

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2006



Utredning i fordypningsområde: finansiering og finansiell økonomi

Veileder: Førsteamanuensis Tore Leite

KONGLOMERATRABATTEN – MYTE ELLER REALITET?

**Forklaring av verdieffekter ved urelatert diversifisering gjennom bruk og
sammenfatning av tidligere studier**

Av

Elin Tveito

Anders Lunde Angen

Denne utredningen er gjennomført som ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å forklare verdieffektene av urelatert diversifisering gjennom bruk og sammenfatning av tidligere studier.

I første del beskriver og systematiserer vi selskapsfaktorer, som spesielt innvirker på verdien av et konglomerat, i ulike perspektiver.

Andre del fokuserer på vanlige målemetoder for å estimere en eventuell konglomeratrabatt, og hva empirisk forskning sier om rabatten. Tverrsnittanalyser viser en signifikant konglomeratrabatt i størrelsesorden 3-19 %. Videre kritiseres svakheter ved målemetodene, som at benyttede data ofte er for unøyaktige og at fundamentale selskapsforhold ikke tas hensyn til. Rabatten er reell i mange tilfeller, men skyldes ofte andre forhold enn diversifiseringen i seg selv.

I siste del av utredningen sammenfatter og analyserer vi tidligere gjennomgått teori. Den største, og mest sannsynlige, verdidriveren og verdiforringeren i et konglomerat identifiseres til henholdsvis ressursbasert diversifisering og agentproblemer. Vi finner også at selskapers optimale diversifiseringsnivå varierer stort, og bestemmes av karakteristikkene ved selskapet og dets omgivelser.

Forord

Denne utredningen gir en oversikt over studier og litteratur som omhandler forholdet mellom selskapsdiversifisering og aksjonærverdier. Hovedformålet med en slik utredning er ikke å bidra med ny empirisk forskning, men å sammenfatte, systematisere og diskutere litteratur som allerede foreligger. Diversifisering på selskapsnivå og innvirkning på eierverdier er et mye omtalt og bredt tema, som forgrener seg over i både ledelses-, finans-, økonomistyrings- og organisasjonslitteratur. En styrke ved vår utredningen er at den bidrar med oversikt over et komplekst tema. Vi har imidlertid ikke hatt muligheten til å gå detaljert inn på alle forhold innen fagområdene siden dette blir for bredt for en siviløkonomutredning.

Da vi først valgte konglomeratrabatter som tema for vår utredning hadde vi tro på, og en ambisjon om, at forskning og tidligere studier skulle kunne gi oss en klarere konklusjon på om konglomeratet er en verdiødeleggende selskapsstruktur eller ikke. Vi skjønte imidlertid etter grundigere studie og gjennomgang av tilgjengelig litteratur at dette spørsmålet ikke har noe klart entydig svar, definert av teoretisk og empirisk konsensus. Det faktum at det eksisterer så mange forskjellige forhold som påvirker verdieffekten av urelatert diversifisering, samt flere analysemetoder av dette forholdet, illustrerte at det var et behov for å systematisere og analysere emnet.

I utredningen sammenlikner vi studier utført på forskjellige tidspunkt, av forskjellige forskere med forskjellige utvalg, metoder og undersøkelsesforutsetninger. Vi har forsøkt å kaste lys på de forskjellige vi mener er mest relevant for resultatene. Det er mulig at en mer detaljrik beskrivelse av samtlige studier kunne bidratt til større forståelse av emnet for leseren. Et slikt detaljnivå var ikke forenlig med vårt ønske om å lage en lettfattelig og ryddig oversikt, så vi har bevisst valgt mindre tekniske forklaringer. Vi antar at spesielt interesserte lesere vil ha større nytte av selv å lese og tolke de artiklene og undersøkelsene som denne utredningen er basert på.

Vi ønsket i utgangspunktet også å foreta en empirisk analyse av det norske aksjemarkedets syn på konglomerater, men manglende data og observasjoner i det norske markedet gjorde dette vanskelig å gjennomføre i praksis. Som et resultat har vi flettet inn noen norske

eksempler. Dette er kun enkeltobservasjoner, og vi kan derfor ikke konkludere med at disse er representative for hele det norske markedet.

Vi ønsker å avslutte med å takke alle som har bidratt med informasjon, innspill og tilbakemeldinger til denne utledningen, og da spesielt vår veileder, førsteamanuensis Tore Leite.

Bergen, 26 mai, 2006.

Elin Tveito og Anders Lunde Angen.

Innholdsfortegnelse

1	<u>INNLEDNING</u>	6
2	<u>FORMÅL OG PROBLEMFORMULERING</u>	10
3	<u>LEDELSESPERSPEKTIVET</u>	12
3.1	PRINSIPAL-AGENT PROBLEMET	12
3.2	PERSONLIGE FORDELER FOR LEDELSEN	13
3.3	SIKRE EGEN STILLING	13
3.4	REDUSERE RISIKO I EGEN PORTEFØLJE	14
3.5	OPPSUMMERING LEDELSESPERSPEKTIVET	15
4	<u>DET FINANSIELLE PERSPEKTIVET</u>	16
4.1	REPLISERING AV AKSJEPORTEFØLJEN	16
4.2	GJELDSKAPASITET OG SKATTEBESKYTTELSE	17
4.3	SKATTEFORDEL VED TAPSAVSETNINGER	19
4.4	FORUTSETNING FOR VERDSETTING	20
4.5	OPPSUMMERING DET FINANSIELLE PERSPEKTIVET	21
5	<u>DET RESSURSBASERTE PERSPEKTIVET</u>	22
5.1	RESSURSBASERT DIVERSIFISERING	22
5.1.1	VERDIØKENDE FORHOLD	22
5.1.2	VERDIREDUSERENDE FORHOLD	23
5.1.3	OPPSUMMERING RESSURSBASERT DIVERSIFISERING	24
5.2	OPTIMAL UTNYTTELSE AV RESSURSER	24
5.2.1	RESSURSENE SPESIFIKKHET	25
5.2.2	ALTERNATIVKOSTNAD VED ALLOKERING AV RESSURSER	26
5.2.3	OPPSUMMERING OPTIMAL UTNYTTELSE AV RESSURSER	26
5.3	OPPSUMMERING RESSURSBASERT TEORI	27
6	<u>DET ØKONOMISKE PERSPEKTIVET</u>	28
6.1	MARKEDSMAKT	28
6.1.1	ROVDYRPRISING OG KRYSS-SUBSIDIERING	28
6.1.2	GJENSIDIG OVERBÆRENHET	29
6.1.3	INNBYRDES HANDEL	31
6.1.4	OPPSUMMERING MARKEDSMAKT	32
6.2	DET INTERNE KAPITALMARKEDET	32
6.2.1	VERDIØKENDE FORHOLD	32
6.2.2	VERDIREDUSERENDE FORHOLD	36
6.2.3	OPPSUMMERING DET INTERNE KAPITALMARKEDET	40
7	<u>OPPSUMMERING PERSPEKTIVENE</u>	42

8	<u>MÅLING AV KONGLOMERATRABATTER</u>	44
8.1	KLASSIFISERING AV GRAD AV DIVERSIFISERING	44
8.2	METODER FOR BEREGNING OG EMPIRISKE STUDIER AV KONGLOMERATRABATTEN	44
8.2.1	EFFEKT AV OPPKJØP AV NY VIRKSOMHETSGREN	45
8.2.2	BREAK-UP VERDI	49
8.2.3	EFFEKT AV SALG ELLER FISJON AV VIRKSOMHETSOMRÅDE	52
8.2.4	OPPSUMMERING MÅLEMETODER	56
9	<u>MÅLEFEIL</u>	58
9.1	FEILSLUTNINGER OM DIVERSIFISERINGENS ENDOGENITET	58
9.1.1	PRESTASJONS- OG AGENTPROBLEMER FØR OPPKJØP	58
9.1.2	MATCHING AV RESSURSER	60
9.1.3	OPPSUMMERING FEILSLUTNINGER OM DIVERSIFISERINGENS ENDOGENITET	60
9.2	MANGELFULLE DATA	61
9.2.1	UTILSTREKKELIG RAPPORTERING AV SEGMENTER	61
9.2.2	UKLAR DEFINISJON PÅ BRANSJESEGMENT	61
9.2.3	TOBINS Q BEREGNET MED UNØYAKTIGE DATA	62
9.2.4	UNDERSØKELSE AV KONGLOMERATRABATTEN UTEN BRUK AV COMPUSTAT	62
9.2.5	OPPSUMMERING MANGELFULLE DATA	63
9.3	BRUK AV TOBINS Q	63
9.4	OPPSUMMERING MÅLEFEIL	64
10	<u>ANALYSE</u>	65
10.1	FORSKNINGENS MODENHET	65
10.2	MARKEDSFORHOLD	66
10.3	VERDIEFFEKTER AV DIVERSIFISERING	68
10.3.1	VERDIEFFEKTENS STØRRELSE OG APPROPRIERBARHET	68
10.3.2	SAMSPILL MELLOM FAKTORER	71
10.4	VEIEN MOT MODENHET INNEN FORSKNINGSOMRÅDET	73
11	<u>KONKLUSJON</u>	75
12	<u>KILDER</u>	77

1 Innledning

Konglomerater oppstår når i utgangspunktet fokuserte selskaper velger å diversifisere virksomheten inn i nye urelaterte forretningsområder. Et konglomerat kan defineres som et stort privatkontrollert selskap med aktiviteter innen mange urelaterte bransjer og markeder (Brealey og Myers, 2003). Med urelatert menes her industrier der det i liten grad er noen naturlig overlappning av virksomhetsområder. Det mest kjente og typiske eksempelet på et konglomerat i Norge i dag er Orkla. Orkla har divisjoner som driver med alt fra media og kjemi til merkevarer. Andre kjente norske konglomerater er Hafslund, med virksomheter innen energi, sikkerhetstjenester og bredbånd, og Hydro (spesielt før utskillelsen av Yara), som driver både med aluminiumsproduksjon og oljevirksomhet. I tillegg opererer en rekke internasjonale konglomerater i Norge, blant annet skoleeksempelet General Electric. General Electric, rangert som verdens nest største selskap av Forbes Global 2000, har operert som et konglomerat siden før begrepet konglomerat ble definert, og driver i dag med virksomheter innen alt fra farmasi til luftfartstjenester. Andre kjente multinasjonale konglomerater er Unilever, Virgin Group og Mitsubishi.

Både i corporate finance litteratur og i media har verdsettelsen av konglomeratet fått mye oppmerksomhet. Den klassiske oppfatningen er at konglomeratstrukturen virker ødeleggende for aksjonærverdier, og at konglomeratet således verdsettes med en rabatt. Amerikanske studier konkluderer med at konglomeratrabatten i snitt er fra 3 til 19 % (for eksempel Berger og Ofek, 1995). Derimot hevder nyere studier (for eksempel Villalonga, 2004) at diversifiserte selskaper er verdsatt med en statistisk signifikant premie relativt til spesialiserte selskaper i samme bransje. Dessuten har en som nevnt suksesseksempler som General Electric som motbeviser at konglomerater alltid verdsettes med rabatt. Forskningen som tar for seg forholdet mellom diversifisering og aksjonærverdier har også konkludert med at konglomeratrabatten har endret seg over tid (Matsusaka, 1993), men også her er det mye inkonsistens i resultatene.

Selve begrepet konglomerat ble først allment kjent på starten av 1960-tallet da den første av to mye litteraturomtalte overtakelsesbølger fant sted i USA. Den første overtakelsesbølgen i USA på 60-tallet har blitt karakterisert som ”bølgen av urelaterte oppkjøp”, mens den andre

bølgen fra midten til slutten av 80-tallet har blitt karakterisert som ”veien tilbake til selskapsfokus” (Bhagat et al, 1990).

Den typiske amerikanske transaksjonen på 60-tallet var ett vennlig oppkjøp, normalt i form av aksjer, der et større foretak overtok et mindre selskap som opererte utenfor oppkjøpers tidligere hovedvirksomhet(er) (Schleifer og Vishny, 1991). At oppkjøpene i hovedsak var urelaterte viser Rumelt (1982) ved at andelen fokuserte selskaper i Fortune 500 falt fra 42 % i 1949 til 14 % i 1974, og at andelen konglomerater økte fra 4 % til 21 %.

I all hovedsak ble den urelaterte diversifiseringen motivert av den svært strenge amerikanske konkurranselovgevingen på 60- og 70-tallet, der ethvert forsøk på oppkjøp innen samme bransje blankt ble avvist (Schleifer og Vishny, 1991; Kaplan og Weisbach, 1992). Stilt ovenfor dette rammeverket måtte en oppkjøpsvillig ledelse i praksis velge å diversifisere, eller foreta en kostbar, og oftest fånyttet, utfordring av konkurranselovgevingen.

Overtakelsesbølgen på 80-tallet har blitt kjent som ”veien tilbake til selskapsfokus” og blir sett på som en reversering av bølgen på 60-tallet. Grunnen til dette er at et betydelig antall av forretningsenhetene som ble kjøpt opp på 60- og 70-tallet senere ble fisjonert ut eller solgt (Ravenscraft og Scherer, 1987; Kaplan og Weisbach, 1992). Det var også mer sannsynlig at oppkjøp ble fulgt av fisjon/salg når den oppkjøpte bedriften ikke var i industrier som var nært relatert til oppkjøperens (Kaplan og Weisbach, 1992). Dette kan igjen relateres til lettelser i konkurranselovgevingen på 80-tallet (Schleifer og Vishny, 1991). Til tross for dette fortsetter amerikanske selskaper å være diversifiserte. I 1992 opererte 44 % av Fortune 500 selskapene i mer enn 10 industrier (Montgomery, 1994).

I Europa spiller konglomerater og urelatert diversifisering en større rolle enn i USA. Rondi et al. (1996) undersøkte diversifiseringsratioen, definert som andel av produksjonen utenfor selskapets kjerneindustri, og fant at urelaterte industrier i snitt utgjorde 17 % av produksjonen i hans utvalg bestående av 9 land, inkludert USA og Canada. I USA og Canada var den urelaterte diversifiseringsratioen 15 %, sammenliknet med 21 % for Storbritannia, 15 % for Italia, 17 % for Frankrike og 18 % for Tyskland. Som vi ser varierer grad av diversifisering, og dermed konglomeratets bredde og rolle i økonomien internt i Europa.

[Grant \(2002\)](#) undersøkte utstrekningen av relatert og urelatert diversifisering over tid, fra 1950 til 1993, for de tre største europeiske økonomiene. I Frankrike har de fokuserte selskapene hatt en jevn nedgang fra 45 % andel i 1950 til 20 % i 1993. Det motsatte har vært tilfelle for konglomeratene, som har økt sin andel fra 5 % til 14 %. Tyskland har opplevd samme trend med en nedgang fra 37 % til 13 % for fokuserte selskap og en økning fra 9 % til 31 % for konglomerater. I Storbritannia var fokusertes selskaps andel 5 % i 1993 mot 24 % i 1950. På samme måte økte konglomeratenes andel av utvalget fra 6 % i 1970 (første måleår) til 24 % i 1993. Som vi kan se har trenden i disse europeiske landene vært mot en større grad av urelatert diversifisering i næringslivet, i motsetning til det mange hevder har skjedd i USA.

Asia er det kontinentet fremfor noen der konglomeratene tradisjonelt har stått sterkest, kjent som Keiretsu¹, Chaebol² og Qiyejituan³ i henholdsvis Japan, Sør Korea og Kina ([Okamura, 2005](#)). Til forskjell fra vestlige land er konglomeratene ofte familieeide foretak som driver en jungel av urelaterte virksomheter. Eksempler på dette er koreanske LG, malaysiske Lion group og indiske Tatu Group (nå nylig børsnotert).

Det er mange som hevder at keiretsuene var en av de viktigste bidragsyterne til det ”økonomiske mirakelet” i Japan i etterkrigstiden. Keiretsuene spiller fortsatt en stor rolle, og de seks største kontrollerer store deler av dagens japanske næringsliv, deriblant kjente internasjonale foretak som Toyota, Fuji, Canon, Toshiba, Mazda, Nissan og Fujitsu. De ni største handelsselskapene⁴ til keiretsuene stod i følge Japan Fair Trade Commission for til sammen 44,7 % av den totale japanske handelen (import og eksport) i 1993 ([Manifold, 1997](#)), og keiretsuene spiller således fortsatt en signifikant rolle. Det er enkelte som hevder at de tette relasjonene i keiretsuene står for fall; for eksempel har Mazda redusert komponentene levert av affilierte selskaper fra 36 til 24 %. På den annen side opprettholder suksesselskapet Toyota sin andel av 72 % levert av affilierte selskap, og en kan sann sett ikke hente noen entydig støtte til denne hypotesen ([Hill og Mollet, 2005](#)).

¹ En keiretsu er bygd opp rundt en bank som både låner ut og har store eierinteresser i medlemsbedriftene i keiretsuen. Banken fungerer som en overvåkningsenhet, men også en garantist i tilfelle finansielle vanskeligheter.

² En samling formelt uavhengige selskap under felles administrativ og finansiell kontroll av en familie.

³ Medlemsselskapene er ulike rettslige enheter, men bundet sammen ved hjelp av krysseierskap, delte mål og likheter i organisasjonskultur.

⁴ Selskaper som selger varer og tjenester internt mellom selskapene i keiretsuen, og fra keiretsuen til det eksterne markedet

Som vi ser varierer graden av urelatert diversifisering og konglomeratenes andel av det totale næringslivet mye mellom land. Denne variasjonen kan begrunnes både i kulturelle og økonomiske forhold. I mange kulturer, spesielt i Asia, er omdømme, langsiktighet og personlige relasjoner alfa omega når en skal gjøre forretninger. Slike forhold blir muligens best utnyttet gjennom nettverksbygging og diversifisering. I mer vestlige kulturer er kapitalmarkedene sterkere, personlige relasjoner mindre viktige og det er mer fokus på kortsiktighet og individualitet – noe som gir færre motiver for diversifisering. Disse kulturforskjellene bekreftes ved landenes ulike score på Geert Hofstedes⁵ 5 dimensjoner.

I det neste kapitlet vil vi gå inn på formålet med utredningen og formulere problemstillingen. Vi vil også forklare vår motivasjon bak valget av tema.

⁵ Geert Hofstedes 5 dimensjoner analyserer hvordan arbeidslivets verdier blir påvirket av kulturelle forhold i 74 land. Denne analysen danner grunnlaget for Geert Hofstede 0 til 100 index over fem kulturelle dimensjoner ([Geert Hofstede, 02.05.06](#))

2 Formål og problemformulering

Vi ønsker i denne utredningen, med bakgrunn i litteratur og studier, å gi en oversikt over hvordan ulike selskapsfaktorer og forhold kan bidra til å skape eller redusere aksjonærverdier ved urelatert diversifisering. Dette kan uttrykkes i problemformuleringen ”*forklaring av verdieffekter av urelatert diversifisering gjennom bruk og sammenfatning av tidligere studier*”. Med verdieffekter mener vi effekter på aksjonærverdier i selskaper.

Det er flere årsaker til at vi har valgt dette fokuset og denne problemstillingen. For det første spiller konglomeratet en betydelig rolle i forretningsverden. Vi synes følgelig det er interessant å kaste lys på *om dette er en optimal selskapsstruktur* og se nærmere på hvilke faktorer som kan motivere til urelatert diversifisering og konglomeratbygging. For det andre er diversifisering et sentralt tema innen corporate finance teori, og det fremstår for oss som interessant hvordan den betydelige mengden litteratur om diversifisering og refokusering ikke har kunnet enes om en konsekvent konklusjon vedrørende diversifiseringens verdiødeleggende eller - skapende effekt. I tillegg vekkes vår interesse av å se hvordan aksjemarkedets syn på konglomeratet ser ut til å ha forandret seg over tid. Dette inspirerte oss til å ville kartlegge studier omhandlende verdieffekten av diversifisering for å grave dypere i hvorfor empirien gir til tider svært motstridende resultater for forskjellige tidsepoker.

Formålet med denne oppgaven er å komme med en leservennlig sammenfatning og analyse av litteratur som omhandler urelatert diversifisering og konglomeratrabatter, der vi trekker fram de viktigste forholdene som påvirker selskapsverdi og empiriske resultater av konglomeratets effekt på aksjonærverdier. Ut fra dette håper vi så å svare på om den mye omtalte konglomeratrabatten er *en myte eller en realitet*.

Vi vil i de fire neste kapitlene gå nærmere inn på forskjellige selskapsfaktorer og forhold som innvirker på konglomeratets evne til å øke eller redusere verdier i forhold til mer fokuserte foretak. Disse faktorene har vi valgt å dele inn i 4 perspektiver: ledelses-, det finansielle -, det ressursbaserte - og det økonomiske perspektivet. Først vil vi diskutere verdidrivere og verdiødeleggende forhold relatert til ledelsen (kapittel 3). Vi vil så beskrive hvilke faktorer knyttet til rene finansielle forhold som kan skape eller redusere verdier i et konglomerat i det finansielle perspektivet (kapittel 4). Det ressursbaserte perspektivet tar for seg verdifaktorer

vedrørende utnyttelse av konglomeratets ressurser og kapabiliteter (kapittel 5). Til slutt vil vi se på verdifaktorer som er knyttet til posisjonering og kapitalallokering innad i konglomerater i det økonomiske perspektivet (kapittel 6). I kapittel 7 blir disse perspektivene oppsummert i en tabell.

Etter gjennomgangen av perspektivene vil vi se nærmere på hvilke metoder en har for å verdsette konglomerater sammenliknet med mer fokuserte selskap – med andre ord beregningsmetoder for å identifisere en eventuell konglomeratrabatt (kapittel 8). Vi vil i samme kapittel også trekke frem resultatene til en rekke empiriske studier som har anvendt de ulike metodene.

I det niende kapitlet går vi nærmere inn på målefeil og svakheter ved tidligere empiriske studier omhandlende konglomeratverdsetting.

I analysekapittel 10 vil vi analysere og drøfte problemstillingen i lys av funnene fra de tidligere kapitlene. Vi vil også komme med vår formening om konglomeratet er en optimal selskapsstruktur.

Kapittel 11 vil konkludere og sammenfatte oppgaven.

3 Ledelsesperspektivet

En kan med bakgrunn i forhold vedrørende ledelsen forsøke å forklare verdsettelsen av et konglomerat. Disse forholdene kan deles inn i motiver for diversifisering, som vil bli gjennomgått etter en liten innføring i hva som driver ledelsens beslutninger.

3.1 Prinsipal-agent problemet

I en perfekt verden ville ledelsen alltid handlet i overensstemmelse med eiernes interesser, og enhver beslutning ville vært basert kun på hva som er det bedriftsøkonomisk optimale. Dette er derimot ikke alltid tilfelle i den virkelige verden. Prinsipal-agent teori tar for seg forholdet mellom agenten (ledelsen) og prinsipalen (eierne) i et selskap. I følge [Jensen og Meckling \(1976\)](#) oppstår agentproblemer når agenten kun eier en liten del av aksjekapitalen. Dette gir ledelsen incentiver til å arbeide mindre og/eller skaffe seg flere frynsegoder enn om de også hadde eid selskapet, siden størstedelen av kostnadene betales av eierne.

