoritetsaktieägare. Den ena sorten exploaterar minoriteten, den andra gör det inte, och minoritetsaktieägarna kan inte *ex ante* skilja de två sorterna åt.

Fil dr MATS BERGMAN är verksam vid Nationalekonomiska institutionen, Umeå universitet. Han har i sin forskning främst ägnat sig åt industriell organisation, med tillämpningar på skogssektorn.

kan värdera innebörden av aktiebolagsordningen korrekt. Och även om så skulle vara fallet, innebär inte detta att det är optimalt att låta bolagen välja minoritetsskydd (eller, i det allmänna fallet, bolagsordning) helt fritt. En större frihet i valet av minoritetsskyddets nivå innebär visserligen att bolagen kan välja den nivå som passar dem bäst. Detta leder till samhälls-ekonomiska intäkter. Å andra sidan kommer detta att tvinga placerarna att använda resurser för att analysera bolagsordningen och dennas betydelse för förväntad avkastning. Detta leder till samhälls-ekonomiska kostnader. Det är inte a priori klart att intäkterna är större än kostnaderna.

För det andra gör författarna det väl enkelt för sig när de hävdar att inga problem kommer att uppstå genom att bolagsordningen kan ändras. Om minoriteten (t ex aktieägare som tillkommer vid en emission) av någon anledning inte kalkylerar med förändringar i bolagsordningen, så kommer en sådan förändring som en överraskning, och vi får faktiskt en exploatering av minoriteten. Om minoriteten däremot gör en sådan kalkyl, så måste aktiepriset vid en emission sättas med hänsyn till risken för framtida exploatering, både inom ramen för den existerande bolagsordningen och genom ändringar av densamma. Eftersom vi tror att aktiemarknaden fungerar tämligen effektivt, så är det rimligt att anta att sådana kalkyler kommer till stånd. Så länge det är möjligt för majoriteten att ändra bolagsordningen i riktning mot sämre minoritetsskydd, så kommer därför aktierna att prissättas med hänsyn till risken för detta. Friheten att ändra i bolagsordningen kommer alltså att höja priset för eget kapital – ett resultat helt i linje med de som återfinns i litteraturen om tidsinkonsistens. Detta problem kan lösas genom att förhindra ändringar i bolagsordningen, eller lindras genom att inskränka möjligheten till sådana ändringar. Å andra sidan, som författarna påpekar,

medför det kostnader att inte kunna anpassa bolagsordningen till ändrade förhållanden.

Sett ur detta perspektiv förefaller den bästa lösningen vara att lagstiftningsvägen skydda minoriteten. Ett emitterande bolag som möter rationella placerare kommer då att kunna anskaffa kapital billigare, än om minoritetsskyddet är helt dispositivt. Om placerarna inte är rationella, eller om de av någon annan anledning inte tar hänsyn till att bolagsordningen kan ändras, så talar ändå rättviseskäl för att de bör skyddas. Samtidigt lämnas bolaget frihet att, inom lagens ramar, anpassa sig till ändrade förhållanden genom att ändra bolagsordningen. Slutligen kan ett lagstiftat minoritetsskydd sänka informationskostnaderna på aktiemarknaden.

Referens

Bergström, C, Högfeldt, P & Samuelsson, P, [1993], "Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 2, s 133–145.