Ufullstendig og asymmetrisk informasjon mellom agenten og prinsipalen gjør det mulig for ledelsen å handle ut fra egeninteresse. Agentproblemet blir da et spørsmål om hvordan ledelsen best mulig kan motiveres til å handle i overensstemmelse med eiernes profittmaksimerende interesser. For å minimere agentproblemet kreves det gode systemer og rutiner for overvåkning av agentens handlinger, og en kompensasjonspakke som så effektivt som mulig gjør agentens incentiver sammenfallende med prinsipalens. Kostnader knyttet til overvåkning av ledelsens atferd og utforming av en optimalisert kompensasjonskontrakt er kjent som agentkostnader.

Som følge av konglomeratets størrelse og struktur er det knyttet større kostnader for prinsipalen til overvåkning enn i mer fokuserte selskaper. Dette skyldes at konglomerater i de aller fleste tilfeller er mindre gjennomsluktige enn sine fokuserte motparter og følgelig er problemer knyttet til informasjonsasymmetri større, noe som lettere muliggjør ledelsens forfølgning av egne interesser. Oppsummert kan en si at agentproblemene trolig er større i konglomerater på grunn av utfordringene knyttet til å utvikle gode corporate governance mekanismer – både internt i og eksternt for konglomerater.

3.2 Personlige fordeler for ledelsen

Det første ledelsesmotivet for hvorfor selskaper diversifiserer, og dermed blir konglomerater, kan begrunnes i ledelsens ønske om økt økonomisk kompensasjon, makt, status og prestisje (Jensen and Murphy, 1990). Dersom ledelsens kompensasjon øker når selskapet vokser, har ledelsen et incentiv til å foreta oppkjøp og begi seg ut på empirebygging. Murphy identifiserte i sitt 1985-studium en positiv korrelasjon mellom vekst i selskapsomsetning og ledelseskompensasjon.

Også her hjemme kan vi observere en klar sammenheng mellom økonomisk kompensasjon og selskapets størrelse. Toppsjefene i børslokomotivene Statoil, Hydro, Yara, Storebrand og DnB NOR tjente i snitt 8,9 millioner kroner i 2004 (Aftenposten, 25.09.05), noe som er langt mer enn de 726 000⁶ kronene som en gjennomsnittlig leder tjente i 2005.

På samme måte som ledelsen i større selskaper avlønnes bedre enn i sammenlignbare mindre selskaper, er det også forbundet mer makt og prestisje med å lede ett større foretak. I 2002 ble Sir John Browne, toppsjefen i BP Amoco, kåret til den mektigste næringslivslederen i verden (CFO Magazine, 10.06.02). En av hovedgrunnene for topprangeringen lå i BPs økte størrelse som en følge av fusjonen med konkurrenten Amoco og oppkjøpene av Arco og Castrol årene forut for kåringen. Ledere som Sir John Browne rår over inntekter og verdier som langt overgår bruttonasjonalproduktet og statsformuen til mange utviklingsland.

Følgelig kan både relatert og urelatert diversifisering motiveres av ledelsens ønsker om mer makt og prestisje, enten det skjer lokalt, regionalt, nasjonalt eller globalt, på bekostning av det bedriftsøkonomisk optimale.

3.3 Sikre egen stilling

Et annet motiv for diversifisering er ledelsens ønske om å sikre egne stillinger og egen verdi for selskapet. Ledere i næringslivet investerer i egne ferdigheter når de jobber i et foretak. Desto lengre vedkommende har vært ansatt i organisasjonen, desto mer firmaspesifikk

⁶ Gjennomsnittlig lønn for ledere i aksjeselskaper med mer enn 25 ansatte (SSB, 17.03.06)

kunnskap har han/hun opparbeidet. Disse ferdighetene kan være mindre verdt utenfor enn innenfor selskapet, og ledelsen har således et incentiv til å sikre egne posisjoner ved å øke etterspørselen etter egne ferdigheter. Dette skjer i følge [Schleifer og Vishny \(1990\)](#) ved investeringer som krever lederens spesielle kompetanse, i et omfang utover det bedriftsøkonomisk optimale. Slike investeringer kommer ofte i form av konglomerat investeringer.

I natur er lederspesifikke investeringer innrettet slik at verdien av disse vil være større under nåværende leder sammenlignet med verdien under en alternativ leder. Det vil derfor bli en kostbar affære dersom prinsipalen allikevel skulle ønske å skifte ut respektive leder, og således trygger ledelsen egne posisjoner.

En kan konkludere med at diversifisering drevet av ledernes ønske om trygge egne posisjoner er et verdireducerende forhold i konglomerater.

3.4 Redusere risiko i egen portefølje

En tredje motivasjon for ledere til å begi seg ut på en diversifiseringsstrategi og konglomeratbygging, er et ønske om å redusere risikoen i egen investeringsportefølje ([Amihud og Lev, 1981](#)). Til forskjell fra aksjonærene, holder ledelsen en udiversifisert portefølje der størstedelen av verdiene er konsentrert hos arbeidsgiveren. I tillegg til sin humankapital er også mye av ledernes finansiell aktiva bundet opp i eget selskap i form av aksjer, aksjeopsjoner og ESOPs⁷.

Denne skjeve fordelingen i egen portefølje øker ledernes risiko forbundet med svingninger i selskapets inntjening og konkurrisiko. En kan da oppleve at incentiver som i hovedsak var ment til å sammenstille agentens og prinsipalens interesser virker mot sin hensikt; dersom agenten er forhindret i å rebalansere egen portefølje. Ledelsen vil da ha incentiver til å foreta diversifisering av selskapets operasjonelle aktiviteter for å utjevne svingninger i foretakets prestasjoner. Dette vil igjen redusere egen risikoeksponering, og dermed begrense virkningen av tvungen porteføljesammensetning. Effekter på risikoeksponeringen ved urelatert

⁷ Employee Stock Ownership Plans. En stiftelse opprettet av selskapet med formål å fordele en viss mengde av egne aksjer til sine ansatte over tid. En ESOP er ment som en incentivordning og brukt av skattemessige årsaker.

diversifisering i et konglomerat vil bli gått nærmere igjennom i kapittel 4 som omhandler det finansielle perspektivet.

En ser her at incentiver som i utgangspunkt var ment for å motivere ledelsen til å handle i overensstemmelse med eierens interesser kan medføre forringelse av aksjonærens verdi, begrunnet i at agenten fortar verdireducerende diversifisering utav egeninteresse.

3.5 Oppsummering ledelsesperspektivet

Med bakgrunn i gjennomgangen av ledelsesmotivene kan en konkludere med at diversifisering som skjer, eller har skjedd, som følge av forhold vedrørende ledelsens personlige motiver, ødelegger verdier for eierne. Dette er i all hovedsak knyttet til prinsippal-agent problemet og vanskeligheter med å overvåke agentens handlinger, som igjen resulterer i at agenten handler ut i fra egne interesser som (trolig) avviker fra prinsippalens.

4 Det finansielle perspektivet

En kan også fra et finansielt perspektiv identifisere verdidrivere og forringere i et konglomerat. Med finansielle forhold mener vi her forhold relatert til porteføljesammensetning, gjeldskapasitet, skatt og analytikernes verdsettelsesestimater for konglomerater.

4.1 Replisering av aksjeporteføljen

Diversifisering på selskapsnivå kan fungere som en substitutt for porteføljediiversifisering på investors hånd. Som et eksempel kan en investor istedenfor å kjøpe aksjer i 10 selskaper som opererer i 10 ulike bransjer velge å kjøpe aksjer i et konglomerat som opererer i de samme 10 bransjene.

Vi ser da at konglomeratet repliserer aksjeporteføljen – noe som i seg selv ikke skaper verdi sett ut fra et finansielt perspektiv. I det økonomiske og ressursbaserte perspektivet vil vi se at konglomeratet kan skape verdier ved å oppnå økt markedsrett, mer effektiv kapitalallokering og overføring av ressurser og organisatoriske kapabiliteter til nye bransjer. Denne økte verdien må overstige kostnadene forbundet med dannelsen av konglomeratet for å skape aksjonærverdier. Med andre ord er ikke hovedtanken bak konglomeratbygging å replisere en aksjeportefølge; det er en mekanisme for å utnytte synerger og markedsposisjonen til selskapene som inngår i konglomeratet for å skape merverdier for aksjonærene ([Sudarsanam, 2003](#)).

For at det finansielle perspektivet på konglomeratet som et surrogat for aksjeporteføljen skal kunne skape verdier må det å investere i enkelt-selskapene være dyrere enn kostnaden ved å bygge konglomeratet. I noen sammenhenger kan dette være tilfelle. En kan tenke seg selskaper som ikke er børsnotert og således har aksjer som er vanskelig tilgjengelig. Dette kan ofte være tilfelle for selskaper som opererer i land der aksjemarkedet er lite utviklet eller i land der utenlandske investorer nektes å investere. I slike sammenhenger kan konglomeratet være et middel for å få diversifisert inn i disse selskapene og landene – med de vekst- og risikospredningsmuligheter det innebærer.

Realiteten i velutviklede kapitalmarkeder er dog at transaksjonskostnadene er neglisjerbare sammenlignet med kostnadene forbundet med å skape et veldiversifisert konglomerat. Teknologisk utvikling og globalisering har medført at investorer kan handle både noterte og unoterte aksjer til en transaksjonskostnad på kun promiller av investert beløp. Følgelig blir diversifisering på selskapsnivå gjennom konglomeratbygging en svært dyr måte å replisere investorens aksjeportefølje, og vil ventelig redusere porteføljens verdi sammenlignet med en portefølje bestående av enkeltstående selskap innen samme bransjer.

4.2 Gjeldskapasitet og skattebeskyttelse

Fra finansiell teori vet en at en kan redusere risiko ved å spre sine investeringer eller, sagt på en mer presis måte, ved å diversifisere. På samme måte kan et selskap velge å diversifisere egne aktiviteter og således redusere selskapsrisiko ved å utjevne svingninger i sin totale kontantstrøm. Dette er basert på forsikringseffekten som fremkommer ved kombinasjon av selskaper med kontantstrømmer som er mindre enn perfekt korrelerte (Lewellen, 1971). Lewellen argumenterer for at reduksjonen i variansen til den fremtidige kontantstrømmen, grunnet diversifisering på bedriftsnivå, muliggjør økt gjeldskapasitet.

Fra Miller & Modigliani proposisjon 1 vet vi at kapitalstrukturen er irrelevant for selskapsverdien når individer og selskaper tilbys lik rente, og en ser bort fra skatter, transaksjonskostnader og konkursrisiko (Ross et al., 2005). I en realistisk verden med skatter, vil derimot en økning i gjelden øke verdien av selskapet grunnet verdien av skattebeskyttelsen⁸. Med skattebeskyttelse mener vi at rentekostnader ved gjeld er fradragsberettigete i de fleste skatteregimer, og følgelig vil mer gjeld redusere skattebetalingen, og dermed øke verdien av selskapet. Det kan da synes som om selskapsverdien maksimeres når foretaket er fullfinansiert ved gjeld. Parallelt med en økning i gjeldsgraden øker imidlertid kostnader knyttet til finansiell uro, også kalt konkurskostnader. Ved økt gjeld øker risikoen for konkurs og de direkte og indirekte kostnadene det måtte medføre for selskapet. Kreditorne vil da kreve bedre betaling for den risikoen de utsettes for,

⁸ Skattebeskyttelsen kan defineres som skattesats*gjeldsrente*gjeld. Om skattebeskyttelsen gjør seg gjeldende er avhengig av skatteregimet i det enkelte land. Vi ser det som utenfor fokuset til denne utredningen å gå nærmere inn på skatteforskjeller mellom land.

og således vil lånetakeren få dårligere lånebetingelser – både med tanke på rene lånekostnader (renten) og reguleringer (sikkerhet og påbud/forbud knyttet til gjelden).

Med andre ord er det en trade-off mellom skattebeskyttelsen og konkurskostnadene, og optimal gjeldsgrad inntreffer når marginalverdien av skatteskjoldet er lik den marginale konkurskostnaden. Fra Lewellen vet vi at diversifisering kan bidra til redusere variansen i fremtidige kontantstrømmer, og således minske konkursrisikoen og lånegivers risiko. Skulle konglomeratet ønske å holde konkursrisikoen konstant kan ledelsen nå tillate seg å låne mer, med andre ord øke gjeldsgraden (Melnik og Pollatchek, 1973), og oppnå større skattebeskyttelse. I den grad økt gjeldskapasitet øker selskapsverdien, er følgelig diversifisering en kilde til verdiøkning.

Mange studier har analysert innvirkningen en økning i gjeldsgrad har på aksjonærverdier, og nesten alle viser en signifikant økning i markedsverdi etter transaksjonen. Kursstigningen to påfølgende dager etter annonsering av økt gjeldsgrad varierer fra 21,9 % (bytte gjeld mot vanlige aksjer) til 2,2 % (bytte gjeld eller inntektsobligasjoner mot foretrukne aksjer) (Jensen, 1986). Konsistent med dette viser gjeldsreducerende transaksjoner en signifikant sammenheng med reduksjon i aksjonærverdier.

Konglomerater opplever oftere problemer knyttet til fri kontantstrøm og overinvestering enn mer fokuserte selskaper, noe som vil bli nærmere forklart i kapittel 6 om det økonomiske perspektivet. Det er imidlertid viktig å nevne at en økning i gjeldsgraden også kan være et virkemiddel prinsipalen kan bruke for å redusere den frie kontantstrømmen og således agentproblemet. Handlingsrommet til agenten reduseres og foretaket må taes til skifteretten dersom det unnlater å betale gjeldsrentene, noe som sterkt vil redusere konsernledelsens verdi på arbeidsmarkedet for ledere. Dersom det er eierne som utsteder obligasjonene kan økningen i gjelden bidra til en varig økning i utbytte til aksjonærene (Jensen, 1986). I praksis gjøres dette ved at mer gjeld utstedes i bytte for aksjer, og slik binder ledelsen seg til å betale et fast utbytte på en mye mer effektiv måte enn ved å ”love” økt utbyttebetaling.

Tidligere i dette delkapittelet har vi sett på den reduksjonen i risiko og den potensielle verdiøkningen et konglomerat kan oppnå ved å være diversifisert. Risikoreduksjonen som et konglomerat innebærer kan imidlertid være uinteressant for og uønsket av aksjonærene, da fordelene i all hovedsak tilfaller lånegiverne gjennom økt sikkerhet. Gevinsten av økt

gjeldskapitet og skattebeskyttelse kan fra investors ståsted bli mer enn oppveid ved at disse tvinges til å investere i en bestemt miks av virksomhetsområder, og således mister muligheten til å diversifisere og styre risiko på egen hånd. Med andre ord kan dannelsen av konglomerater føre til en overførsel av verdier fra aksjonærene til kreditorene (Boye, 2004).

En kan også tenke seg at diversifisering har en negativ innvirkning på gjeldskapiteten. Dette kan begrunnes i den kompliserte og uoversiktlig selskapsstrukturen i konglomerater. Ved økt diversifisering minker gjennomsiktigheten i selskapet, og informasjonsasymmetrien mellom foretaket og långiverne øker. Disse faktorene, kombinert med tidligere negative erfaringer hos kreditorene (for eksempel Kværner⁹), kan gjøre det vanskelig for konglomeratene å øke gjeldsgraden uten å måtte akseptere dårligere betingelser. Svakheter med konglomeratstrukturen knyttet til informasjonsasymmetri og gjennomsiktighet vil bli gått nærmere inn på i delkapittelet kontrollmekanismer og corporate governance under det økonomiske perspektivet (kapittel 6).

Oppsummert gir koforsikringsgevinsten i konglomerater mulighet til økt gjeldskapitet sammenlignet med fokuserte selskaper. Dette bidrar til større skattebeskyttelse og gir verdiøkning for aksjonærene, gitt at den økte skattebeskyttelsen overgår eventuell økning i konkurskostnadene. Denne fordelene kan imidlertid oppveies av at investorene tvinges til å holde en bestemt diversifiseringsmiks.

4.3 Skattefordel ved tapsavsetninger

Skatteregimene i stort sett alle industrialiserte land, deriblant Norge, USA og Storbritannia, er utformet slik at foretak kan avskrive tap i en divisjon mot fortjenesten i andre divisjoner, og således redusere skattekostnaden for bedriften som helhet. Alternativt kan tapet avskrives mot fremtidige inntekter.

Et fokusert foretak vil i mye større grad måtte vente på fremtidig inntjening for å avskrive dagens tap, og på den måten få tilbake noe av skatten som allerede er innbetalt. Et

⁹ Kværner fikk i etterkant av oppkjøpet av Trafalgar House problemer med å betjene eksisterende og oppta ny gjeld. Dette skyldtes stor usikkerhet knyttet til den videre driften, og selskapets obligasjoner fikk karakteristikken junk bonds av ratingbyrået morningstar (Morningstar, 10.05.06)

konglomerat har i form av sin størrelse mye bedre muligheter til å avsette tapet internt samme år som det oppstår og oppnår således en skattefordel. Denne oppstår som en følge av to forhold. For det første er det større sannsynlighet for at et fokusert foretak ikke oppnår stort nok fremtidig overskudd til å nyttiggjøre seg det fremførbare underskuddet fullt ut før den lovbestemte tidsperioden utløper. For det andre vil fokuserte selskaper ha en alternativkostnad lik de tapte renteinntektene konglomeratet kan oppnå ved å avsette tapet samme år som det oppstår (Majd og Myers, 1987).

At dette var en reell faktor som det ble tatt hensyn til i næringslivet for et par år siden, kunne en lese ut fra finansaviser som Dagens Næringsliv. Nesten daglig ble selskaper annonsert for salg, der så å si eneste ”eiendel” var et betydelig fremførbart underskudd. Selskaper med positiv profitt kunne da redusere egen skattekostnad ved å kjøpe et slikt selskap og avsette tapet mot egen fortjeneste. Denne muligheten falt imidlertid bort ved innskjerper i skatteloven og avskjæringsregelen i 2004. Lovendringene tilsier at ”retten til å videreføre skatteposisjoner i form av underskudd, negativ saldo på gevinst- og tapskonto eller tom positiv saldo faller bort dersom det er sannsynlig at utnyttelsen av en slik posisjon er det overveiende motiv for fusjonen eller fisjonen” (Wiersholm, 2004).

4.4 Forutsetning for verdsetting

En faktor som kan virke verdireduserende for et konglomerat er analytikernes problemer med å estimere inntjening og verdsette konglomerater. I sitt studium av analytikernes inntektsestimater ex ante og faktiske inntekter ex post, finner Dunn og Nathan (2005) at analytikere som følger flere bransjer har mindre nøyaktige estimater. Studiet viser at analytikere som kun fokuserer på et fåtall bransjer har de mest korrekte estimatene. Det er en signifikant negativ sammenheng mellom treffsikkerhet i estimatet og antall bransjer analysert. Liknende funn har kommet fra Lamont og Polk (2001) som gir bevis for at analytikere setter høyere avkastningskrav til konglomerater, grunnet økt usikkerhet, og at dette utgjør en tredjedel av den observerte konglomeratrabatten.

Sagt med andre ord, analytikernes estimater for konglomerater som opererer i mange ulike bransjer, vil per definisjon være mindre nøyaktige enn for mer fokuserte selskaper – nettopp

på grunn av at konglomeratene opererer i mange bransjer mens analytikerne som oftest kun er spesialisert i et fåtall av bransjene.

En annen faktor som påvirker investorers verdsettelse av konglomerater negativt, er den begrensede informasjonstilgangen en har til divisjonenes prestasjoner. Rapporteringsreglene varierer mellom land, og i land som Norge, USA og Storbritannia er den lovpålagte informasjonsplikten om divisjonenes økonomiske prestasjoner begrenset til et fåtall resultat- og balanseposter. Dermed er det knyttet usikkerhet til foretakets reelle operasjonelle aktiviteter og dets økonomiske prestasjoner. En konsekvens av dette er større vanskeligheter for aksjonærene i å verdsette og overvåke konglomeratet enn et selskap som kun opererer innen en bransje (Sudarsanam, 2003). Med andre ord vil det ventelig være større agentproblemer i konglomeratet. Større usikkerhet fører igjen til at aksjonærene forlanger en høyere forventet avkastning (avkastningskrav) for å investere i selskapet, noe som medfører at konglomeratet prises med en rabatt sammenlignet med fokuserte selskaper som opererer i samme bransjer.

4.5 Oppsummering det finansielle perspektivet

Som en oppsummering kan en konkludere med at diversifisering og konglomeratdannelse vil være verdiøkende som følge av skatteeffekter. Med bakgrunn i den reduksjonen i risiko diversifiseringen innebærer vil et konglomerat ha større gjeldskapasitet, og kan følgelig oppnå en større skattebeskyttelse, enn sammenlignbare fokuserte selskaper. Konglomeratet kan også nyttiggjøre tap i en divisjon ved å avregne dette mot fortjenesten i andre divisjoner samme år, og sånn sett redusere skatten. Denne positive gevinsten kan imidlertid bli spist opp av at investorene blir tvunget til å holde en diversifiseringsmiks bestemt av ledelsen, verdsettelsesproblemer for eksterne aktører grunnet komplisert struktur, begrenset informasjonstilgang og større agentproblemer.

5 Det ressursbaserte perspektivet

I det ressursbaserte perspektivet sees bedriften på som en samling eiendeler og kapabiliteter, materielle så vel som immaterielle (Lockett og Thompson, 2001). Type ressurser og utnyttelse av ressursene i konglomeratet har innvirkning på verdsettingen og effekten av diversifisering.

5.1 Ressursbasert diversifisering

Patenter, merkenavn, uutnyttet kapasitet (for eksempel finansiell-, produksjons- eller distribusjonskapasitet) eller overlegne immaterielle kapabiliteter (som innovasjons, ledelses- eller organisasjonsforhold) kan motivere bedriften til å begi seg ut på en diversifiseringsstrategi for bedre å utnytte sine ressurser. Diversifisering skjer da ofte i hovedsak ut fra en forventning om economies of scope¹⁰, noe Teece (1980) mener er realistisk å oppnå. Economies of scope kan defineres som en reduksjon i totale kostnader ved produksjon av to eller flere produktvarianter, sammenlignet med kostnadene ved å produsere produktene hver for seg. (Kazanjan og Nayyar, 1993).

5.1.1 Verdiøkende forhold

En rekke forutsetninger bør være oppfylt for at diversifisering vil være verdiskapende vurdert fra et ressursbasert perspektiv. Det er ofte VRIO¹¹-ressurser som danner grunnlaget for diversifisering. En VRIO-ressurs kjennetegnes ved at den er verdifull, sjelden, vanskelig kopierbar og finnes i en organisasjon som klarer å utnytte denne. Ressursene bør være udelige og umulige å skille ut og selge eksternt (Teece 1980). Årsaken til dette kan for eksempel være at det er mangel på et eksternt marked for ressursen, eller det kan eksistere markedsdefekter som gjør at verdsettelsen vil være forskjellig fra markedsverdien. For at ressursen skal skape verdi må den være lett å implementere til andre formål enn det historiske, samt lett å anvende i det oppkjøpte selskapet. Ressursen kan skape verdi ved overføring hvis "law of synergy" gjelder og ikke "law of conservation" (Teece 1980). Den såkalte "law of synergy" går ut på at

¹⁰ Economies of scope kan defineres som økonomiske breddefordeler på norsk

¹¹ Valuable, Rare, Inimitable, Organization (Barney og Hesterly, 2005)

ressursen skaper verdi i den nye sammenhengen uten å erodere verdien av ressursen i den eksisterende anvendelsen. Med "law of conservation" menes at verdi skapt i den nye sammenhengen skjer på bekostning av verdireduksjon i den eksisterende bruken av ressursen.

Enkelte typer ressurser er særlig egnet for overføring i en konglomeratstruktur. Finansielle ressurser vil kunne utnyttes i det interne kapitalmarkedet som oppstår når en knytter sammen urelaterte forretningsenheter i et konglomerat. Dette vil vi komme tilbake til i kapitlet om det økonomiske perspektivet. Immaterielle eiendeler som merkenavn, omdømme og goodwill vil trolig være verdiøkende uavhengig om en diversifiserer relatert eller urelatert. En ressurser som for eksempel merkenavn kan også brukes i flere divisjoner uten å lide under loven om minkende marginalutbytte (Montgomery and Wernerfelt, 1992). Ferdighetene til toppledelsen, HR-, distribusjons-, marketing- og F & U ressurser er alle ressurser som ofte kan approprieres i flere segmenter i flere bransjer.

5.1.2 Verdireduserende forhold

5.1.2.1 Avtakende marginalutbytte

Overføring av ressurser i et konglomerat er ingen enkel prosess og begrensninger kan gjøre ressursbasert diversifisering verdireduserende for eierne. Et eksempel på en slik begrensning er når det er så store forskjeller mellom divisjonene at det kun er noen få ressurser som kan deles og utnyttes i hele organisasjonen. Da kan loven om avtakende marginalutbytte for ressurser gjøre seg gjeldende, og denne egenskapen rammer ofte ledelsesressursene først. . Det er heller ikke urimelig å anta at marginalutbyttet er mer avtakende jo mer diversifiserte divisjonene er.

5.1.2.2 Søkekostnader

Antagelsen om at diversifisering basert på immaterielle ressurser alltid er verdiøkende er dessuten usikker. Det er usikkerhet knyttet til hvordan immaterielle ressurser slår ut i ulike industrier, og bedriften må muligens eksperimentere for å finne en god match til ressursene sine. Dette kan indikere at diversifisering da vil være verdireduserende på kort sikt, men verdiøkende på lang sikt.

Dette synet støttes av [Matsusaka \(2001\)](#) som tar til orde for at bedriften består av organisatoriske kapabiliteter, i hovedsak ferdighetene til mellom- og toppledelsen, som til en viss grad er overførbare mellom produkter og industrier. Siden disse ressursene er verdifulle og ikke nødvendigvis er best sysselsatt i sin nåværende form, bør selskapet aktivt gå inn for å finne industrier som best mulig matcher de organisatoriske kapabilitetene. Siden dette er forbundet med stor grad av usikkerhet, må den beste matchen finnes ved eksperimentering - det vil si diversifisering og entring av en ny industri for så å observere utfallet. Dette vil være en kostnadskrevende prosess, og ressursbasert diversifisering vil slik være verdireducerende på kort sikt.

5.1.3 Oppsummering ressursbasert diversifisering

For at ressursbasert diversifisering skal skape verdi gjennom economies of scope må ressursen være umulig å skille ut og selge eksternt og den må være enkel å anvende i den nye divisjonen. Ressurser som finansielle-, ledelses- og immaterielle ressurser er ressurser som ofte karakteriseres som velegnet til deling i en konglomeratstruktur. Imidlertid vil det i mange tilfeller være avtakende marginalutbytte assosiert med ressursene. På kort sikt vil diversifisering ofte være verdiødeleggende fordi det krever prøving og feiling for å finne en god match til selskapets ressurser og kapabiliteter ([Matsusaka, 2001](#)). Hvis selskapet lykkes i å oppnå economies of scope er diversifisering med bakgrunn i ressursbase både konsistent med profittmaksimering og effisient bruk av ressurser.

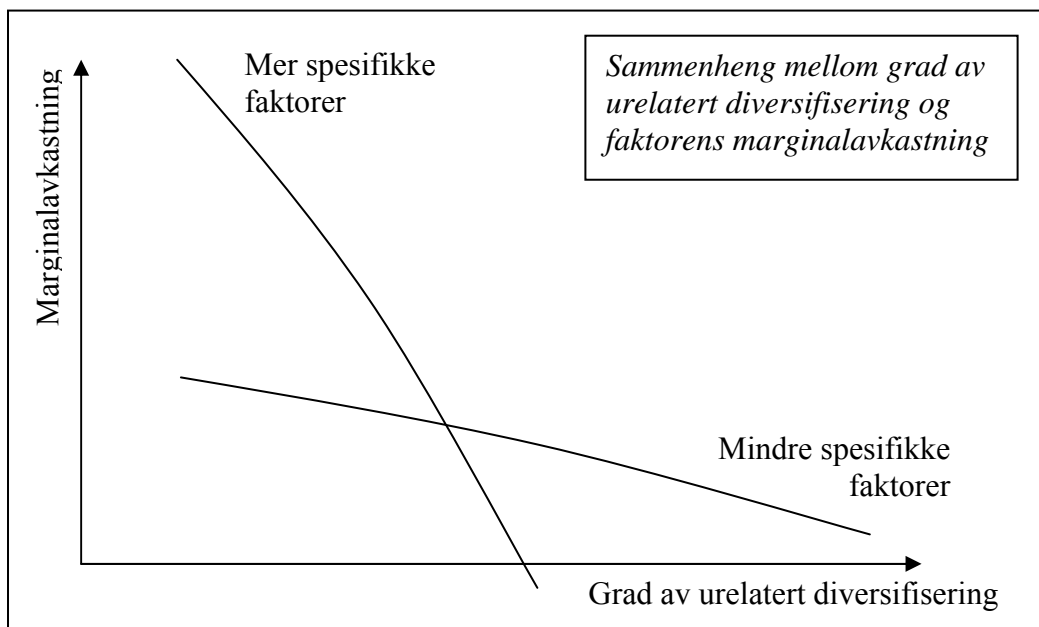
5.2 Optimal utnyttelse av ressurser

Det er utført en rekke empiriske undersøkelser for å kartlegge hvilken grad av diversifisering som gir optimal utnyttelse av selskapets ressurser.

5.2.1 Ressursenes spesifikkhet

Wernerfelt og Montgomery (1988) estimerte, i likhet med Schmalensee (1985), den relative virkningen av bransjestruktur, diversifisering og markedsandel på selskapets prestasjoner. De fant ut at direkte bransjeeffekter utgjorde majoriteten av den forklarte variansen.

Diversifiseringseffekten var mye mindre, men signifikant. Ved undersøkelsen av diversifiseringseffekten fokuserte de på at selskapers ressurser varierer i spesifikkhet, og implikasjonene dette hadde for selskapers optimale diversifiseringsgrad. De argumenterte for at mer spesifikke ressurser, som for eksempel produksjonsressurser, bare kan anvendes effisient i et lite antall industrier, men samtidig kan gi høyere marginalavkastning grunnet sin spesifikkhet. Mindre spesifikke ressurser kan overføres lettere og kan være basis for et bredt diversifisert selskap, men gir lavere avkastning fordi de gir et bredere tilbud. Fra et ressursbasert perspektiv kan en dermed si at fordi selskaper er ulike vil de ha forskjellig optimal diversifiseringsgrad. Et selskap med mindre spesifikke ressurser kan maksimere profitt med en relativt høy grad av diversifisering, selv om et selskap med mer spesifikke ressurser kan oppnå høyere profitt i absolutte tall med mindre diversifisering. Dette vil vi komme tilbake til i analysekapittelet. Wernerfelt og Montgomerys teori illustreres i følgende figur.



Rumelt (1982) undersøkte også lønnsomhet ut fra forskjellige typer ressurser og kapabiliteter. Han klassifiserte selskap inn i ni diversifiseringskategorier, fra selskap som kun opererte i ett

segment til selskap klassifisert som konglomerater. Han fant at selskap som konsekvent fulgte ”begrenset relatert diversifisering”, altså diversifisering rundt en kjernekapabilitet, var gjennomsnittlig mer lønnsomme enn både fokuserte og bredt diversifiserte selskap. Liknende resultater er funnet av [Christensen og Montgomery \(1981\)](#), [Lecraw \(1984\)](#) og [Varadarajan og Ramanujam \(1987\)](#).

5.2.2 Alternativkostnad ved allokering av ressurser

[Maksimovic og Philips \(2001\)](#) modellerer hvordan konglomerater allokterer ressurser over divisjoner i løpet av livssyklusen i de forskjellige bransjene, og viser hvordan konglomeratens svar på bransjesjokk kan være annerledes enn for selskaper som kun opererer innen en bransje. Modellen undersøker vekst og effisiens for selskaper og deres segmenter ved hjelp av data for 1975-1992 på anleggsnivå under forutsetning om en verden uten agentproblemer og at alle aktiviteter har minkende marginalutbytte. Et selskap som er svært produktivt i aktivitet A vil ha høyere alternativkost ved å diversifisere inn i aktivitet B enn et selskap som er mindre produktiv i aktivitet A. Det er følgelig naturlig å anta at selskapene som er mest produktive er mindre tilbøyelige til å diversifisere inn i nye aktiviteter, og at disse heller vil ekspandere innen sitt spesialiserte område. Dette impliserer at et spesialisert selskap i aktivitet A vil tendere til å være større enn et konglomerats operasjoner i aktivitet A. [Maksimovic og Philips \(2001\)](#) konkluderer således med at konglomerater faktisk er mindre produktive en fokuserte (ett segment) selskap av lik størrelse.

5.2.3 Oppsummering optimal utnyttelse av ressurser

[Wernerfelt og Montgomery \(1988\)](#) viser at et selskap med mindre spesifikke ressurser kan maksimere profitt med en relativt høy grad av diversifisering selv om et selskap med mer spesifikke ressurser kan oppnå høyere profitt i absolutte tall med mindre diversifisering. Fra et ressursbasert perspektiv vil dermed optimal grad av diversifisering være forskjellig for ulike selskap fordi selskapenes ressurser er forskjellige.

[Maksimovic og Philips \(2001\)](#) viser at konglomerater er mindre produktive enn fokuserte selskap av lik størrelse, fordi et selskap som har høy produktivitet i en aktivitet vil ha høyere

alternativkost ved å allokere ressurser til andre aktiviteter og vil dermed være mindre tilbøyelige til å gjøre dette.

5.3 Oppsummering ressursbasert teori

Ifølge ressursbasert teori diversifiserer selskaper med den hensikt å bedre utnytte egne ressurser og kapabiliteter for å oppnå economies of scope. For at slik diversifisering skal være lønnsomt må ressursen ikke virke verdiforringende på eksisterende aktiviteter, men verdiøkende på eksisterende aktiviteter. Det må heller ikke være mulig å skille ut ressursen og selge den eksternt, og den må være anvendbar i den oppkjøpte enheten. Verdieffekten av ressursbasert diversifisering påvirkes av tidshorizonten vi vurderer, ressursenes spesifikkhet og hvor relatert diversifiseringen er. Fra et ressursbasert perspektiv kan en også se diversifiserte selskap som mindre produktive enn fokuserte, fordi mindre produktive selskap har lavere alternativkostnad ved å diversifisere og vil være mer tilbøyelige til å velge dette.

Oppsummert definerer det ressursbaserte perspektivet spillerommet og begrensningene til urelatert diversifisering ut fra ressursene til foretaket og overførbarheten til disse ressursene til nye virksomheter.

6 Det økonomiske perspektivet

Innenfor det økonomiske perspektivet vil vi se på konglomeratets stilling i forhold til konkurrenter, samt økonomiske virkninger av å kombinere ulike forretningsenheter. I kraft av sin størrelse og diversitet har et konglomerat muligheten til å oppnå markedsrett. Størrelsen og diversiteten i divisjoner impliserer også at det vil eksistere et internt kapitalmarked innad i konglomeratet. Økt markedsrett og et internt kapitalmarked er potensielle verdidrivere i ett konglomerat og kan således ha innvirkning på verdsettningen.

6.1 Markedsrett

Et av de intuitivt enkleste perspektivene å forstå er markedsrettsperspektivet, der diversifisering skjer i det øyemed å øke foretakets markedsrett. I henhold til konkurranseteori vil økt markedsrett virke konkurransebegrensende, noe som igjen vil tillate de involverte selskaper å ta høyere pris og dermed øke profitt og verdi. Kort sagt går markedsrettsperspektivet ut på hvordan foretaket kan oppnå fordeler på bekostning av konkurrenter og/eller kunder.

[Corwin Edwards \(1955\)](#) uttalte at en konglomeratstruktur muliggjør utnyttelse, forlengelse eller forsvar av foretakets rett med andre virkemidler og taktikker enn de som tradisjonelt er assosiert med et monopol. Vi vil nå gå inn på de tre måtene – rovdyrprising, gjensidig overbærenhet og innbyrdes handel ([Montgomery, 1994](#)) – som et konglomerat kan bruke for å oppnå markedsrett, og dermed økt verdi.

6.1.1 Rovdyrprising og kryss-subsidiering

Et konglomerat kan følge en strategi om rovdyrprising når det entrer en industri, eller for å forbedre eller forsvare en eksisterende divisjons markedsrett. Med rovdyrprising, eller prisdumping, menes prising av eget produkt under produksjonskost. Formålet med slik prising er å oppnå store markedsandeler, presse konkurrenter ut av markedet eller hindre nyetableringer.

Et konglomerat kan subsidiere en rovdyrprisindestrategi og tap i et marked ved inntjening fra andre markeder. Denne typen kryss-subsidiering krever reserver å ta av, som trolig oftere eksisterer i et konglomerat på grunn av foretakets størrelse og variasjon i aktiviteter. En fokusert bedrift som kun konkurrerer i det ene markedet som er utsatt for prisdumping vil således ha en stor konkurranseulemppe.

Når konkurrenter er presset ut av markedet, og/eller når ønsket markedsposisjon er oppnådd, kan konglomeratet skifte mot mer monopolistisk prising, og således få tilbakebetalt (noe av) tapet forbundet med prisdumping. Etter en tid vil sannsynligvis reservene igjen nå ønsket nivå, og konglomeratet er da rede til å prøve samme strategi i andre markeder.

Ut i fra teorien synes konglomeratstrukturen, og de mulighetene for kryss-subsidiering og konkurransebegrensning denne gir, som en sterk verdidriver for eierne. Beviser fra forskningen betviler imidlertid konglomeratets evne til å skape markedsrett. [Berry \(1974\)](#) fant at diversifisering inn i nye industrier økte markedsrett i fragmenterte industrier, mens den ble redusert i mer konsoliderte industrier. På samme måte konkluderte [Caves \(1981\)](#) at det "tilsynelatende kun finnes en sammenheng mellom endringer i markedsrett og diversifisering i de mest fragmenterte industriene", noe som ikke støtter en markedsrett tolkning. Fra et økonomisk perspektiv er det trolig ikke lønnsomt å bruke foretakets "deep pockets" for å øke markedsrett til de fire største markedsaktørene fra 18 % til 25 % [Caves \(1981\)](#).

6.1.2 Gjensidig overbærenhet

Gjensidig overbærenhet¹² kan oppstå når to eller flere konkurrenter opererer i mange felles markeder der deres relative posisjoner er speilbilder av egen posisjon i andre markeder. Selskapene må også ha stor nok ressurstilgang, og incentiver, for å fremsette en troverdig trussel om hard konkurranse. Erkjennelse av muligheten for gjensidig skade fremtvinger samarbeid, og gir et foretak kontroll over ett (eventuelt flere) produkt- eller geografisk marked i bytte mot selskapets underkastelse i konkurrentenes markeder ([Bernheim og Whinston, 1990](#)). For å oppnå gjensidig overbærenhet kreves det at selskapene har en viss

¹² Kjent som mutual forbearance på engelsk

grad av diversifisering, produktmessig eller geografisk, noe som kjennetegner konglomerater. En fokusert konkurrent vil ikke kunne nyte godt av gjensidig overbærenhet og kan således bli presset ut av markedet. De gjenværende foretakene som viser gjensidig overbærenhet vil da se seg tjent med stilltiende samarbeid og konkurransbegrensning, en "leve og la leve" strategi (Sudarsanam, 2003) grunnet sin gjensidige overbærenhet.

Vi ser også at gjensidig overbærenhet hypotesen er konsistent med spillteori og uendelig gjentakende spill. I et slikt rammeverk vil det være mest hensiktsmessig for bedriftene å føre et stilltiende prissamarbeid. Golden og Ma (2003) viser gjensidig overbærenhet atferd i praksis ved et eksempel på geografisk diversifisering fra amerikansk flyindustri. På starten av 1990-tallet hadde Northwest Airlines betydelig overkapasitet på sine ruter på den amerikanske vestkysten. For å bedre på situasjonen og nyttiggjøre seg mer av kapasiteten senket Northwest prisene på utvalgte vestkyst-ruter – derav mange som var konkurrenten Continental Airlines kjerneruter. Som en reaksjon på prisreduksjonen reduserte Continental prisene på ruter i Minneapolis området, det viktigste markedet både økonomisk og symbolsk for Northwest. Etter å ha anerkjent Continentals villighet til å konkurrere, svarte Northwest med å øke prisene på sine vestkyst-ruter til utgangspunktet. Interaksjonen i markedet førte til gjensidig overbærenhet og stilltiende prissamarbeid som en følge av erkjennelsen av gjensidig avhengighet. Et annet eksempel som går mer på konglomerater og diversifisering inn i nye industrier, er BICs inntreden på barberhøvelmarkedet som et svar på Gillettes inntreden på BIC sitt kjernemarked (engangspenner).

Gimeno og Woo (1996) undersøkte den amerikanske flyindustrien og fant empiriske bevis for at multipunkt konkurranse resulterte i reduksjon i konkurransen og økt profitt, og således støtte for gjensidig overbærenhet hypotesen. På samme måte fant Young et al. (2000) at multimarkedskonkurranse reduserte antall konkurransefremmende interaksjoner mellom selskapene. Scott (1982) konkluderte med at selskap med suksessfull gjensidig overbærenhet strategi kan oppnå markedsmakt

Til tross for en rekke studier som viser at selskaper kan oppnå økt verdi ved gjensidig overbærenhet, er det ingen studier per dags dato som tilstrekkelig og nøyaktig nok identifiserer betingelser for hvordan en kan lykkes med en slik strategi. Oppsummert kan en si at gjensidig overbærenhet kan være en verdidriver i et konglomerat, dersom selskapet finner en strategi det lykkes med.

6.1.3 Innbyrdes handel

Det siste perspektivet som går på konglomeratets evne til å oppnå markedsrett er kjent som innbyrdes handel¹³. Innbyrdes handel kan forklares som en tilstand der to eller flere store diversifiserte selskaper opptrer som gjensidige kjøpere og selgere. Med andre ord, en av divisjonene i det ene konglomeratet kjøper fra divisjoner i det andre konglomeratet, mens det selger til motparten via andre divisjoner. Motpartens produkter og innsatsfaktorer favoriseres fremfor andre alternative leverandører. Denne interaksjonen mellom store diversifiserte selskaper kan da lukke markedet for mer fokuserte bedrifter, og dermed tvinge disse til opphør. En forutsetning for innbyrdes handel er noenlunde lik størrelse i de ulike markedene der konglomeratene møtes (Sudarsanam, 2003).

Det er verdt å merke seg at teorien om innbyrdes handel kan sees på som en videreutvikling av en gjensidig overbærenhet tilstand. En går fra gjensidig overbærenhet til gjensidig støtte ved å handle innbyrdes i ulike markeder, med det resultat at andre tilbydere blir holdt utenfor i alle markedene. Der gjensidig overbærenhet kan sees på "leve og la leve" kan innbyrdes handel karakteriseres som "la oss leve sammen og ta de mindre" (Sudarsanam, 2003).

Selskaper som er bredt diversifisert innen mange markeder har bedre muligheter til å oppnå innbyrdes handel. For eksempel kan et selskap som diversifiserer ved oppkjøp legge til rette for at egne eksisterende leverandører kjøper varer som tidligere ikke ble tilbydd, fra selskapet som konglomeratet overtok (Grant et al., 1988). Innbyrdes handel er svært vanlig i de japanske keiretsuene som ble presentert i innledningen.

Også når det gjelder innbyrdes handel ser vi at det er sterke teoretiske argumenter som støtter verdiøkning for aksjonærene dersom en makter å skape en slik tilstand med suksess. Imidlertid kan bevisene fra den empiriske forskningen som best betraktes som blandede, og gir følgelig ingen ensidig støtte til at innbyrdes handel skaper verdier (Palich et al., 2000).

¹³ Kjent som reciprocal buying på engelsk

6.1.4 Oppsummering markedsmakt

Markedsmaktperspektivet på diversifisering har generert mye interesse og det er konseptuelt enkelt å forstå at diversifisering som medfører markedsmakt vil være verdiskapende. Som nevnt tidligere har den empiriske forskningen, med varierende hell, i stor grad basert seg på å forklare de markedsmaktbaserte konsekvensene av diversifiseringen heller enn årsaker og motivasjon. Med andre ord kan oppnådd markedsmakt ofte være en heldig bi-effekt ex post og ikke en del av en strategi om økt markedsmakt ex ante (Montgomery, 1994), noe som kan være svært vanskelig å planlegge og oppnå i praksis. Mange forskere er enige om en positiv lineær sammenheng mellom diversifisering, markedsmakt og selskapets økonomiske prestasjoner. Til tross for dette mener majoriteten, blant annet Sudarsanam (2003) og Palich et al. (2000), at støtten til markedsmakt påstanden ikke er signifikant.

6.2 Det interne kapitalmarkedet

Et av de mest diskuterte aspektene vedrørende konglomerater i litteraturen går på fordeler og ulemper ved det interne kapitalmarkedet og allokeringen av kapital mellom konglomeratets divisjoner. Et internt kapitalmarked tillater konglomeratet å finansiere prosjekter ved kapitaloverføring mellom divisjonene, så vel som via det eksterne kapitalmarkedet. Det er en rekke faktorer ved et internt kapitalmarked som kan være verdiøkende i et konglomerat, på samme måte som en også har verdireduserende faktorer.

6.2.1 Verdiøkende forhold

6.2.1.1 Muligheten til kapitaloverføring og interngenerering av midler

Et fokusert selskap har i motsetning til et konglomerat ikke muligheten til å finansiere prosjekter via overføringer mellom divisjoner, så nødvendig kapital som overstiger interngenererte midler må primært reises i det eksterne kapitalmarkedet. Dette kan i hovedsak skje ved hjelp av låneopptak (obligasjoner eller banklån) eller utstedelse av ny egenkapital (aksjer). I konglomerater kan ledelsen overføre kapital fra divisjoner med få lønnsomme prosjekter til divisjoner med underskudd på kapital i forhold til lønnsomme

prosjektmuligheter. Konglomeratet unngår dermed direkte utgifter som transaksjonskostnader forbundet med salg av aksjer eller utstedelse av obligasjoner, så vel som indirekte kostnader forbundet med informasjonsasymmetri mellom selskapet og markedet ved kapitaloverføring.

[Froot et al. \(1994\)](#), samt en rekke lignende studier, argumenterer for at interngenererte midler er den billigste og beste formen for prosjektfinansiering. Forskning viser at i snitt kommer kun 2 % av selskapers finansiering fra ekstern egenkapital ([MacKie-Mason, 1990](#)) og at aksjekursen til selskaper som foretar kapitalutvidelse ved hjelp av aksjeemisjoner i snitt faller 3 % på børsen¹⁴ (se for eksempel [Myers, 1977](#)). Selskaper tenderer derfor til å unngå ekstern egenkapitalfinansiering, og foretrekker gjelds- eller interngenerert finansiering i henhold til rangeringen i pecking-order teorien. Denne tilsier at selskaper foretrekker interngenerert finansiering over lånefinansiering, som igjen rangeres fremfor egenkapitalfinansiering ([Froot, 1994](#); [Ross et al, 2005](#)).

Vi ser at konglomerater som oftest har den fordel at de har tilgang til mer kapital enn fokuserte selskaper internt, da de i tillegg til den genererte frie kontaktstrømmen i selskapet også kan overføre kapital (og andre kritiske ressurser) mellom divisjonene. [Fazzari et al. \(1988\)](#) fant at en reduksjon på 1 i kontantstrømmen reduserte investeringene med 35 %, og interngenerert finansiering påvirker sågar ikke bare hvordan, men også om selskapene velger å satse på prosjektene i utgangspunktet. Internt genererte midler og overføringsmuligheter kan derfor sees på som ett konkurransefortrinn for konglomeratene ([Gertner et al., 1994](#))

I tillegg til dette har konglomerater også fleksibiliteten i behold, ved at de har lik mulighet som fokuserte selskaper til å hente kapital i det eksterne markedet. [Hadlock et al. \(2001\)](#) sitt studium av 641 aksjeemisjoner i børsnoterte foretak i perioden 1983-1994 viser at markedet reagerte signifikant (på 5 % nivå) mindre negativt på nyheten om kapitalutvidelsen i konglomerater (-2,24 %) sammenlignet med fokuserte selskaper (-2,82 %). Samme studium fant også at multisegment bedrifter hadde lavere transaksjonskostnader enn enkeltsegment bedrifter (4,98 % mot 5,27 %) ved kapitalemisjoner. Således kan de se ut som om konglomeratet også har en fordel ved innhenting av ekstern egenkapital, noe [Hadlock](#) forklarer med mindre problemer knyttet til asymmetrisk informasjon og mindre usikkerhet

¹⁴ Kan forklares ved at markedet ser på en aksjeemisjon som et signal fra selskapsledelsen om overprising av aksjene – ellers ville de valgt alternative finansieringsformer.

(volatilitet) i innteksstrømmene. Asymmetrisk informasjon og volatilitet i inntektstrømmene ble som vi vet diskutert i det finansielle perspektivet.

6.2.1.2 Overlegen informasjonstilgang

En rekke studier, blant annet [Shleifer & Vishny \(1991\)](#) argumenterer for at et internt kapitalmarked er mer effisient enn det eksterne kapitalmarkedet. [Williamson \(1975\)](#) beskrev konglomeratets multidivisjonsstruktur (M-form¹⁵) og hovedkontorets rolle. Hovedkontorets rolle er å overvåke og fordele selskapets ressurser på det interne markedet (mellom divisjonene). Med bakgrunn i ledelsens overlegne informasjonstilgang vedrørende eksisterende vekstmuligheter makter hovedkontoret å ta mer optimale beslutninger, sammenlignet med om avgjørelsen skulle bli tatt av dårligere informerte investorer i kapitalmarkedet. Sagt med andre ord skapes aksjonærverdier som en følge av mindre informasjonsasymmetri internt i konglomeratet enn mellom foretaket og kapitalmarkedet.

På samme måte som relevant informasjon kan holdes skjult for det eksterne markedet ved kapitlemisjoner av konkurranse- eller rettighetsmessige årsaker, kan detaljer rundt allerede finansierte prosjekter holdes skjult. Konglomeratet har også fordelen at intern overvåkning og oppfølging av beslutninger kan gi bedre og mer fullstendig informasjon, samt være mindre kostnadskreven, enn overvåkning via det eksterne markedet ([Sudarsanam, 2003](#)).

[Stein \(1997\)](#) formaliserer dette argumentet ved å hevde at dersom konsernledelsen har overlegen informasjonstilgang og overvåkningsmuligheter kan de begi seg ut på ”vinner-utvelgelse” og således øke selskapets verdi. Med ”vinner-utvelgelse” menes prosessen ved aktivt å skifte kapital og andre ressurser fra et prosjekt til et annet med bedre utsikter. I en verden med begrenset kapitaltilgang betyr dette at konglomeratdivisjonene må konkurrere om ressursene, og hovedkontorets jobb er å velge ut og finansiere vinnerne. Ser en på den totale kapitalmengden i et konglomerat som summen av kapitalen de ulike divisjonene kunne klart å skaffe som selvstendige enheter i kapitalmarkedet, har konglomeratet den fordelen at det kan redusere følgene av kredittbegrensning og foreta en mer optimal fordeling. Det vil si at divisjonen(e) med relativt best markedsutsikter får tildelt mer kapital enn det den hadde kunnet fått tilført gjennom det eksterne markedet. Forutsetning for at hovedkontoret skal klare

¹⁵ M-form kan defineres som et sett av separate funksjonsstrukturer (divisjoner) som rapporterer til et felles hovedkontor ([Williamson, 1975](#))

dette er at ledelsen har den nødvendige kunnskapen og forståelsen om virksomheten til divisjonene.

6.2.1.3 Internalisering av markedsdefekter

Den siste måten det interne kapitalmarked kan skape aksjonærverdier på er muligheten til å internalisere et velfungerende kapitalmarked, og således omgå markedsdefekter.

Slike markedsdefekter kan synliggjøre seg på en rekke måter, men er oftest forbundet med manglende infrastruktur i et eller flere av markedene konglomeratet opererer i. Dette kan være manglende eller mangler ved bank-, aksje- og/eller finansieringsmarkedet, revisjons- og rettslige tjenester eller et lovverk som i liten grad beskytter eiendomsretten til investorer. Slike defekter er spesielt fremtredende i hurtigvoksende og mindre utviklede økonomier, som i Øst-Europa, Asia og Afrika. [Martin & Sayrak \(2003\)](#) dokumenterer fordeler ved tilknytning til selskapsgrupper i India og hevder at ett av hovedargumentene for diversifisering er repliseringen av institusjonelle funksjoner internt. Dette gjelder både mangler og defekter knyttet til finans-, produkt og/eller arbeidsmarkeder.

En annen mer vag form for markedsdefekt er når marginalt lønnsomme prosjekter (positiv nåverdi) ikke oppnår finansiering gjennom kapitalmarkedet fordi dette er for risikoavert eller har et for kortsiktig syn på avkastning. Vekstbedrifter og selskaper som opplever finansiell uro kan da oppleve å gå konkurs til tross for en forventet positiv nåverdi. Konglomeratet har den fordelen i forhold til det eksterne kapitalmarkedet at det lettere kan akseptere en lengre tidshorisont med tanke på prosjektets potensial, og vil ha lettere for å oppnå finansiering for høyrisikoprosjekter nettopp med bakgrunn i sin diversifiserte struktur. Konglomeraters oppkjøp kan da sees på som en metode som tillater marginalt lønnsomme prosjekter, som ellers hadde blitt avvist av investorer, å oppnå finansiering ([Fluck & Lynch, 1999](#)).

Verdiøkningen for aksjonærene oppstår som en følge av finansiell og økonomisk synergi, som gjør det mulig for konglomeratet å overta og utvikle marginalt lønnsomme prosjekter med stort inntjeningspotensial.

6.2.1.4 Oppsummert verdiøkende forhold

Vi ser at det interne kapitalmarkedet kan skape verdier for eierne ved en mer optimal allokering av en begrenset mengde kapital enn det som er mulig for det eksterne kapitalmarkedet, grunnet lavere overvåkningskostnader og mindre informasjonsasymmetri. Det interne markedet tillater også konglomeratet å ”velge vinnere” billigere enn det eksterne markedet. Legges [Sudarsanam \(2003\)](#) noe snevre definisjon til grunn, vil det være verdiskapende for konglomerater å ta over kapitalallokeringsfunksjonen når (1) det er en eller annen form for markedsdefekt/mangel og (2) det interne markedet har fordeler ovenfor det eksterne kapitalmarkedet.

6.2.2 Verdireduserende forhold

6.2.2.1 Fri kontantstrøm og overinvestering

I følge [Jensen \(1986\)](#) har konglomerater over gjennomsnittlig fri kontantstrøm begrunnet med at hovedvekten opererer i modne bransjer med god inntjening og færre investeringsmuligheter. Dette gir således ledelsen mer penger å ”leke seg med”. Med fri kontantstrøm menes den kontantstrømmen en sitter igjen med etter at alle prosjekter i foretaket med positiv nåverdi er finansiert. Det bedriftsøkonomiske optimale ville vært å utbetale den frie kontantstrømmen til aksjonærene. En slik utbetaling ville imidlertid redusert ressursene under ledelsens kontroll, og således deres makt. Samtidig ville full utbyttebetaling økt sannsynligheten for at selskapet måtte hente kapital gjennom det eksterne markedet. Dette ville medført mer overvåkning av ledelsens handlinger og følgelig begrenset dens handlingsrom, samt at midler kun ville blitt gjort tilgjengelig til en høy eksplisitt pris¹⁶.

Som vi ser er dette et standard agentproblem (forklart under ledelsesperspektivet) som oppstår som en følge av motstridene interesser angående utbetalingspolitikk mellom ledelsen og eierne. For å beholde sin maktbase og sysselsette ressursene internt vil ledelsen ha incentiver til å foreta suboptimale investeringer i prosjekter med svært usikker eller negativ nåverdi. Det er lett å tenke seg at problemet med overinvestering er større i konglomerater og store selskaper enn i fokuserte og mindre selskaper. Dette er fordi eksterne har vanskeligheter med

¹⁶ I en aksjeemisjon er både kapitalmengden, tenkt anvendelse av kapitalen og kursen denne innhentes på allment kjent i markedet

å overvåke ledelsens beslutninger i konglomeratet, fordi det har ulike aktiviteter og komplisert struktur.

Et eksempel på overinvestering er oljeindustrien på begynnelsen av 1980-tallet. Etter en mangedobling av oljeprisen på 1970-tallet ble utsiktene for en høy oljepris nedjustert på starten av 80-tallet. Denne forventningen, fallende marginalproduktivitet, samt økte utforsknings- og utviklingskostnader, førte til overkapasitet i bransjen, til tross for høy inntjening. For å redusere de negative konsekvensene av en forventet lavere fremtidig oljepris, burde bransjen ha redusert leteaktivitetene og ideelt sett redusert kapasiteten. I 1984 hadde de 10 største oljeselskapene en kontantstrøm på 48,5 milliarder dollar og den frie kontantstrømmen burde blitt delt ut til eierne. Historien viser at utbytteøkningen var minimal, den høye leteaktiviteten vedvarte og midler ble brukt til diversifisering inn i nye bransjer – fra gruvedrift til kontorutstyr (Jensen, 1986).

Doukas og Kan (2004) utførte et studium av 742 oppkjøp av amerikanske selskaper i perioden 1991-1997 og identifiserte en positiv sammenheng mellom reduksjon i fri kontantstrøm og reduksjon i selskapets merverdi¹⁷. En reduksjon i den frie kontantstrømmen på 10 %, som følge av oppkjøp, reduserte merverdien av selskapet med 3,7 %. De fant også at oppkjøp av urelaterte selskaper medførte en større reduksjon i merverdi enn mer relaterte oppkjøp.

Dette tyder på at mange selskaper bruker den frie kontantstrømmen suboptimalt ved å finansiere oppstart av, eller å fortsette og finansiere, prosjekter med forventet negativ nåverdi.

6.2.2.2 Sosialisme og kryss-subsidiering

I følge Scharfstein og Stein (2000) tenderer konglomerater til å begi seg ut på ineffektiv kryss-subsidiering – tildeling av for store midler til visse divisjoner på bekostning av andre. Som mange andre argumenterer de for at kryss-subsidiering oppstår som en følge av ”sosialisme” på det interne kapitalmarkedet.

Scharstein fant i sitt 1998-studium bevis for konglomeratets sosiale problem ved at divisjonsinvesteringene i praksis er uavhengig av endringer i divisjonens

¹⁷ Excess value = markedsverdi (børs) – rentebærende gjeld

investeringsmuligheter, målt ved q ratioen¹⁸ til industrien. Det ser ut som konglomeratet lar sterkere og mer lønnsomme divisjoner subsidiere videre drift av mindre lønnsomme divisjoner, istedenfor å velge det bedriftsøkonomisk optimale som ofte ville vært effektivisering og nedskjæringer, salg eller avvikling. På samme måte fant [Shin og Stulz \(1998\)](#) at investeringene til ethvert segment i et diversifisert foretak avhenger av kontantstrømmen til andre urelaterte segmenter, og således ikke om segmentet som mottar overføringen står ovenfor de beste investeringsmulighetene i konglomeratet.

I et studium av 156.598 selskap-segment-år¹⁹ fra 1979 til 1993 gjør [Rajan et al. \(2000\)](#) tre interessant funn. I overensstemmelse med hypotesen om sosialisme finner de at multi-segment selskaper allokere relativt mer til svake divisjoner og relativt mindre til sterke divisjoner (målt med Tobins q og investeringsratioer) enn sine fokuserte motstykker. Videre fant de at suboptimal allokering av kapital var mer fremtredende i selskaper med store variasjoner i lønnsomme investeringsmuligheter mellom divisjonene. De fant også at konglomeratene med de mest heterogene segmentene hadde den minst effisiente kapitalallokeringen, og at disse ble handlet med størst rabatt.

Med mindre en antar at konsernledelsen konsekvent nyter mest private fordeler fra de svake divisjonene, kan en vanskelig forklare sosialismen på det interne kapitalmarkedet kun med agentproblemer mellom ledelsen og eierne. [Scharfstein og Stein \(2000\)](#) forklarer sosialismen ved hjelp av tre aktører på tre nivåer i hierarkiet: divisjonenes ledere, konsernledelsen og eierne. Divisjonslederne vil ha et incentiv til å begi seg ut på rent seeking for å forbedre egen forhandlingsmakt ved tildeling av kompensasjon. Rent seeking kan forstås som lobbyvirksomhet fra divisjonslederne for å oppnå fordeler og overføre verdier til seg selv og egne enheter. Ledere for svake divisjoner vil ha sterkere incentiv til å drive rent seeking, fordi alternativkostnaden i form av tapt produktiv arbeidstid ved rent seeking er mindre for disse enn alternativkostnaden for sterke divisjoner.

Konsernledelsen kan velge å kompensere divisjonslederne via driftsbudsjettet (kontanter) eller via investeringsbudsjettet (kapital). Dersom agenten (konsernledelsen) har "low-powered"

¹⁸ Tobins q er forholdstallet mellom markedsverdien til selskapets eiendeler (målt ved markedsverdi av utestående aksjer og gjeld) over gjenanskaffelsesverdi av disse.

¹⁹ Et selskap-segment-år er årsdata for en divisjon (segment) i et selskap. Totalen = selskaper*divisjoner*år

incentiver²⁰ i kontrakten fra agenten (eierne) vil denne se det som fordelaktig å kompensere divisjonslederne via investeringsbudsjettet, og ikke via driftbudsjettet som lettere kan omformes til personlige fordeler. I og med at det per definisjon er lederne for svake divisjoner som driver med mest rent seeking vil en se en suboptimal allokering av kapital på det interne markedet. Oppsummert vil problemet med sosialisme på det interne markedet være større når (1) ledelsen har svake incentiver for å maksimere selskapsverdi og (2) det er store variasjoner mellom divisjonene og deres investeringsmuligheter og utsikter.

6.2.2.3 Kontrollmekanismer og corporate governance

Det interne kapitalmarkedet kan ha mangler sammenliknet med kontrollmekanismene som finnes mellom selskaper og det eksterne kapitalmarkedet. I tillegg har konglomeratet ofte en ulempe som går på økte krav til corporate governance internt sammenlignet med mer fokuserte selskaper.

Det eksterne kapitalmarkedet fører løpende kontroll med de valg som gjøres av børsnoterte selskaper. Selskaper med dårlig inntjening og udyktig ledelse straffes av markedet med en ugunstig kursutvikling, noe som øker faren for oppkjøp av selskapet og utbytting av ledelsen. Ofte vil også kravet om utbytteutbetaling øke når et selskap oppnår lav avkastning, rett og slett fordi aksjonærene mener kapitalen kan sysselsettes bedre utenfor foretaket. Dyktig ledelse og gode økonomiske prestasjoner vil derimot premieres av markedet ved en bedre kursutvikling enn for sammenlignbare selskaper (Boye, 2004).

Selskaper med positiv meravkastning vil også ha lettere for å skaffe kapital fra kapitalmarkedene, enn selskaper som har prestert dårlig. Kapitalflyten mellom eksterne kapitalmarkeder og foretak er derfor i stor grad bestemt av hvilken oppfatning markedet har om selskapets muligheter til å gjøre lønnsomme investeringer. I et velfungerende kapitalmarked skal med andre ord kapitalen kanaliseres til de selskapene som gir best avkastning.

Kontrollfunksjonen som det eksterne kapitalmarkedet utøver på børsnoterte selskaper mangler på det interne kapitalmarkedet i konglomerater. I konglomerater er det, som nevnt tidligere, ledelsen som avgjør hvordan investeringsbudsjettet skal fordeles. Siden konsernledelsen

²⁰ Med dette menes kompensasjon som i mindre grad avhenger av økonomiske resultater og prestasjoner

utsettes for rent seeking, organisatorisk politisk press og informasjonsasymmetri kan en følgelig få suboptimal allokering av kapitalressursene – sett ut i fra et profittmaksimeringsperspektiv.

Dersom konglomeratet har optimale corporate governance systemer vil en også ha gode muligheter til å allokere kapital og andre ressurser effisient internt. Dette kontrollsystemet krever imidlertid toveis informasjonsflyt mellom divisjonene, datterselskap, hovedkontor og konsernledelsen – både vertikalt og lateralt. Kommunikasjonen vil ikke skje effektivt og uten forsinkelser med mindre systemet skaper incentiver for gjennomsiktighet, integritet og tempo i overføring av informasjon. Der hvor hierarkiet er komplisert og komplekst på grunn av mangfoldet i aktiviteter, eller der incentivene er skjevt innstilt med tanke på konsernets målsettinger, vil informasjonsflyten bli sinket eller manipulert for å tilfredsstille ledere på ulike nivå fremfor konglomeratet som helhet. Dette kontrolltapet er en funksjon av størrelsen og graden av urelatert diversifisering i konglomeratet (Sudarsanam, 2003). Store organisasjoner blir lett byråkratiske og tungroddede i natur, mens svært ulike divisjoner kompliserer informasjonsutvekslingen. Sagt på en annen måte er det generelt større sannsynlighet for verdireduksjon grunnet dårlige corporate governance mekanismer i et konglomerat enn i et fokusert selskap – uten at det nødvendigvis må være sånn.

6.2.2.4 Oppsummering verdireduserende faktorer

Vi ser at det interne kapitalmarkedet kan bidra til verdireduksjon siden problemene knyttet til fri kontantstrøm og overinvesteringer øker. Samtidig opererer ofte konglomerater med en form for sosialisme på det interne markedet, der divisjoner med dårlige utsikter subsidieres av vekstdivisjonene, istedenfor å settes på den slankekurven som hadde vært optimalt. En kan argumentere for at mange av svakhetene ved det interne kapitalmarkedet oppstår som en følge av kontrolltap og overvåkningsproblemer.

6.2.3 Oppsummering det interne kapitalmarkedet

I hvilken grad det interne kapitalmarkedet virker verdiøkende for aksjonærene, avhenger i stor grad av de relative fordelene med dette markedet og transaksjonskostnadene i det eksterne markedet. Vi ser at det er en rekke argumenter som både støtter og taler mot hypotesen om at

det interne kapitalmarkedet skaper verdier. Vi ser også at samme argument, for eksempel informasjonsasymmetri, dog i forskjellige aspekter, både brukes som en fordel og ulempe ved et internt kapitalmarked.

Det er også en rekke studier, blant dem [Bhide \(1990\)](#) og [Markides \(1995\)](#), som hevder at de historiske konkurransefordelene konglomeratene oppnådde på grunn av det interne kapitalmarkedet, har blitt vesentlig redusert de seneste tiårene. Dette skyldes teknologisk utvikling, bedre utviklede kapitalmarkeder med nye sofistikerte instrumenter, mindre reguleringer, bedre informasjonsflyt og økende grad av globalisering.

7 Oppsummering perspektivene

Vi har i de fire foregående kapitlene gjennomgått hvilke faktorer som kan virke som verdidrivere og verdiforringere i en konglomeratstruktur. Vi vil i dette kapitlet kort oppsummere de forventede verdieffektene til de forskjellige faktorene i en tabell. Den forventede verdieffekten kan enten være negativ eller positiv. Uavhengig av om den forventede verdieffekten er positiv eller negativ, er det ofte en rekke forhold som må være tilstedeværende for at effekten skal realiseres i praksis. Det er dermed ikke sagt at faktoren vil gjøre seg gjeldende.

Perspektiv	Faktor	Konsept	Verdieffekt
Ledelse principal-agent problemet	Personlig fordeler	Ledelsen ønsker å oppnå større personlige fordeler gjennom økt økonomisk kompensasjon, makt, status og prestisje	Negativ
	Sikring av egen stilling	Ledelsen ønsker å sikre egne stillinger ved å foreta lederspesifikke investeringer som gjør det vanskelige og dyrt å erstatte lederne	Negativ
	Risikoreduksjon i egen portefølje	Ledelsen ønsker å redusere risiko i egen markedsportefølje som følge av at de sitter på en lite diversifisert portefølje konsentrert hos arbeidsgiver	Negativ
Finansielt	Replisering av aksjeporteføljen	Diversifisering på selskapsnivå kan være mer kostnadseffektivt enn investors diversifisering av porteføljen på egenhånd på grunn av markedsdefekter. Med slike defekter antar vi dermed at fordelene er større enn kostnaden forbundet med å bygge konglomeratet	Positiv
		Investorene utsettes for en tvungen diversifiseringsmix i konglomeratet noe som kan virke verdireducerende	Negativ
	Gjeldskapasitet og skattebeskyttelse	Risikoreduksjon i fremtidig kontantstrøm som følge av kombinasjonen av mindre enn perfekt korrelerte inntektsstrømmer muliggjør økt gjeldskapasitet og dermed redusert skatt på grunn av skattebeskyttelsen	Positiv
	Skattefordel ved tapsavsetning	Konglomeratstrukturen muliggjør avstemming av tapet i en divisjon mot inntjeningen i en annen divisjon i dag, slik at en ikke må vente på fremtidig inntjening	Positiv
	Forutsetning for verdsetting	Komplisert struktur, liten gjennomsiktighet og begrenset lovpålagt rapporteringskrav for divisjonene fører til større grad av informasjonsasymmetri og vanskeligheter med å verdsette selskapet	Negativ

Ressursbasert	Ressurser og kapabiliteter	Nyttiggjøring av overskudd på VRIO-ressurser og kapabiliteter i nye bransjer for å oppnå economies of scope. Mindre spesifikke ressurser skaper oftest mest verdi gjennom urelatert diversifisering	Positiv
		Mer spesifikke ressurser skaper oftest mest verdi gjennom relatert diversifisering. Overdiversifisering fører til avtakende marginalutbytte for ressursene. Vanskelig å finne optimal match for ressursbase (søkekostnader)	Negativ
Økonomisk	Markedsmakt	Utnytte de fordelene konglomeratstrukturen gir til å praktisere rovdyrprising og kryss-subsidiering, gjensidig overbærenhet og/eller innbyrdes handel for å oppnå markedsmakt	Positiv
	Internt kapitalmarked	Overlegen informasjonstilgang, kombinert med mulighet for kapitaloverføring mellom divisjoner, gir en mer optimal allokering av en begrenset kapitalmengde. Mulighet for billig ”vinner-utvelgelse”. Internalisering av kapitalmarkedet kan redusere følgene av markedsdefekter.	Positiv
		Strukturen stiller svært store krav til gode corporate governance og overvåkningssystemer, noe som er krevende å oppnå. Ofte større agentproblemer forbundet med fri kontantstrøm og overinvestering. Sosialisme og kryss-subsidiering på det interne markedet gir suboptimal allokering.	Negativ

Vi vil i analysekapittelet (kapittel 10) gå nærmere inn på hvilke faktorer vi mener er de viktigste verdiskaperne, og hvilke som i størst omfang og hyppigst ødelegger aksjonærverdier. I det neste kapittelet vil vi se på hvilke metoder en har for å beregne en eventuell konglomeratrabatt, og hva empiriske studier sier vedrørende konglomeratrabatten.

8 Måling av konglomeratrabatter

For å forstå hva en eventuell konglomeratrabatt egentlig måler og hva den skyldes, er det viktig å ha klart for seg hvordan rabatten beregnes. Da er det viktig å forstå hvordan grad av diversifisering er definert, og hva slags metoder som legges til grunn ved beregning av en eventuell konglomeratrabatt.

8.1 Klassifisering av grad av diversifisering

Grad av diversifisering måles vanligvis med det antall industrier som selskapet opererer innen. Desto større dette antallet er, desto mer diversifisert er selskapet. Denne måleprosessen er avhengig av klassifiseringssystemet på bransjer, det vil si hvordan industrier er gruppert. I USA brukes ofte the Standard industrial classification (SIC)²¹ for å klassifisere bransjer.

Det klassifiseres på flere aggregeringsnivåer og hvert nivå får et tall. Det laveste aggregeringsnivået er nivået hvor selskapene har minst spredning på bransjer, og dette nivået har ofte en fire siffrers bransjekode. Det finnes også tre, to og ett siffrers aggregeringsnivåer, og her finner vi bedrifter med flere forretningsenheter. Selskapene med lavest siffer på aggregeringsnivået har minst overlapping i bransjer mellom forretningsenhetene. Den internasjonale motsvarigheten til det amerikanske systemet er International Standard Industrial Classification²².

8.2 Metoder for beregning og empiriske studier av konglomeratrabatten

Det finnes i hovedsak tre metoder som anvendes for å estimere konglomeratrabatter i empiriske studier:

1. Man undersøker hvilken effekt det har på aksjekursen når kjøp av en virksomhetsgren innen en ny bransje blir kjent i markedet

²¹ <http://www.sic-naics-codes.com/>

²² <http://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=2>

2. Man sammenligner verdien av konglomeratet med den samlede verdi av virksomhetsområdene som frittstående enheter (break-up-verdi metoden eller tverrsnittanalyse).
3. Man studerer hvilken effekt det har på verdien av et konglomerat når enheter selges, eventuelt når enheter fisjonerer.

Vi vil nå presentere de forskjellige metodene og gi en oversikt over de viktigste resultatene fra empiriske studier der metodene er anvendt.

8.2.1 Effekt av oppkjøp av ny virksomhetsgren

8.2.1.1 Metode

Ved bruk av denne metoden kartlegges kursutviklingen for kjøperen av en ny virksomhetsgren på tidspunktet for annonsering, og unormal avkastning beregnes. Normal avkastning er avkastningen vi forventer av en aksje i tilfeller hvor ingen uvanlig begivenhet som oppkjøp forekommer, beregnet ved for eksempel CAPM²³, markedsmodellen²⁴ eller varianter av disse. Hvis den faktiske avkastningen på oppkjøpstidspunktet overgår den normale avkastningen, er den ekstra eller unormale avkastningen (AR_{it}) på tidspunkt t for det fusjonerende selskap i , et mål på fusjonen eller oppkjøpets effekt på verdien til eiernes aksjer. Matematisk uttrykkes dette ved formelen $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$. For å finne unormal avkastning for hele undersøkelsesperioden er det vanlig å beregne summen av daglig (eller månedlig) unormal avkastning for undersøkeshorisonten. Denne akkumulerte summen (CAR) for verdipapir i under periode T uttrykkes matematisk ved formelen: $CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$.

Konklusjoner basert på denne modellen er mer troverdige på kort sikt enn på lang sikt, fordi utslagene ved valg av feil modell blir mindre på kort sikt (Sudarsanam, 2003). Ved bruk av modellen må en foreta en avveining mellom modellens nøyaktighet og tidsperiode. Det er

²³ CAPM, The Capital Asset Pricing Model, er en modell som er utviklet for å verdsette verdipapirer basert på korrelasjonen eller felles bevegelse av avkastning mellom disse verdipapirene. CAPM: $E(R_{it}) = R_{ft} + \beta_i[E(R_{mt}) - R_{ft}]$, hvor $E(R_{it})$ = Forventet avkastning i periode t på aksje i , R_{ft} = Risikofri avkastning i periode t , β_i = beta for aksje i og $E(R_{mt})$ = forventet avkastning i på markedet i periode t . Modellen forutsetter konkurransedyktige og effisiente kapitalmarkeder, uten informasjonsasymmetri og transaksjonskostnader (Brealey og Myers, 2003).

²⁴ The Market Model er gitt ved: $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$, hvor alfa og beta er estimert gjennom å bruke det historiske forholdet mellom den individuelle aksjes avkastning og markedets avkastning (Sudarsanam, 2003).

viktig å korrigere for de kursutslagene som skyldes generelle markedsbevegelser, for å komme frem til mer nøyaktige beregninger av unormal avkastning for aksjonærene.

8.2.1.2 Empiri

En del undersøkelser, spesielt i USA, har kartlagt kursutviklingen rundt annonsering av oppkjøp av virksomhetsgren. Flere undersøkelser viser at kjøper av urelaterte virksomhetsgrener opplevde signifikant positiv unormal avkastning rundt annonsering av fusjoner/oppkjøp på 1960 og -70 tallet (for eksempel: [Matsusaka, 1993](#); [Schipper og Thomson, 1983](#); [Hubbard og Palia, 1999](#)). Disse studiene viste at kombinert verdiøkning for oppkjøper og oppkjøpsobjekt var positiv, og dette forteller oss at markedet forventet verdiskapning ved de urelaterte oppkjøpene. Generelt var annonsering av oppkjøp assosiert med en liten økning i verdi for eierne før midten av 1980-tallet. (for eksempel: [Jensen og Ruback, 1983](#); [Bradley et al., 1988](#)).

Imidlertid finnes det undersøkelser fra og med midten av 70-tallet som gir motstridende resultater. [Morck et al. \(1990\)](#) sammenlikner unormal avkastning for relaterte og urelaterte oppkjøp mellom 1975 og 1987, der et urelatert oppkjøp er definert ved at oppkjøper og oppkjøpsobjektet har forskjellig fire siffrers SIC kode. På tross av, eller kanskje på grunn av, denne snevre definisjonen på relatering finner de ingen signifikant forskjell på gjennomsnittlig tre dagers avkastning mellom relaterte og urelaterte oppkjøp. Definisjonen kan nemlig være noe streng; det vil si oppkjøp klassifisert som urelaterte kan være relaterte. Med bruk av en annen definisjon på urelaterte oppkjøp (definert som at oppkjøper og oppkjøpsobjekt har forskjellig tre siffrers SIC) finner [Chevalier \(2004\)](#) en gjennomsnittlig 11 dagers unormal avkastning på -1,6 % for urelaterte oppkjøp mellom 1980 og 1987, som strider med [Morck et al.](#)'s -4,09 % for samme periode.

Ved bruk av 4 siffrers nivå som definisjonen på et relatert oppkjøp viser [Agrawal et al. \(1992\)](#) i sitt studium av oppkjøp mellom 1955 og 1987, at relaterte oppkjøp har 60 måneders kumulativ unormal avkastning (CAR) på -26 % (signifikant), mens de urelaterte oppkjøpene har -9 % (ikke signifikant). [Walker \(2000\)](#) finner at relaterte oppkjøp ikke gir større verdiøkning enn urelaterte oppkjøp. [Macquiera et al \(1998\)](#) viser derimot i sitt studium av aksje-for-aksje-fusjoner, mellom 1963 og 1996, en fem måneders markedsjustert CAR på 1 % for urelaterte fusjoner og 7 % for relaterte fusjoner. I dette studiet er riktignok et oppkjøp hvor

kjøper og oppkjøpsobjektet er på forskjellig to siffrers SIC-nivå klassifisert som et urelatert oppkjøp. Ut fra disse studiene er det vanskelig å komme med noen sikker konklusjon om aksjemarkedet oppfatter konglomeratbygging som verdiødeleggende på det tidspunkt da oppkjøpet eller fusjonen har blitt kjent i markedet.

For et utvalg av 429 oppkjøp i Storbritannia mellom 1980 og 1990 fant [Sudarsanam et al. \(1996\)](#) at 3 måneders CAR ikke var påvirket av om oppkjøpene var relaterte eller urelaterte. [Gregory \(1997\)](#) fant i nesten samme periode at 24 måneders CAR varierte fra -11 % til -14 % for urelaterte oppkjøp, og fra -4 % til -11 % for relaterte oppkjøp. Disse resultatene var ikke signifikante. Studier fra Storbritannia gir dermed heller ingen klar konklusjon på om urelaterte oppkjøp blir mottatt mer negativt enn relaterte i aksjemarkedet.

Tabellen under viser en oversikt over de, etter vår mening, viktigste studiene av kursutvikling rundt annonsering av kjøp av virksomhetsområde.

Studium	Utvalgsperiode	Størrelse utvalg	Antall dager CAR	Definisjon på urelatert oppkjøp	CAR	Land
Morck et al., 1990	1975-1987	326	3 dager rundt oppkjøp	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 4 siffrers SIC	Ingen signifikant forskjell mellom relatert og urelatert	USA
Chevalier, 2004	1980-1987	Ikke oppgitt	11 dager markedsjustert	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 3 siffrers SIC	Urelatert -1,6 %	USA
Agrawal et al., 1992	1955-1987	765	60 mnd	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 4 siffrers SIC	Relatert: -26 % Urelatert: -9 %	USA
Macquiera et al., 1998	1963-1996	260	5 mnd markedsjustert	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 2 siffrers SIC	Relatert: 1% Urelatert: 7%	USA
Sudarsanam et al., 1996	1980-1990	429	3 mnd rundt oppkjøp	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 2 siffrers SIC	Ingen forskjell mellom relatert og urelatert	Storbritannia
Gregory, 1997	1984-1992	452	24 mnd etter oppkjøp	Oppkjøper og oppkjøpsobjekt er i forskjellig 2 siffrers SIC	Relatert: -4 % til -11 % Urelatert -11 % til -14 %	Storbritannia

8.2.1.3 Eksempel fra det norske markedet: Veidekkes oppkjøp av Stավdal

Børsnoterte veidekke ASA er i dag Skandinavias fjerde største entreprenør og eiendomsutvikler. Dette er et resultat av en strategiendring på tampen av forrige årtusen, da ledelsen besluttet å jobbe aktivt for å gjøre Veidekke ”til en ledende aktør i det nordiske markedet” (Veidekke, 2000). På veien mot dette målet har Veidekke vokst både organisk og gjennom oppkjøp.

Et oppkjøp ble annonsert i en børsmelding den 22. desember 1999 (Newsweb, 22.12.99). Veidekke fremsatte da et frivillig tilbud til Stավdals aksjonærer. Det spesielle med denne transaksjonen var at størstedelen av Stավdals virksomhet lå utenfor Veidekkes eksisterende forretningsområder, og kan således sees på som mindre relatert diversifisering. Stավdals operasjonelle aktiviteter bestod i tillegg til utleie av anleggsmaskiner (eksisterende forretningsområde for Veidekke) av en større værbeskyttelsesdivisjon. Dette ble en ny forretningsenhet i Veidekke som driver med utleie og salg av presenninger, midlertidig og permanent beskyttende leskur og løsninger knyttet til å holde bygninger tørre.

Aksjemarkedets reaksjon på annonseringen av dette oppkjøpet var negativ. Todagers avkastningen i Veidekke, det vil si fra åpningskursen den 22.12.99 til sluttkursen 23.12.99²⁵, var på -5 % mot hovedindeksens avkastning på 4,3 % i samme periode. Sagt på en annen måte opplevde veidekkes aksjonærer en negativ meravkastning på -9,3 % i forhold til markedet og vi kan følgelig se på dette som en støtte for at fokusreducerende oppkjøp ødelegger aksjonærverdier.

Det er likevel viktig å ta med i betraktningen at eiernes negative reaksjon kan skyldes helt andre forhold enn at oppkjøpet minsket Veidekkes fokus. En forklaring kan være den tilsynelatende høye premien på 72 % som Veidekke tilbød Stավdals eiere (Newsweb, 22.12.99). Forutsettes det at kursfallet ene og alene skyltes fokusreduksjonen, er datagrunnlaget uansett altfor tynt til å si noe om det norske markedets generelle reaksjon på urelatert diversifisering. Et annet poeng er det faktum at vi måtte helt tilbake til 1999 for å finne et lite relatert oppkjøp foretatt av et norsk børsnotert foretak. Dette kan tolkes som

²⁵ Historisk Veidekke- og hovedindekskurs funnet ved hjelp av datastreamer

indirekte støtte for at urelatert diversifisering ikke skaper verdier, da norske selskaper oftest velger å vokse gjennom oppkjøp av relaterte bedrifter.

8.2.2 Break-up verdi

8.2.2.1 Metode

Ved bruk av break-up-verdi metoden estimeres verdien av konglomeratets enheter som selvstendige enheter. Dette skjer vanligvis ved hjelp av multiplikatorer. Eksempler på multiplikatorer er selskapsmultiplikatoren $EV^{26}/EBITDA^{27}$ og prismultiplikatoren P/E^{28} .

Median eller gjennomsnitt blir beregnet av multiplikatorene til børsnoterte fokuserte selskap innen samme bransje som virksomhetsområdene til konglomeratets segmenter.

Verdiberegningen av konglomeratet skjer ved å summere den enkeltstående verdien av segmentene som er estimert ved hjelp av multiplikatorene. Neste steg er å sammenlikne denne estimerte verdien med markedsverdien av konglomeratets aksjer tillagt netto gjeld. Er summen høyere enn aksjeverdien + nettogjeld er konklusjonen at aksjen handles med en konglomeratrabatt. En rekke forutsetninger må imidlertid være oppfylt for at en slik undersøkelse skal gi korrekte verdier. Selskapene som brukes i multiplikatorberegningene må være korrekt priset og de må være sammenliknbare, også når det gjelder risiko og vekstutsikter.

En variant av denne metoden er å undersøke forholdet mellom Tobins q og diversifisering.

[Lang og Stulz \(1994\)](#) anvendte denne metoden, og argumenterer for at q er enklere å anvende for å måle en eventuell konglomeratrabatt enn aksjeavkastning eller regnskapsmessige nøkkeltall, fordi ingen risikojustering eller normalisering er nødvendig for å sammenlikne q mellom selskap.

8.2.2.2 Empiri

Det er utført en rekke studier hvor man måler konglomeratrabatten på denne måten.

Amerikanske studier konkluderer med at konglomeratrabatten i snitt er fra 3 til 19 %. [Berger](#)

²⁶ Enterprise value, det vil si markedsverdi av sysselsatt kapital.

²⁷ Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization, det vil si driftsresultat før av- og nedskrivninger.

²⁸ Price/Earnings per share, det vil si pris/fortjeneste per aksje.

og Ofek bruker eiendels-, salgs- og EBIT-multipler i sin undersøkelse fra 1995, og finner en konglomeratrabatt på 10-15 % i sitt utvalg av diversifiserte selskap fra 1986 til 1991.

Servaes (1996) bruker Tobins q og en salgsmultipl og finner en rabatt på 19 % på 1960-tallet og 6 % på 1970-tallet. Ved bruk av samme multipler for perioden 1980-1993 beregnes rabatten til å bli 16-18 % (Rajan et al, 2000). Lamont og Polk (2002) bruker en eiendelsmultipl og finner en mye lavere rabatt på 3-6 % for nesten samme periode (1989-1997).

Tverrsnittanalyser viser også forskjeller i konglomeratrabatten mellom land. Lins og Servaes (1999) konkluderer med at konglomeratrabatten er 15 % i England, 8-10 % i Japan (rabatten gjelder bare for selskaper som inngår i keiretsuer) og fraværende i Tyskland.

Denne undersøkelsen viser for øvrig at konsentrert innsideeierskap (styremedlemmer og ledelse) øker verdien av tyske konglomerater, men ikke japanske og engelske.

Det er også gjort undersøkelser om hvilke faktorer som bestemmer størrelsen på rabatten. Av disse undersøkelsene fremgår det blant annet at rabatten avtar med mer relaterte segmenter, størrelsen på selskapet, kapitalkostnader og på resultatmarginen (Berger og Ofek, 1995). Rabatten øker derimot med gjeldsgrad (Servaes, 1996), og diversitet i investeringsmuligheter og avkastning på investeringer mellom divisjoner (Rajan et al, 2000).

Ved bruk av denne metoden ser det ut som om de fleste konglomerater handles med en rabatt sammenliknet med sine fokuserte motstykker, og at konglomeratet som struktur således ødelegger verdier for eierne.

Tabellen under viser en oversikt over de, etter vår mening, viktigste studiene av konglomeratrabatten gjort ved tverrsnittanalyse.

Studium	Utvalgs periode	Størrelse	Verdi multipl	Benchmark multipl	Definisjon på konglomerat	Estimat på konglomeratrabatten	Land
Berger og Ofek, 1995	1986-1991	3 659 selskaper	Eiendels-Salgs-EBIT-	Bransje median	I flere enn en to siffers SIC	10-15 %	USA
Servaes, 1996	1961-1976 og 1979	266-518 selskaper	Salgs-Tobins q	Bransje median og gjennom-snitt	I flere enn en to siffers SIC	19 % på 1960-tallet 6 % på 1970-tallet	USA
Rajan et al., 2000	1980-1993	13 947 segmenter	Salgs-Tobins q	Gjennom-snitt	I flere enn en tre siffers SIC	16-18 %	USA

Lamont og Polk, 2000	1980-1997	1987 selskaper	Eiendels-	Bransje median	I flere enn en tre siffers SIC	3-6 %	USA
Lins og Servaes, 1999	1992 og 1994	227 tyske, 778 japanske og 341 britiske selskaper	Salgs-Tobins <i>q</i>	Bransje median og gjennomsnitt	I flere enn en to siffers SIC	0 % i Tyskland 8-10 % i Japan 15 % i Storbritannia	Tyskland Japan Storbritannia

8.2.2.3 Eksempel fra det norske markedet: Orklas break-up verdi

Som nevnt i innledningen er Orkla det mest kjente konglomeratet i Norge, med virksomheter innen blant annet media, merkevarer, finansiell investering, kjemi- og aluminiumsproduksjon. For å fastslå om Orkla handles med en konglomeratrabatt må en først se nærmere på verdien av selskapets ulike divisjoner gitt at disse var selvstendige enheter. Verdiestimatet for eksempelvis media divisjonen finnes da ved å sammenligne denne med en peer-group (justert for fundamentale forhold). Summen av verdiestimatene på divisjonene, Orklas break-up verdi fratrukket netto gjeld, sammenlignes tilslutt med markedsverdien for å si noe om en eventuell rabatt eller premie i Orkla.

Vi har valgt å innhente verdsettingsestimater på Orkla fra et utvalg meglerhus. Estimaten vi har benyttet er utarbeidet rett i etterkant av Orklas presentasjon av resultatene for 1. kvartal 2006. Meglerhusene operer i hovedsak med to verdivurderingsstørrelser, break-up verdi og fair verdi. Fair verdi er et realistisk og objektivt uttrykk for den potensielle markedsverdien til et selskap.

Meglerhus	DnBNOR ²⁹	Fondsfinans ³⁰	Canergie ³¹	Handelsbanken ³²	First ³³	Gj.snitt
Break-up	427	419	475	450	-	442,5
Fair	390	375	380	405	370	384
Rabatt	8,7 %	10,5 %	20 %	10%	-	13,2 %

Tabellen ovenfor oppsummerer de ulike meglerhusenes verdianslag, og vi ser at alle (minus First) operer med en varierende konglomeratrabatt i forhold til egen fair verdi. Gjennomsnittet

²⁹ Mauer (2006).

³⁰ Haagensen (2006).

³¹ Rasch-Olsen (2006).

³² Østby (2006).

³³ Strømstad (2006).

for de fire meglerhusene som bruker break-up verdi som beregningsmetode er en rabatt på 13,2 %. Sammenligner vi det gjennomsnittlige anslaget på Orklas break-up verdi, 442,5 per aksje, med dagens markedskurs³⁴ på 346,50 får vi en rabatt på 21,7 %.

Vi kan dermed konkludere med at det norske aksjemarkedet ser på konglomeratstrukturen som verdiødeleggende i Orklas tilfelle, og således forlanger en rabatt for å investere i urelatert diversifiserte selskaper. Igjen er det viktig å huske på at dette kun er en enkeltstående observasjon, som ikke er egnet til å foreta noen signifikant konklusjon vedrørende det norske markedets oppfatning av konglomeratstrukturen.

8.2.3 Effekt av salg eller fisjon av virksomhetsområde

8.2.3.1 Metode

Denne metoden fokuserer på virkning på aksjekursen til selger og kjøper i tiden rundt annonsering av salg eller fisjon av forretningsenhet. Salget representerer da et salg av et selskaps segment til en tredjepart. Fisjoner³⁵ er mer relatert til kontrollerte datterselskap og i en fisjon fordeles aksjene selskapet eier i et datterselskap til selskapets egne aksjeholdere på pro rata basis (Chung et al, 1998). Fisjoner muliggjør analyse av forskjeller i investeringsmuligheter mellom divisjoner fordi aksjemarkedsverdier og regnskapsinformasjon er tilgjengelig separat for det fisjonerte selskapet og det gjenværende morselskapet etter fisjonen. Fordelen med denne metoden å analysere konglomeratrabatten på er at man kan måle effekten av en fisjon ved å undersøke endringen i det kombinerte firmaets merverdi etter fisjonen i forhold til morselskapets merverdi før fisjonen.

8.2.3.2 Empiri

Generelt oppfatter aksjemarkedet salg av virksomhet som en verdiskapende beslutning, men i en stor minoritet av undersøkte selskap var reaksjonen negativ. I USA opplever selgeren av en virksomhet (konglomeratet) en signifikant to dagers unormal avkastning på 1-2 % etter salg

³⁴ Kurs per 05.05.06 hentet fra Oslo Børs sin hjemmeside (www.ose.no)

³⁵ Ved en fisjon/spin-off skilles et datterselskap ut. Datterselskapet eksisterer da uavhengig av morselskapet og vurderes separat av aksjemarkedet. Datterselskapets eiendeler blir ikke revaluert og ingen penger skifter hender. Transaksjonen behandles som dividende- og skattefri byttehandel (Ross et al., 2003).

av virksomhetsgren, mens effekten på kjøperens aksjekurs ikke er signifikant (Alexander et al, 1984; Jain, 1985; Linn og Rozeff, 1984).

Verdieffekten ved en fisjon ligger rundt 2-4 % (Chung et al 1998). At den positive effekten for selger er større ved fisjon enn ved salg av forretningsenhet kan skyldes dårlige økonomiske prestasjoner før salget, eller det kan reflektere at den solgte forretningsenheten gjennomsnittlig kan ha mindre relativ størrelse enn den fisjonerte enheten. Grunnen til at kursutslagene for både kjøper og selger er så små kan i følge Klein (1986) delvis forklares med at den frasolgte enheten vanligvis har liten verdi i forhold til både kjøper og selgers verdi. Amerikanske undersøkelser indikerer også at både restselskapet og den fisjonerte enheten oppnår positiv unormal avkastning på 2-5 års sikt (Boye, 2004). Cusatis et al. (1993) undersøkte for eksempel verdieffekter av fisjon 24 og 36 måneder etter fisjonen og fant at morselskapet hadde henholdsvis 27 % (signifikant) og 18 % (ikke signifikant) over normal avkastning, mens den utfisjonerte enheten hadde henholdsvis 25 % og 34 % (begge signifikante) over normal avkastning. Dette fant de gjennom å måle unormal avkastning for aksjeholdere mot størrelse- og bransjematchedde porteføljer og benchmarks³⁶. Problemet med denne metoden er at det finnes en rekke benchmarks å velge mellom, og det er vanskelig å finne en benchmark som er egnet for å trekke slutninger basert på langsiktig avkastning.

En rekke studier av fisjoner viser at avkastning på kort og lang sikt, samt operasjonell prestasjon er høyere når fisjonen øker fokuset til morselskapet. (Daley et al., 1997; Desai og Jain, 1999). For en to dagers annonseringsperiode fant Daley et al. (1997) at fokusøkende fisjoner ga svært signifikant avkastning på 4 %, mens fokusreduserende fisjoner ga en ikke signifikant avkastning på 1 %. Fokusøkende fisjoner var definert som fisjon av selskap som var i en annen to siffrers bransje enn morselskapet. Desai og Jain (1999) finner gjennomsnittlig unormal avkastning på 33,36 % i de 3 påfølgende år etter fokusøkende fisjoner mot -14,34 % for fisjoner som var fokusreduserende. John og Ofek (1995) gir bevis på forbedrede operasjonelle prestasjoner over de tre følgende årene etter salg som har ledet til økt fokus. Berger og Ofek (1999) finner kumulativ unormal avkastning på 7,3 % rundt annonsering av at selskaper skal refokusere. Denne unormale avkastningen har signifikant sammenheng med verdireduksjonen som forekom som et resultat av selskapets tidligere diversifiseringsstrategi.

³⁶ En standard som prestasjonene til verdipapir, indekser eller investorer kan måles mot (Bodie og Merton, 2000).

I Storbritannia er det gjennomført fire studier som undersøker aksjemarkedets reaksjon rundt annonsering av salg av virksomhetsområde. Alle finner at selgers aksjeholdere opplever verdiøkning rundt annonsering, og CAR i de fire studiene ligger mellom 0,4 og 1,2 % (Afshar et al, 1992; Lasfer et al, 1996; Kaiser og Stouraitis, 2001; Alexandrou og Sudarsanam, 2001).

Kaiser og Stouraitis (2001) undersøkte de 15 siste handelsdagene før salg av virksomhet, og fant unormal avkastning på -1,6 % i Storbritannia, -3,1 % i Sverige, 1,4 % i Frankrike (ikke signifikant) og -0,7 % i Tyskland (ikke signifikant). Disse forskjellene mellom europeiske land kan skyldes en rekke faktorer, for eksempel lov om selskapskatt på kapitalgevinst ved salg av forretningsenhet, likviditeten til markedet for salg av virksomheter, karakteristikk ved aksjemarkedene som evaluerer transaksjonen, informasjonen tilgjengelig om salgene og selskapenes styringsstrukturer. Fisjoner representerer et relativt nytt fenomen i Europa og det foreligger derfor bare et studium som kartlegger 11 dagers unormal avkastning for et utvalg på 70 selskaper i perioden 1990-1998. I denne undersøkelsen finner de Vroom og van Frederikslust (2000) 4,5 % unormal avkastning, noe som indikerer at europeiske fisjoner skaper verdi på kort sikt.

Det er sannsynlig at de virksomhetsområdene som selges/fisjonerer, er de virksomhetsområdene som passer dårligst i konglomeratstrukturen. Det er derfor også sannsynlig at salg/fisjon av disse enhetene vil være mer fordelaktig for aksjonærene enn salg/fisjon av de gjenværende enhetene. Ellers kan det oppsummeres fra empiriske studier av fisjoner av virksomheter at aksjemarkedet reagerer positivt ved salg av virksomheter når:

- a) En stor andel av salgsbeløpet utbetales til aksjonærene eller brukes til å nedbetale gjeld i stedet for å reinvestere (for eksempel: Lang et al, 1995; Kaiser og Stouraitis, 2001). Dette gjaldt spesielt hvis morselskapet presterte dårlig før salget.
- b) Selger har gode vekstutsikter³⁷ (Alexandrou og Sudarsanam, 2001). Dette resultatet gjelder også i nedgangstider.
- c) Det solgte virksomhetsområdet har prestert dårlig (Kaiser og Stouraitis, 2001)
- d) Selger har finansielle problemer (Lasfer et al, 1996).
- e) Salgsselskap har konkrete langtidspaner som inkluderer prestasjonsmåling av toppledelsen (Theranian et al, 1987). Dette fordi ledelsesincentiver påvirker kvaliteten på beslutninger.

³⁷ Vekstmuligheter er her målt ved markedsverdi over regnskapsverdi av egenkapital.

Karakteristikk ved transaksjonen, for eksempel om kjøperen er en utenlandsk kjøper, påvirker også markedets vurdering av salget.

Empiriske bevis i hoveddelen av litteraturen tolkes som bevis på at økt fokus skaper verdi som et resultat av at negative synerger mellom divisjoner fjernes, eller at ledelsen kan gå tilbake til det de er gode til. Disse tolkningene er konsistent med mer generelle studier som linker verdiøkninger til endringer i fokus (for eksempel [Comment og Jarrell, 1995](#); [John og Ofek, 1995](#); [Hite og Owers \(1983\)](#), [Berger og Ofek \(1999\)](#) og [Krishnaswami og Subramaniam \(1999\)](#)).

Tabellen under viser en oversikt over de, etter vår mening, viktigste studiene omhandlende effekter av salg eller fisjon av forretningsenhet.

Studium	Utvalgsperiode	Størrelse på utvalg	Benchmark modell	Antall dager CAR	Definisjon på fokus-økende fisjon	CAR for morselskap	Land
Jain, 1985	1976-1978	1064 salg	Markedsmodellen	11		3,6 %	
Klein, 1986	1970-1979	202 salg	Markedsmodellen	3		1,1 %	
Cusatis et al., 1993	1965-1988	146 fisjoner	Markedsjustert	2		2,1 %	USA
Daley et al., 1997	1975-1991	85 fisjoner	Markedsjustert	2	Morselskap og fisjonert selskap er i forskjellig 2 siffers SIC	Fokus-økende: 4 % Fokus-reduserende: 1%	USA
Desai og Jain, 1999	1975-1991	155 fisjoner	Størrelse- og bransjejustert	12, 24 og 36 måneder	Morselskap og fisjonert selskap er i forskjellig 2 siffers SIC	Fokus-økende: 12 %, 21 %, 33 % Fokus-reduserende: -1%, -8 %, -14 %	USA
Afshar et al., 1992	1985-1986	178 salg	Markedsmodellen	1 dager		0,9 %	Storbritannia
Lasfer et al., 1996	1985-1986	142 salg	Gjennomsnittjustert	2 dager		0,8 %	Storbritannia
Kaiser og Stouraitis, 2001	1984-1993	Storbritannia: 76 Frankrike: 46 Tyskland: 36 Sverige: 30 Salg	Markedsmodellen	15 dager før annonsering		UK: -1,6 % Sverige: -3,1 % Frankrike: -1,4 % (ikke signifikant) Tyskland: -0,7 (ikke signifikant)	Europa

Alexandrou og Sudarsanam, 2001	1987-1993	1941 salg	Størrelse og markedsverdi/ bokverdi	3 dager		0,4 %	Storbritannia
de Vroom og van Frederikslust, 2000	1990-1998	70 fisjoner	Markedsmodellen	11 dager		4,5 %	Europa

8.2.3.3 Eksempel fra det norske markedet: Norsk Hydros fisjon av gjødselsdivisjonen

Gjødselsdivisjonen til Norsk Hydro, tidligere kjent som Hydro Agri, ble den 25.03.04 utfisjonert og børsnotert på Oslo Børs som Yara International ASA. Forut for dette lå det en lang prosess, og første offentlige børs melding angående Hydros planer om utfisjonering av Agri ble sendt ut den 19.06.03. Styret kunngjorde da at de startet forberedelsene for å etablere Agri-virksomheten som et eget, norskbasert selskap med notering på Oslo Børs ([Newsweb, 19.06.03](#)). Forøvrig ble børsnoteringen endelig godkjent av Norsk Hydros styre den 28.11.03 ([Newsweb, 28.11.03](#)).

Ser vi på todagens avkastning for Norsk Hydros aksjonærer i forbindelse med Yara fisjonen, fra åpningskursen 19.06.03 til sluttkursen 20.06.03³⁸, var denne på 7,5 % mot ingen endring (0 %) for hovedindeksen (OSEBX). Vi ser dermed at aksjemarkedet så på meldingen fra Hydro om økt fokus som svært positivt, og kan tolke dette som et argument for at konglomerater ødelegger verdier. Vi kan konkludere med at utfisjoneringen av gjødselsvirksomheten førte til at Hydro ble mer fokusert, og konglomeratrabatten redusert.

Det er imidlertid viktig å huske på at dette kun er ett enkeltstående eksempel fra det norske markedet og at informasjonsverdien er begrenset. For å kunne trekk en signifikant slutning om det norske aksjemarkedes reaksjoner på fokusøkende fisjoner kreves et mye større datagrunnlag.

8.2.4 Oppsummering målemetoder

Ved måling av konglomeratrabatter i empiriske studier anvendes hovedsaklig tre metoder: Man undersøker hvilken effekt det har på aksjekursen når kjøp av en virksomhetsgren innen

³⁸ Historisk Hydro- og hovedindekskurs hentet fra Oslo Børs sin hjemmeside (www.ose.no)

en ny bransje blir kjent i markedet, man sammenligner verdien av konglomeratet med den samlede verdi av virksomhetsområdene som frittstående enheter (break-up verdi) eller man studerer hvilken effekt det har på verdien av et konglomerat når enheter selges eller utfisjonerer.

Studier av oppkjøp viser signifikant positiv unormal avkastning på 1960- og 1970-tallet, men sprikende resultater etter dette. Break-up-verdi metoden har blitt mye brukt for å bestemme størrelsen på en eventuell rabatt og hvilke faktorer som påvirker rabatten. Resultatene viser at rabatten er forskjellig mellom land: amerikanske undersøkelser gir en gjennomsnittlig rabatt fra 3 til 19 %, [Lins og Servaes \(1999\)](#) konkluderer med at konglomeratrabatten er 15 % i England, 8-10 % i Japan og fraværende i Tyskland. Rabatten avtar med størrelsen på selskapet og størrelsen på resultatmarginen, mens den tiltar med gjeldsgraden ifølge studier med bruk av tverrsnittanalyser. Studiene av aksjekursutvikling etter annonseringen av salgsbeslutning vedrørende en forretningsenhet i USA viser at selgers aksjekurs øker med 1-2 %, mens verdieffekten av fisjon er på 2-4 %. I Europa gir metoden forskjeller i 15 dagers unormal avkastning mellom land: -1,6 % i Storbritannia, -3,1 % i Sverige, 1,4 % i Frankrike (ikke signifikant) og -0,7 % i Tyskland (ikke signifikant). Aksjemarkedet reagerer generelt mer positivt på fokusøkende - enn på fokusreducerende salg og fisjoner.

Som en oppsummering kan vi si at bruk av break-up verdi er den eneste metoden hvor forskerne enes om at det eksisterer en konglomeratrabatt. Bruk av de andre metodene gir sprikende resultater for forskjellige tidsperioder, men majoriteten av studiene heller mer mot at urelatert diversifisering er mindre lønnsom enn relatert diversifisering.

9 Målefeil

Siden 1990 har det blitt publisert flere studier som setter spørsmålstegn ved målingene i tidligere undersøkelser, og som peker på en rekke problemer med tidligere datagrunnlag og undersøkelsesforutsetninger. En del av undersøkelsene tviler ikke på eksistensen av en konglomeratrabatt, men betviler at rabatten skyldes diversifiseringen i seg selv. Andre studier går så langt som å hevde at målefeilene er så store at det faktisk ikke finnes en konglomeratrabatt, og at urelatert diversifisering tvert imot er verdiskapende.

9.1 Feilslutninger om diversifiseringens endogenitet

En rekke studier (for eksempel [Campa og Kedia, 2002](#)) har nylig argumentert for at rabatten som antas å eksistere for diversifiserte selskap skyldes noe helt annet enn perspektivene presentert tidligere. Rabatten skyldes bedriftens karakteristikk forut for diversifiseringen. Disse undersøkelsene viser at konglomeratene var systematisk annerledes enn det typiske fokuserte selskapet allerede før de begynte å diversifisere, og at manglende kontroll av diversifiseringsbeslutningens endogenitet har ledet til feilslutninger om at konglomerater er verdiødeleggende i en rekke studier.

9.1.1 Prestasjons- og agentproblemer før oppkjøp

Den estimerte konglomeratrabatten i tidligere studier kan skyldes at morselskapet eller oppkjøpsobjektet har prestasjons- og agentproblemer i utgangspunktet. Vi kan for eksempel se på et selskap som opplever endringer i teknologi som påvirker selskapets konkurransemessige fortrinn i bransjen. Dette selskapet vil være verdsatt med rabatt jamført de andre selskapene i forretningsområdet. Selskapet vil da ha lavere alternativkostnad ved å allokere sine knappe ressurser til andre bransjer, og dette kan føre til at selskapet ønsker å diversifisere. Konklusjonen blir at hvis selskap som presterer dårlig er de som diversifiserer vil rabatten bli feilattribuert til diversifiseringsaktiviteten og ikke til selskapets dårlige

prestasjoner, gitt at man ikke tar tidligere prestasjoner og den påvirkningen disse har på diversifiseringsbeslutningen med i beregningen.

Dette underbygges for eksempel av [Campa og Kedia \(2002\)](#) som viser at konglomerater selges til rabatt allerede før diversifiseringen, noe som kan forklare forskjellene de påviser i størrelse, bransjevekst, kapitalkostnad/salg, EBIT/salg og F & U/salg mellom konglomerater og selskaper som kun er i ett segment. Campa og Kedia konkluderer med at diversifisering er en verdiøkende strategi for de som følger den, fordi selv om selskaper som diversifiserer har lavere verdi enn selskaper i bransjen som forblir fokuserte, har de faktisk høyere verdi enn selskaper som går ut av bransjen. Campa og Kedia konkluderer også med at selskaper som velger å fokusere sine operasjoner ville lide signifikant verditap hvis de hadde forblitt diversifiserte. Dette antyder igjen at den observerte korrelasjonen mellom diversifiseringsstatus og selskapsverdi ikke trenger å være kausal, men heller utfall av profittmaksimerende selskaper som reagerer på sjokk i omgivelsene.

[Hubbard og Palia \(1999\)](#) viser at oppkjøpsobjektene under konglomeratbyggingen på 1960-tallet var selskaper som hadde økonomiske problemer. En kan dermed sette spørsmålsteget ved undersøkelser (for eksempel [Servaes, 1996](#)) som konkluderer med at konglomeratrabatten de finner for 1960-tallet skyldtes at diversifisering i seg selv var verdiødeleggende. [Graham et al. \(2002\)](#) analyserer verdien av oppkjøpsobjekter før oppkjøp av konglomerater, og finner at de oppkjøpte selskapene selges med en gjennomsnittlig rabatt på 15 % i deres siste år som enkeltstående selskaper. Graham et al. viser at dersom konglomeratene er systematisk annerledes enn de fokuserte selskapene de sammenliknes med, vil mangel for å ta dette med i beregningene lede til signifikante feilvurderinger av verdieffekten av diversifisering. I et utvalg oppkjøp viser de at nesten hele reduksjonen i unormal avkastning for alle typer oppkjøp (relatert, urelatert, segmentøkende og -reducerende) og selskaper (enten de er ett-segments eller flersegments ex post) kan forklares ved å ta hensyn til karakteristikker ved oppkjøpsobjektet.

[Lang og Stultz \(1994\)](#) finner i sitt studium at diversifiserende selskaper presterer dårlig allerede før konglomeratbyggingen. De argumenterer for at diversifisering verken er verdiødeleggende eller forsterker agentproblemer. [Hyland \(1999\)](#) viser også at konglomerater presterer dårlig i utgangspunktet og hevder at de bruker diversifiseringsstrategi i et forsøk på å tilegne seg vekstmuligheter.

Rabatten i forbindelse med diversifisering kan også bli overvurdert hvis ikke selskapskarakteristikker i forhold til agentproblemer blir medberegnet. Et selskap med ledelse som har store private fordeler vil inngå aktiviteter som er i strid med maksimering av eiernes verdi, og et slikt selskap vil handles med en rabatt i forhold til andre selskap i bransjen *før* diversifisering. Det argumenteres ofte for at konglomeratrabatten skyldes agentproblemer i forbindelse med diversifisering, men [Campa og Kedia \(2002\)](#) viser at deler av den observerte rabatten forklares av rabatten som selskapet er vurdert med *ex ante* for diversifiseringen.

9.1.2 Matching av ressurser

Som nevnt under det ressursbaserte perspektivet (kapittel 5) vil et verdimaksimerende selskap gå glipp av fordeler ved spesialisering og gjennomføre et kostnadskrevende søk for å finne en god match til sine ressurser ([Matsusaka, 2001](#)). Karakteristikker ved selskapets ressurser og kapabiliteter avgjør om selskapet begir seg ut på et slikt søk og hvor kostnadskrevende søket vil bli. I søkeperioden vil markedsverdien til selskapet være lavere enn verdien av et sammenlignbart selskap som opererer kun i ett segment. Denne rabatten vil feilattribueres verdiødeleggelse grunnet diversifisering fordi en ikke tar hensyn til selskapskarakteristikker som gjør diversifisering optimal på lengre sikt.

9.1.3 Oppsummering feilslutninger om diversifiseringens endogenitet

En rekke nyere studier peker på at konglomeratrabatten ikke skyldes at diversifisering er verdiødeleggende, det skyldes karakteristikker ved selger og kjøper allerede før diversifiseringen finner sted. Slike karakteristikker kan være for eksempel være egenskaper ved selskapets teknologi, F & U fokus, økonomiske prestasjoner, vekstmuligheter i eget marked, agent-prinsipal situasjon eller at selskapet trenger å finne en match til sine ressurser og organisatoriske kapabiliteter. [Graham et al. \(2002\)](#) viser i et utvalg oppkjøp at medberegning av oppkjøpers og oppkjøpsobjektets karakteristikker forklarer nesten hele konglomeratrabatten enten oppkjøpet er relatert, urelatert, segmentøkende eller -reducerende. Dette er i tråd med studier som viser at korrelasjonen mellom diversifiseringsstatus og

selskapsverdi ikke trenger å være kausal, men heller utfall av profittmaksimerende selskap som reagerer på sjokk i omgivelsene.

9.2 Mangelfulle data

Villalonga (2000a) mener at tidligere forsøk på å vurdere konglomeratrabatten i amerikanske aksjemarkeder er mangelfulle fordi de tar utgangspunkt i rapportert data om forretningssegmentene. Disse dataene har fundamentale begrensninger både når det gjelder detaljnivå og nøyaktighet. Det er også diskutabelt om forholdstall beregnet på bakgrunn av slike data representerer faktiske forhold og er egnet til å sammenlikne selskaper.

9.2.1 Utilstrekkelig rapportering av segmenter

Selskapene registrert i databaser som COMPUSTAT³⁹ er i mange tilfeller mer diversifiserte enn dataene indikerer fordi grad av oppdeling i segmentenes finansielle rapportering er mindre enn den reelle. COMPUSTAT krever for eksempel kun rapportering av segmenter som utgjør 10 % eller mer av salg, eiendeler eller profitt. Resultatet er at totalt antall segmenter i dataene er begrenset til ti. Lichtenberg (1991) rapporterer at denne begrensningen gjør seg gjeldende for 17 % av alle COMPUSTAT selskap og Montgomery (1994) indikerer at dette er bindende for 56 % av de 500 største selskapene registrert i COMPUSTAT.

9.2.2 Uklar definisjon på bransjesegment

Definisjonen på et bransjesegment er så fleksibel at selskap kan kombinere to eller flere aktiviteter som er vertikalt, eller på annen måte, relatert til ett segment. Aggregeringen av aktiviteter inn i ett segment varierer mellom bransjer og bedrifter ettersom selskapene rapporterer selv. Davis og Duhaime (1992) rapporterer at bransjer, som verken er relatert eller vertikalt integrert, er gruppert inn i ett segment i 5 til 10 % av tilfellene de har studert. Bedrifter endrer også noen ganger segmentene de rapporterer uten at det er noen reell

³⁹ Compustat er en database med historiske finansielle data for nord-amerikanske selskap 20 år tilbake i tid, og globale selskap 10 år tilbake i tid. Dataene er levert av Standard & Poor's.

underliggende endring i virksomheten. [Denis et al. \(1997\)](#) og [Hyland \(1999\)](#) rapporterer at rundt en fjerdedel av rapporterte endringer i segmenter for COMPUSTAT-selskaper kun var rapporterte endringer, og ikke reelle endringer.

9.2.3 Tobins q beregnet med unøyaktige data

Noen industrier består i all hovedsak av divisjoner i diversifiserte selskap. Dermed kan antagelsen om at Tobins q for et diversifisert selskap er lik gjennomsnitts q ratio for selskaper som kun opererer i dette segmentet være ugyldig. Noen bedrifter smelter sammen forretningsenheter for rapporteringsformål som i seg selv er diversifiserte forretningsenheter. Dermed er q ratioen for fokuserte selskap kanskje ikke representativ for flerindustri segmenter som bedriften rapporterer inn. Q for det fokuserte selskapet kan også systematisk være feil, påvirket eller forutinntatt. Eksempelvis illustrerer [Villalonga \(2004\)](#) hvordan segmenter i diversifiserte selskap gjennomsnittlig er større enn enkeltstående segmenter i samme bransje. Siden q og bedriftens (og segmentets) eiendeler varierer inverst, kan q ratioen for en bedrift med kun ett segment være høyere enn det som er hensiktsmessig i sammenlikning med segmentene for diversifiserte selskap.

9.2.4 Undersøkelse av konglomeratrabatten uten bruk av COMPUSTAT

I sin undersøkelse fra 2004 bruker [Villalonga](#) en ny database (BITS) på selskapsnivå som dekker den amerikanske økonomien mellom 1989 og 1996 for å finne et alternativt og muligens bedre mål på diversifisering. Denne databasen bestemmer bedriftenes segmenter på en mer konsistent måte og er ikke farget av strategisk regnskapsføring, typisk for rapporteringen før 1997. Bruken av denne dataen gir Villalonga resultatet at diversifiserte selskap faktisk er verdsatt med en statistisk signifikant premie relativt til spesialiserte selskaper i samme bransje. En mulig forklaring på rabatten funnet av COMPUSTAT data er dermed at den er et resultat av ledelsens strategiske segmentrapportering.

9.2.5 Oppsummering mangelfulle data

Tidligere forsøk på å vurdere konglomeratrabatten i amerikanske aksjemarkeder er mangelfulle fordi de tar utgangspunkt i selvrapporterte data om forretningssegmentene. Datagrunnlaget er lite detaljert og unøyaktig fordi rapporteringen av segmentene er relativt grov (segmentet må representere minst 10 % av salget for å rapporteres) og definisjonene av segmentene er sprikende. Å bruke forholdstall som Tobins q blir da misledende fordi forretningsenhetene/selskapene som sammenliknes nødvendigvis ikke er sammenliknbare i virkeligheten, selv om de er rapportert likt. [Villalonga \(2004\)](#) tester implikasjonene av dataenes mangler ved å anvende en annen database, BITS, med mer konsistente definisjoner av segmentene, og finner at diversifiserte selskap er verdsatt med en statistisk signifikant premie relativt til spesialiserte selskaper i samme bransje.

9.3 Bruk av Tobins q

I tillegg til problemene med å sammenligne Tobins q mellom ulikt diversifiserte bedrifter, diskuterer også en rekke studier selve bruken av Tobins q . [Whited \(2001\)](#) peker på at de fleste studier som påviser konglomeratrabatten bruker Tobins q som et mål på investeringsmuligheter, men at Tobins q sannsynligvis er et utilstrekkelig mål for dette. De fleste standardmodeller for investering med flere tidsperioder viser at investering bør måles av en umålelig størrelse: marginal q . Denne variabelen er vanligvis definert som ledelsens forventning til neddiskontert nåverdi av fremtidens marginalprodukt av kapital (se for eksempel [Lucas og Preskott \(1971\)](#), [Hayashi \(1982\)](#), og [Abel og Eberly \(1994\)](#)).

Et bredt spekter av corporate finance og makroøkonomisk litteratur diskuterer hvordan observerbare mål på Tobins q kan være substansielt forskjellig fra uobserverbare marginal q . Som vi diskuterte i det økonomiske perspektivet om det interne kapitalmarkedet har flere tidligere studier vist at det er lavere Tobins q for selskap som opererer i flere bransjer. Dette indikerer at investeringer er mindre påvirket av eksistensen av lønnsomme investeringsmuligheter i konglomerater (for eksempel [Berger og Ofek, 1995](#); [Scharfstein, 1998](#)). Undersøkelser viser også at et segments investeringer er påvirket av andre divisjoners kontantstrøm i konglomeratet, noe mange mener gir bevis for at selskapets hovedkontor

flytter midler suboptimalt mellom divisjoner (Lamont, 1997; Shin og Stultz, 1998; Shin og Park, 1998; Rajan et al. 2000).

Whited (2001) finner derimot at ved å bruke estimatorer som er konsistente for målefeil forsvinner de overnevnte to resultatene; investering varierer ikke med noe mål for kontantstrøm for segmenter eller bedrifter, og hvordan investering varierer med q er likt for segmenter og selskaper. Disse resultatene forteller oss at segmenter i et konglomerat ikke over- eller underinvesterer relativt til sine investeringsmuligheter sammenliknet med fokuserte selskap.

9.4 Oppsummering målefeil

En rekke nyere studier peker på at konglomeratrabatten ikke skyldes at diversifisering er verdiødeleggende, den skyldes karakteristikk ved selger og kjøper allerede før diversifiseringen finner sted. Enkelte studier konkluderer med at diversifisering faktisk er en verdimaksimerende strategi for de som følger den.

Dataene som anvendes i de fleste amerikanske studiene av konglomeratrabatter har også vært gjenstand for en del kritikk. Spesielt er det segmentrapporteringens mangel på detaljer og klare definisjoner på segmenter, samt det faktum at det ledelsens rapportering kan være strategisk, som kritiseres.

Nylig har det også blitt påpekt at Tobins q sannsynligvis er et utilstrekkelig mål for investeringsmuligheter, og at marginal q heller bør brukes. Disse to størrelsene kan være substansielt forskjellige. Tidligere studier har konkludert med at investeringer i konglomeratet er mindre påvirket av eksistensen av lønnsomme investeringsmuligheter internt enn investeringene i fokuserte selskaper. Disse konkluderer også med at et segments investeringer er påvirket av andre segmenters kontantstrøm. Ved å anvende estimatorer som er konsistente for målefeil finner derimot Whited (2001) at konglomerater ikke over- eller underinvesterer relativt til sine investeringsmuligheter sammenliknet med fokuserte selskap.

10 Analyse

I dette kapitlet vil vi analysere og sammenfatte teorien som vi har presentert til nå, og presentere egne meninger vedrørende emnet. Kapitlet innledes med en diskusjon om hvor konsistente resultatene fra dagens forskning er, og avsluttes med en indikasjon på hva vi tror forskernes endelig konklusjon angående diversifisering og aksjonærverdier vil bli. Vi vil også se nærmere på om en kan forklare diversifisering, og ulikheter i diversifiseringsnivå mellom land, ut fra markedsforhold. Videre analyseres selskapsforholdene gjennomgått i perspektivkapitlene med tanke på relativt verdiskapningspotensial, og sannsynlighet for at faktoren faktisk vil innvirke på verdien av konglomeratet. Vi beskriver også den samlede verdieffekten av diversifisering gitt selskapers individuelle karakteristikk.

10.1 Forskningens modenhet

Vi ser fra litteraturen at det er sprikende konklusjoner om verdieffekten av urelatert diversifisering er positiv eller negativ, og at slutningene varierer med når studien ble utarbeidet og dens innfallsvinkel. Til tross for at forholdet mellom diversifisering og selskapsprestasjoner er et av de mest studerte forhold i corporate finance litteratur ([Chatterjee og Wernerfelt, 1991](#)) har forskerne ennå ikke nådd konsensus i studiene av dette undersøkelsesområdet. En kan dermed konkludere med at dette undersøkelsesområdet ikke har nådd modenhet. Forskning av et område kan karakteriseres som modent når (1) et betydelig antall studier har blitt utført, (2) studiene har gitt rimelig konsistente og tolkbare funn, og (3) forskningen har ledet til generell konsensus vedrørende naturen til de viktigste forholdene ([Palich et al., 2000](#)). Vedrørende kriterium (3) er det naturlig innenfor de fleste forskningsområder at forskerne aldri blir *helt* enige, men at det er en viss konsensus vedrørende noen hovedforhold. Litteraturen om effekten av diversifisering oppfyller ikke de to siste kriteriene. Forskingen innen dette emnet er helt klart tallrik, men den er ikke moden definert av empirisk konsensus. Inkonsistensen i mer enn 30 års forskning avslører at ”det er fortsatt betydelig uenighet om akkurat hvordan og når diversifisering kan brukes til å bygge langsiktige konkurransefortrinn” ([Markides og Williamson, 1994](#)). Denne konklusjonen deles av mange for eksempel: [Hoskisson og Hitt \(1990\)](#), [Hoskisson et al. \(1993\)](#) og [Seth \(1990\)](#).

Vi vil nå forsøke å systematisere tidligere forskning i forhold til markedsforhold og interne forhold i selskapet. Ut fra dette vil vi diskutere omfanget av verdieffektene til de tidligere identifiserte selskapsforholdene i konglomeratet, samt sannsynligheten for at disse effektene gjør seg gjeldende. Vi vil også se nærmere på om det finnes noe optimalt diversifiseringsnivå.

10.2 Markedsforhold

Om diversifisering er verdiskapende avhenger i følge [Hoskission og Hitt \(1990\)](#) av om selskapene opererer i relativt perfekte markeder. I et perfekt marked er all informasjon likt tilgjengelig for alle, transaksjonskostnadene lik null og tilbud kjennetegnes av fullkommen konkurranse⁴⁰. Forutsettes det at vi lever i en verden med perfekte markeder, vil det ikke være mulig å tjene på å diversifisere.

Dette kan forklares nærmere ved at det i perfekte markeder ikke eksisterer transaksjonskostnader eller informasjonsasymmetri og at det er liten usikkerhet til fremtidig kontantstrøm. Siden prinsipalen hele tiden vet agentens handlinger blir ledelsen tvunget til å ta optimale beslutninger (forutsetter at ledelsen er kapabel til dette), i stedet for å følge egne interesser. På samme måte vil ikke det interne kapitalmarkedet ha noen allokeringfordeler fremfor det eksterne kapitalmarkedet, da alle lønnsomme prosjekter vil bli fullt finansiert via det eksterne kapitalmarkedet. I et perfekt produktmarked vil fullkommen konkurranselikevekt gjøre seg gjeldende, og alle ressurser og innsatsfaktorer er da lett og raskt imiterbare. Det er derfor heller ingen grunn til å diversifisere ut fra et ressursbasert eller markedsrett perspektiv.

Sagt med andre ord, det må foreligge markedsforhold som bryter med antagelsen om relativt perfekte markeder, for at urelatert diversifisering skal være lønnsomt. Fra perspektivkapitlene vet vi at dette kan være eksterne incentiver som begrensninger i henhold til konkurranselovgivning, skatteregler eller store transaksjonskostnader. Ved markedsdefekter vil selskaps spesifikke forhold og ulik tilgang til innsatsfaktorer kunne motivere til diversifisering basert på forskjeller i ressursbase og organisatoriske kapabiliteter.

⁴⁰ Ved fullkommen konkurranse har en mange små produsenter av homogene produkter

Med bakgrunn i dagens, og den historiske, sammensetningen av næringslivet, der selskaper både er fokuserte, relatert og urelatert diversifiserte, velger vi å konkludere med at ingen av markedene vi har sett nærmere på er perfekte. Hadde markedene vært perfekte ville incentivene for å diversifisere vært så å si fraværende, og en ville i minimal grad sett urelatert diversifisering.

Hvis grad av markedsimperfeksjon forklarer hvorfor diversifisering kan skape verdi, burde forskjellige markedsforhold kunne forklare forskjellen i konglomeratrabatten mellom land. Dette er konsistent med at konglomeratene og den strukturen disse representerer, spiller en viktigere rolle i land med til dels store markedsdefekter, som utviklingsland i Afrika og Asia. En kan ut fra dette trekke konklusjonen at i land med store markedsdefekter vil konglomeratstrukturen, hvis ledet optimalt, være en verdiskapende struktur.

Dette er muligens også konsistent med konglomeratrabatten på 10-15 % i USA, 15 % i England, 8-10 % i Japan og 0 % i Tyskland funnet ved bruk av tverrsnittsanalyser. Det synes naturlig å anta at markedet er relativt sett mer perfekt i USA og England, enn det japanske og tyske markedet som er preget av stor grad av krysseierskap og et mindre utviklet oppkjøpsmarked ([Lins og Servaes, 1999](#)). Det synes likevel som noe søkt å konkludere at det japanske og tyske markedet er mindre perfekte enn det amerikanske og britiske uten noen videre empirisk støtte.

Teori om markedsforhold kan også brukes til å forklare endring i konglomeratrabatten over tid. For eksempel steg konglomeratrabatten beregnet for USA fra 1960-tallet til 1980-tallet ([Berger og Ofek, 1995](#); [Shleifer og Vishny, 1991](#)) trolig delvis grunnet et mer perfekt marked som en følge av moderne informasjonsteknologi, lempelser i konkurranselovgivningen og reduserte transaksjonskostnader. Observasjoner fra Europa viser dog at konglomeratenes andel i for eksempel Frankrike har steget fra 5 til 14 % av selskapene fra 1950 til 1993. I følge markedsforholdshypotesen burde det bli færre konglomerater fordi konglomeratrabatten øker når markedsforholdene blir relativt sett mer perfekte. Hvorfor vil flere selskaper drive med urelatert diversifisering i Frankrike hvis markedet blir mer og mer perfekt og det dermed er færre og mindre fordeler å hente fra konglomeratstrukturen? Hvis vi mener markedsforhold kan forklare alle forhold vedrørende konglomeratrabatten sier vi implisitt at det franske markedet har blitt mindre perfekt de siste 40 år, noe som synes urealistisk.

Vi tror ikke markedsforhold kan forklare hele forholdet mellom diversifisering og verdiskapning for aksjonærene. Vi velger derfor med bakgrunn i hypotesen om perfekte markeder å kun konkludere med at diversifisering og konglomeratstrukturen eksisterer som en følge av at ingen markeder i verden i dag er perfekte.

10.3 Verdieffekter av diversifisering

I kapittel 3 til 6 identifiserte vi en rekke verdieffekter av diversifisering. Kapittel 7 oppsummerte kort den forventede verdieffekten til faktoren. Vi sa imidlertid ikke noe om hvilke faktorer vi trodde var de viktigste bidragsyterne med tanke på verdiskapning eller verdiødelegging. Dette, og samspillet mellom de ulike faktorene, ønsker vi å se nærmere på i dette delkapittelet.

10.3.1 Verdieffektens størrelse og approprierbarhet

Et av hovedankepunktene mot urelatert diversifisering er økte problemer knyttet til overvåkning og kontroll, som følge av organisasjonens størrelse og kompleksitet. Slike problemer gjør seg gjeldende som opportunistisk atferd internt i hierarkiet så vel som konsernledelsens forfølgning av egne interesser. Sagt med andre ord er det ventelig større agentproblemer forbundet med et konglomerat enn et fokusert selskap. I bunn for mange av de verdiforringende faktorene ligger agentproblemer, og vi mener dette er den faktoren som har størst negativ innflytelse på selskapsverdien.

Agentproblemene i konglomeratstrukturen kommer til uttrykk via de tre faktorene presentert i ledelsesperspektivet (personlige fordeler, sikring av egne stillinger og risikoreduksjon i egen portefølje), samt på det interne kapitalmarkedet (suboptimal allokering) som en følge av rent seeking og sosialisme. Utover å være den faktoren vi mener har størst negativ verdiinnvirkning, mener vi også at dette er en faktor som det er sannsynlig at inntreffer i et konglomerat.

En annen faktor som med stor sannsynlighet forekommer er problemer for investorer og analytikere ved verdsetting av selskapet. Dette skyldes at informasjon og rapportering om

konglomeratets prestasjoner skjer på aggregert nivå. Potensielle eiere vil dermed ha problemer med å få et innblikk i selskapets reelle økonomiske prestasjon og krever en større risikopremie for å investere i selskapet. Dette medfører en lavere prising enn underliggende verdier tilsier, og er således en verdiødeleggende faktor. Vi tror imidlertid at denne har langt mindre verdikonsekvenser enn agentproblemer i konglomerater.

Vi mener markedsrett (gjennom rovdrysprising, gjensidig overbærenhet og innbyrdes handel) er den av faktorene med positiv verdieffekt, som kan skape størst varige verdier. Måtter konglomeratet å oppnå markedsrett kan det legge seg på en pris nær monopolprisen og sånn sett få nær maksimal profitt. Når dette er sagt tror vi ikke at markedsrett er en faktor som det er sannsynlig at konglomeratet kan nyte godt av i virkeligheten. Dette kan begrunnes med at de fleste land i dag praktiserer en relativt streng konkurranselovgivning der det samfunnsøkonomisk optimale er viktigste spilleregel. Skulle et selskap oppnå markedsrett, vil det skape ulemper både for kunder og konkurrenter, og det er naturlig å anta at konkurransemyndighetene ville grepet inn. Utover dette er både gjensidig overbærenhet og innbyrdes handel prinsipper som det er vanskelig å sette ut i levende live. Keiretsuene i Japan er derimot eksempler på at det er mulig å implementere innbyrdes handel suksessfullt.

Den faktoren som med størst sannsynlighet er en verdidriver i et konglomerat, mener vi er knyttet til det finansielle perspektivet ved økt gjeldskapasitet, skattebeskyttelse og muligheter for tapsavsetninger. Disse faktorene vil til gjengjeld ikke ha noen signifikant verdiøkningseffekt for aksjonærene, da faktorer relatert til skatt vanligvis ikke gir varige konkurransefortrinn, og fordelene mest sannsynlig er liten sammenlignet med bedriftens totale verdi.

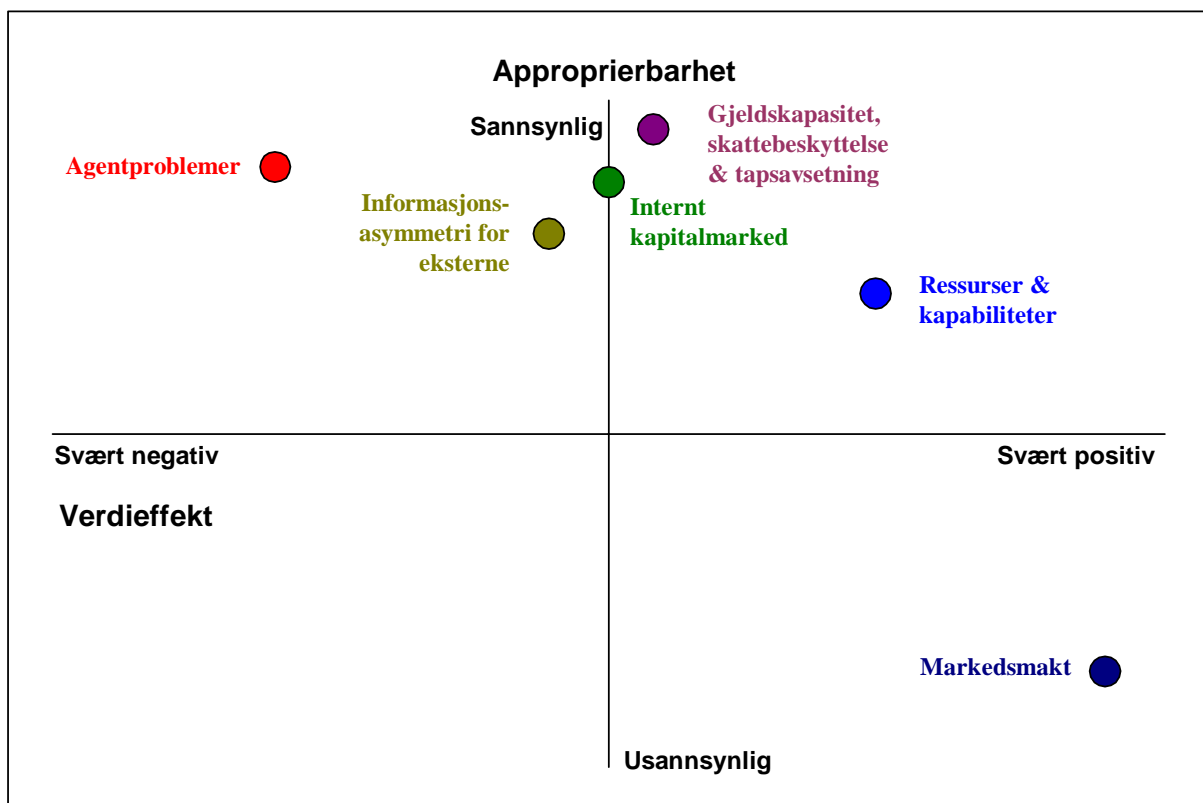
En annen faktor som vi mener er bedre egnet til å skape mer varige og signifikante aksjonærverdier, er diversifisering motivert ut fra ressursbase og kapabiliteter. Diversifiseringen kan da bidra til å skape synerger og economies of scope som en følge av bedre utnyttelse og sysselsetting av selskapets ressurser og kapabiliteter. På samme tid må ledelsen være fokusert på å ikke oversysselsette foretakets ressurser, hvis ikke vil det raskt oppstå problemer knyttet til ressursenes avtakende marginalutbytte. Der er også stor usikkerhet knyttet til effektiviteten av ressursanvendelsen i en ny bransje, og søkekostnader forbundet med å finne optimal match vil redusere verdier på kort sikt. Vi mener at suksessfull

ressursbasert diversifisering er en sterk verdidriver, men at det kun er middels sannsynlighet for å oppnå dette, siden slik diversifisering krever at forholdene ligger til rette for det.

De resterende verdieffektene er i stor grad preget av ett av to forhold, eller eventuelt begge; (1) liten sannsynlighet for å faktisk gjør seg gjeldende i et konglomerat eller (2) den positive eller negative verdieffekten er mindre betydelig. Dette gjelder for eksempel det interne kapitalmarkedet som med all sannsynlighet vil forekomme i ett konglomerat.

I det interne kapitalmarkedet vil de potensielle fordelene med overlegen informasjonstilgang, kapitaloverføring og mer optimal allokering i stor grad oppveies av sosialisme, kryss-subsidering og rent seeking på det interne markedet.

Basert på analysen ovenfor har vi plassert de ulike faktorene i ett diagram med to akser. Verdieffektaksen (x-aksen) sier i hvilken grad faktoren relativt sett kan bidra til å skape eller redusere verdi, fra svært negativ til svært positiv verdieffekt. Appropriierbarhetsaksen (y-aksen) sier hvor stor sannsynligheten er for at faktoren faktisk gjør seg gjeldende. Med andre ord må en faktors verdieffekt være positiv og appropriierbarheten sannsynlig for at denne skal virke verdiøkende i praksis, og visa versa.

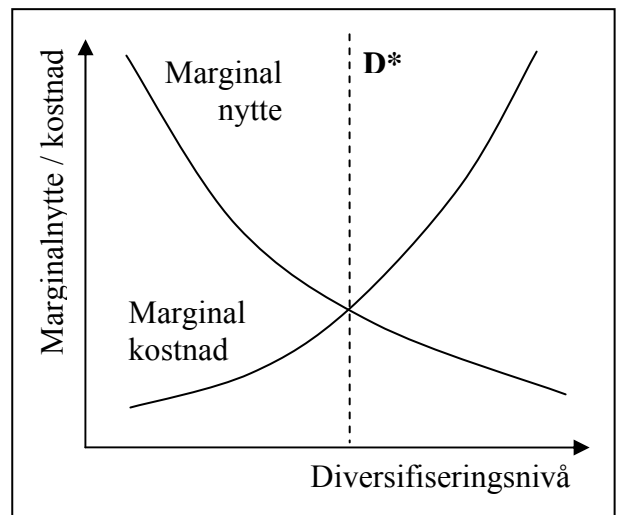


10.3.2 Samspill mellom faktorer

Utover at verdiskapningspotensialet til de ulike faktorene til dels er svært forskjellig, så henger disse forholdene tett sammen. Vi mener at det å fokusere ensidig på de verdiøkende eller -reducerende forholdene vil føre til forenklete konklusjoner. For at konglomeratstrukturen skal kunne skape aksjonærverdier må summen av de positive realiserte verdieffektene være større enn de faktiske negative verdiene. Sagt på en annen måte må samspillet mellom faktorene utgjøre en positiv verdieffekt. Om dette samspillet er positivt eller ikke påvirkes av selskapskarakteristikker og forhold ved markedene som selskapet opererer i.

Det er nærliggende å anta at ethvert selskap har en marginalnytte og en marginalkostnad knyttet til økt grad av diversifisering. I kostnadene ligger alle ulempene assosiert med urelatert diversifisering, mens alle fordelene er samlet i nyttebegrepet.

Foretar vi en grafisk fremstilling av denne sammenhengen kan kostnadene ved økt diversifiseringsnivå, det vil si økt grad av urelatert diversifisering, uttrykkes ved en konveks stigende kurve. Denne kurven stiger konvekst fordi ved økt



diversifisering vil de negative faktorene gjøre seg mer og mer gjeldende. Kurven for marginal nytte er konveks og synkende. Grunnen til dette er at det blir vanskeligere og vanskeligere for selskapet å nyttiggjøre seg de verdiøkende faktorene ettersom diversifiseringsgraden øker. Vi mener da at en kan finne selskapets optimale diversifiseringsnivå der marginalnytte- og marginalkostnadskurven krysser hverandre (punkt D^*). Det optimale diversifiseringsnivået, D^* , er som nevnt en funksjon av selskapskarakteristikker og dets eksterne omgivelser. For noen selskaper kan optimale D^* være full fokusering, mens for andre vil selskaps- og markedsforhold gjøre at optimale D^* tilsier stor grad av urelatert diversifisering og konglomeratbygging.

For eksempel kan vi tenke oss et fokusert selskap hvor marginalnykten overstiger marginalkostnaden, og at dette særlig er assosiert med overskuddstilgang på VRIO ressurser.

Dette impliserer at selskapets diversifiseringsnivå (D) er lavere enn selskapets optimale (D^*) og verdier kan skapes ved å diversifisere inn på nye områder der ressursen kan anvendes. Et eksempel her er Elkems urelaterte diversifisering inn i solenergi. En viktig bestanddel i solcellepanelene er silisium, hvis tilbud er begrenset på verdensbasis. Silisium var en ressurs Elkem hadde overskuddstilgang til, og ledelsen valgte å nyttiggjøre seg dette ved å opprette Elkem Solar og ved å gå inn på eiersiden i solcelleselskapet Renewable Energy Cooperation (REC)⁴¹.

Motsatt så kan et selskap med høyere marginalkostnad enn marginalnytte knyttet til diversifisering, for eksempel forskyldt av dårlige corporate governance systemer og store agentproblemer, oppleve diversifisering som verdiforringende for aksjonærene. En kan også tenke seg situasjoner der marginalnyttien er høyere enn marginalkostnaden i utgangspunktet, og at ledelsen diversifiserer i overensstemmelse med economies of scope, økonomisk rasjonale og eiernes interesser. Diversifiseringen kan likevel slå negativt ut; marginalkostnaden kan bli større enn marginalnyttien. Dette kan da skyldes at konglomeratet overdiversifiserer med det resultat at ledelsen ikke klarer å forstå de underliggende divisjonenes behov, og således ikke makter å sysselsette egne ressurser eller allokere kapital og andre ressurser optimalt. På samme måte kan selskapet operere innen så mange forskjellige markeder at de ikke makter å oppnå markedsmakt i noen av disse. Med andre ord forringer den økte diversifiseringen verdien av samspillet og de voksende marginalkostandene overgår den avtakende marginalnyttien.

Et kroneksempel på mislykket diversifisering er internettelskapet AOLs fusjon med mediekonglomeratet Time Warner i 2001. Det har i ettertid blitt spekulert i motivene som lå bak fusjonen. Mange mener at ledelsen i AOL handlet for å sikre egne verdier og posisjoner, da disse mente at aksjene var sterkt overvurdert av markedet, og at en risikoreduserende fusjon var den eneste løsningen for å forhindre et kraftig kursfall. Ved Internett-boomens kollaps var imidlertid ikke dette til å unngå, og markedsverdien har fra fusjonstidspunktet til i dag⁴² falt med 73 % (280 mot 78 milliarder \$), og AOL utgjør i dag en mindre andel av Time Warner konsernet (Klein, 2003).

⁴¹ Informasjon hentet fra Elkems hjemmesider (www.elkem.no)

⁴² Markedskurs per 28.04.06 hentet fra NYSE sin hjemmeside (www.nyse.com)

Det er også viktig å ha klart for seg at et foretaks optimale diversifiseringsnivå (D^*) vil endre seg over tid som en følge av teknologisk utvikling, endrede markedsforhold og utvikling i samfunnsmessige forhold. Selskapsledelsen må følgelig være oppmerksomme på endringer og opptre proaktivt med tanke på å foreta nødvendige selskapsgrep for å opprettholde foretakets optimale diversifiseringsgrad. Skjer ikke dette kan selskapet fort ende opp som mer diversifisert enn det optimale i dag, og dermed forringe aksjonærenes verdier. Dette kan bidra til å forklare hvorfor mange selskaper velger å refokusere (det historiske diversifiseringsnivå overstiger dagens optimale nivå), men også hvorfor enkelte selskaper handles med en rabatt sammenlignet med fokuserte selskaper (forblir mer diversifiserte enn optimalt).

10.4 Veien mot modenhet innen forskningsområdet

Som nevnt i kapittel 9 kan diversifisering være en lønnsom strategi for de som velger å følge den. Det faktum at selskaper selv velger å diversifisere gjør det vanskelig å kartlegge årsakssammenhengen i forholdet mellom diversifisering og verdi, og er etter vår mening det mest fundamentale av problemene med å sammenlikne verdien av et diversifisert selskap med verdien av dets enkeltstående forretningsenheter.

I tillegg til dette så vi også i kapittel 9 på problemer knyttet til dataene som er brukt, særlig i eldre studier. Disse tidlige undersøkelsene av diversifisering i det amerikanske aksjemarkedet er mangelfulle fordi de tar utgangspunkt i selvrapporterte data om forretningssegmentene. Datagrunnlaget i undersøkelsene aggregerer typisk selskapets operasjoner til et mindre detaljert nivå, hvor forskjellige forretningsaktiviteter ofte er gruppert i samme segment. Grunnet selvrapporingen er også definisjonene av segmentene sprikende, noe som også gjør at vi setter spørsmålsteget ved relevansen til disse eldre studiene.

Dette leder oss til å ha mer tillit til nyere studier av verdieffekten av diversifisering hvor forskerne ved bruk av forskjellige metoder har tatt hensyn til oppkjøper og oppkjøpsobjekts karakteristikk ex ante. Det er også naturlig å stole mer på studier som bruker databaser som BITS som gir mer nøyaktige og konsistente definisjoner av et selskaps forretningsenheter. Generelt har disse studiene funnet at rabatten minker, og noen har også funnet at konglomeratene handles med en premie. Basert på dette tror vi at når forskningen rundt forholdet mellom diversifisering og selskapsprestasjoner når sin modenhet, vil det være med

en konsensus om at i majoriteten av tilfeller vil selskapenes og markedenes karakteristikk forklare diversifiseringsstrategien. Tanken er da at diversifisering i seg ikke er verdiødeleggende, men at det finnes faktorer som uansett ville ført til at selskapet ble verdsatt med rabatt. Dette kan være foretak som underpresterer i eksisterende bransje, opplever en reduksjon i eget marked eller har agentproblemer som ville ledet til verdiødeleggelse. For selskap med slike forutsetninger, kan diversifisering vurderes til den mest lønnsomme strategien videre.

11 Konklusjon

Av materialet som har vært gjennomgått kan en se at det finnes en rekke selskapsfaktorer og markedsforhold som motiverer både til urelatert diversifisering og i mange tilfeller til den omvendte prosessen refokusering (kapittel 3-7). Majoriteten av tradisjonelle, empiriske studier slutter at konglomeratstrukturen ødelegger eierverdier (kapittel 8). Imidlertid har det i den senere tid blitt utarbeidet en rekke studier der den ”vedtatte” konglomeratrabatten trekkes i tvil. Som vi så i kapittel 9 om målefeil kan rabatten i mange tilfeller attribueres til selskaps-spesifikke forhold og/eller svakheter ved måle metodene til studiene, og ikke til den urelaterte diversifiseringen i seg selv. Det er også et fåtall nyere studier som hevder at urelatert diversifiserte selskaper handles med en premie. I analysekapittelet (kapittel 10) pekte vi på de ulike faktorenes relative verdiskapningseffekt og deres sannsynlighet for å forekomme. Videre konkluderte vi at en må se på samspillet mellom selskapskarakteristikker og markedsforhold for å kunne si noe om diversifiseringen skaper eller ødelegger verdier. Ut fra dette kan en identifisere et optimalt diversifiseringsnivå (D^*) der marginalnyttens er lik marginalkostanden forbundet med diversifiseringen. Vi så på hvor langt dagens forskning vedrørende konglomerater har nådd på veien mot modenhet, og hva vi tror forskningen vil konkludere med når den når modenhet.

I problemformuleringen reiste vi spørsmålet om konglomeratrabatten er en realitet eller en myte. Fra den empirien som analyseres i denne utredningen kan en slutte at konglomeratrabatten i de aller fleste tilfeller er en realitet, *men* at den ikke nødvendigvis skyldes diversifiseringen i seg selv. Med dette menes at fundamentale forhold ved selskapet selv og dets omgivelser i all hovedsak kan forklare konglomeratrabatten.

Vi spurte også om konglomeratet er en optimal selskapsstruktur. I utgangspunktet blir spørsmålet for lite nyansert, da en ikke kan svare entydig ja eller nei på det. Også her vil selskaps- og markedsforhold innvirke på svaret. Som vi argumenterte for i analysen, vil det optimale diversifiseringsnivået variere mellom bedrifter. Det vi kan konkludere med er at konglomeratstrukturen, som innebærer stor grad av urelatert diversifisering, er lite egnet til å skape verdier (snarere motsatt) for majoriteten av selskaper. På grunn av spesielle selskapsforhold kan derimot konglomeratstrukturen være det optimale, og eksempler her er

foretak som General Electric (ressurs, innovasjons- og markedsføringsbasert diversifisering) og Virgin Group (kapabilitet på lavpris og merkevare).

Etter å ha jobbet grundig med dette temaet over en viss tidsperiode, sitter vi igjen med en rekke interessante spørsmål som vi ikke mener har blitt tilstrekkelig adressert i litteraturen:

- Har konglomeratrabatten (premien) en livssyklus? For eksempel, øker selskaper som først initierer diversifisering selskapsverdi, mens senere ledelse taper innovativ glød og leder selskapet til tap?
- Hvorfor er det åpenbare sykluser i investorreaksjoner på urelatert diversifisering? Hvorfor reagerte for eksempel aksjemarkedet positivt på 60-tallet på diversifisering, mens reaksjonen i dag som oftest er negativ?
- Kan selskapsdiversifisering representere en måte for økonomien å effisient restrukturere seg over en lang tidshorison?
- Hva kjennetegner tilfeller av suksessrik diversifisering og hvordan opprettholdes denne suksessen? Ta for eksempel General Electric, Virgin Group og Berkshire Hathaway.
- Hvordan kan en utvikle bedre mål for selskapsdiversifisering som fullt fanger diversifiseringsomfanget og som lett kan bli kalkulert fra tilgjengelig informasjon?
- Hvordan utvikler agentproblemene seg ved økt grad av urelatert diversifisering? Opplever konglomerater andre typer agentproblemer enn fokuserte selskaper? Finnes det er et proporsjonalt forhold mellom økt diversifiseringsnivå og økning i agentproblemer?

12 Kilder

- Abel, A.B. og Eberly, J.C., 1994, "A Unified Model of Investment under Uncertainty", *American Economic Review* 84, Issue 5, 1369-1384.
- Afshar K.A., Taffler, R.J. og Sudarsanam, P.S., 1992, "The Effect of Corporate Divestments on Shareholder Wealth: The UK Experience", *Journal of Banking and Finance* 16, 115-135.
- Agrawal, A., Jaffe, J. og Mandelker, G., 1992, "Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of Anomaly", *The Journal of Finance* 47, 1605-1621.
- Alexander, G.J, Benson, G.P. og Kampmeyer, J.M., 1984, "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs", *The Journal of Finance* 39, 503-517.
- Alexandrou, G. og Sudarsanam, S., 2001, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Selloffs: Impact of Growth Opportunities, Economic Cycle and Bargaining Power", *European Financial Management* 7, no.2, 237-258.
- Amihud, Y. og Lev, B., 1981, "Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics* 12, 605 – 617.
- Barney, J.B. og Hesterly, W.B., 2005, "Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts." Pearson Education, Inc., New Jersey.
- Berger, P.G. og Ofek, E., 1995, "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Berger, P.G. og Ofek, E., 1999, "Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs", *Review of Financial Studies* 12, utgave 2.
- Bernheim, B. D. og Whinston, D., 1990, "Multimarket Contact and Collusive Behaviour", *RAND Journal of Economics* 21, 1-26

- Berry, C. H., 1974, "Corporate Diversification and Market Structure", *Bell Journal of Economics and Management Science* 5, 196-204
- Best, R.W., Hodges, C.W. og Lin, B.X., 2004, "Does Information Asymmetry Explain the Diversification Discount", *The Journal of Financial Research* XXVVI, no. 2, 235-249.
- Bhagat, S., Shleifner, A. og Vishny, R., 1990, "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization," *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-72.
- Bhagat, S., Shleifner, A. og Vishny, R., 1995, "The Aftermath of Hostile Takeovers", *London School of Economics Discussion Paper* 87.
- Bhide, A., 1990, "Reversing Corporate Diversification", *Journal of Applied Corporate Finance* 5, 70-81.
- Bodie, Z. og Merton, R.C., 2000, "Finance", Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
- Boye, K., 2004, "Konglomeratrabatter", *Praktisk økonomi og finans* 1, 53-58.
- Bradley, M., Desai, A. og Kim, E.H., 1988, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Brealey, R. og Myers, S., 2003, "Principles of Corporate Finance". 7th edition, McGraw-Hill, New York.
- Burch, T.R. og Nanda, 2003, "Divisional diversity and the conglomerate discount: evidence from spinoffs", *Journal of Financial Economics* 70, 69-98.
- Campa, J.M. og Kedia, S., 2002, "Explaining the Diversification Discount", *The Journal of Finance* vol LVII no 4.

Caves, R., 1981, "Diversification and Seller Concentration: Evidence From Changes 1963-1972", *Review of Economics and Statistics* 63, 289-293.

Chatterjee, S. og Lubatkin, M., 1991, "The Strategy-Shareholder Value Relationship: Testing Temporal Stability Across Market Cycles", *Strategic Management Journal* 12, 251-270.

Chatterjee, S. og Wernerfelt, B., 1991, "The Link Between Resources and Type of Diversification: Theory and Evidence", *Strategic Management Journal* 12, issue 1, 33-48.

Chevalier, J., 2000, "What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence from the Investment Policies of Merging Firms", *University of Chicago Working Paper*.

Chevalier, J., 2004, "What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence from Merging Firms", *Advances in Economic Analysis & Policy* 1, 1-27

Christensen, H.K. og Montgomery, C.A., 1981, "Corporate Economic Performance: Diversification Strategy Versus Market Structure", *Strategic Management Journal* 2, issue 4, 327-343.

Comment, R. og Jarrell, G.A., 1995, "Corporate Focus and Stock Returns", *Journal of Financial Economics* 37, issue 1, 67-87.

Cusatis, P., Miles, J. og Woolridge, J., 1993, "Restructuring Through Spinoffs: The Stock Market Evidence", *Journal of Financial Economics* 33, 293-311.

Daley, L., Mehrotra, V. og Sivakumar, R., 1997, "Corporate Focus and Value Creation: Evidence from Spin-offs", *Journal of Financial Economics* 37, 89-104.

Davis, R. og Duhaime, I.M., 1992, "Diversification, Vertical Integration, and Industry Analysis: New Perspectives and Measurement", *Strategic Management Journal* 13, issue 7, 511-524.

“De ulike aktivaklassene”, Moringstar, 06.04.06,
<<http://www.morningstar.no/news/markets.asp?articleid=45464&validfrom=2006-04-06>>,
(10.05.06)

De Vroom, H.J. og van Frederikslust, R., 2000, ”Shareholder Wealth Effects of Corporate Spinoffs, the World-side Experience”, Rotterdam School of Management, Erasmus University, Working Paper.

Denis, D.J., Denis, D.K. og Sarin, A., 1997, “Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification”, *The Journal of Finance* 52, 135–160.

Desai, H. og Jain P.C., 1999, ”Firm Performance and Focus: Long Run Stock Market Performance Following Spinoffs”, *Journal of Financial Economics* 54, 75-101.

Doukas, J. og Kan, O., 2004, ”Excess Cash Flows and Diversification Discount”, *Financial Management* Summer, 71-88

Duhaime, I. og Grant, J., 1984, ”Factors Influencing Divestment Decision-making: Evidence From a Field Study”, *Strategic Management Journal* 5, 301-318.

Dunn, K. og Nathan, S., 2005, ”Analyst Industry Diversification and Earnings Forecast Accuracy”, *The Journal of Investing* Summer, 7-14.

Edwards, C., 1955, ”Conglomerate Bigness as a Source of Power”, *Business Concentration and Price Policy*, Princeton University Press, 331-360.

Fazzari, S. R., Hubbard, G., og Petersen, B., 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 141-156.

Fluck, Z. og Lynch, A., 1999, “Why do Firms Merge and then Divest? A Theory of Financial Synergy”, *Journal of Business* 72 no.3, 319-346.

Froot, K. A., Scharfstein, D. S. og Stein, J. C., 1994, ”A Framework for Risk Management”, *Harvard Business Review* 6, 91–102.

Geert Hofstede™ Cultural Dimensions, <<http://www.geert-hofstede.com/>>, 02.05.06.

Gertner, R. H., Scharfstein, D. og Stein, J., 1994, "Internal versus external capital markets", *Quarterly Journal of Economics* 109, 1211–1230.

Gimeno, F. J. og Woo, C., 1996, "Hypercompetition in a Multimarket Environment: The Role of Strategic Similarity and Multimarket Contact in Competitive De-Escalation", *Organization Science* 7, 322-341.

"Gir bud på aksjene i Stavdal", Oslo Børs Newsweb, 22.12.99, <http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=VEI&melding_ID=27851&lang=&date_start=01.01.1998&date_stop=10.05.2006&ncat_id=76>, 10.05.06.

Golden, B. R. og Ma, H., 2003, "Mutual Forbearance: The Role Of Interfirm Intergration And Rewards", *Academy of Management Review* 3, 479-493.

Graham, J.R., Lemmon, M.L. og Wolf, J.G., 2002, "Does Corporate Diversification Destroy Value?", *The Journal of Finance* LVII no.2.

Grant, R. M., Jammine, A. P. og Thomas, H., 1988, "Diversity, Diversification, and Profitability Among British Manufacturing Companies", *Academy of Management Journal* 31, 771–801.

Grant, R.,M., 2002, "Contemporary Strategy Analysis, Concepts, Techniques and Applications", Malden, Blackwell, MA.

"Grådigheten må bremses", Aftenposten, 25.09.05, <<http://www.aftenposten.no/nyheter/iriks/politikk/article1121933.ece>> (20.02.06).

Haagensen, P., 2006, "Orkla – Update Q1", Fondsfinans ASA

Hadlock, C.J., Ryngaert, M. og Thomas, S., 2001, "Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification?", *Journal of Business* 74 no. 4.

Hayashi, F., 1982, "Tobins Marginal Q and Average Q: A Neoclassical Interpretation", *Econometrica* 50, 215-224.

Hill, A. og Mollet, A., 2005, "Family Ties", Automotive Manufacturing Solutions, Ultima Media.

Hite, G. og Owers J., 1983, "Security Price Reactions Around Corporate Spinoff Announcements", *Journal of Financial Economics* 12, 409-436.

Hoskisson, R.E. og Hitt, M.A., 1990, "Antecedents and Performance Outcomes of Diversification: Review and Critique of Theoretical Perspectives", *Journal of Management* 16, 461-509.

Hoskisson, R.E, Hitt, M.A., Johnson, R.A. og Moesel, D.D., 1993, "Construct validity of an objective (entropy) categorical measure of diversification strategy", *Strategic Management Journal* 14, 215-236.

Hubbard, R.G. og Palia, D., 1999, "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View", *The Journal of Finance* LIV, no 3.

"Hydro forbereder børsnotering av Agri", Oslo Børs Newsweb, 19.06.03,
<http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=NHY&melding_ID=80957&lang=&date_start=01.01.2003&date_stop=31.12.2003&ncat_id=114>, 08.05.06.

"Hydro utfisjonerer Agri", Oslo Børs Newsweb, 28.11.03,
<http://www.newsweb.no/index.asp?languageID=0&symbol=NHY&melding_ID=86574&lang=&date_start=01.01.2003&date_stop=31.12.2003&ncat_id=64>, 08.05.06.

Hyland, D., 1999, "Why Firms Diversify: An Empirical Examination". Upublisert manuskript, University of Texas at Arlington.

Hyland, D.C. og Diltz, J.D., 2002, "Why Firms Diversify: An Empirical Examination", *Financial Management*, 51-81.

Jain, P.C., 1985, "The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements on Shareholder Wealth", *Journal of Finance* 40, 209-224.

Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.

Jensen, M. og Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305– 360.

Jensen, M. og Murphy, K.J., 1990, "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280.

Jensen, M. og Ruback, R.S., 1983, "The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics* 11, issue 1-4, 5-50.

John, K. og Ofek, E., 1995, "Asset Sales and Increase in Focus", *Journal of Financial Economics* 37, 105–126.

Kaiser, K.M.J. og Stouraitis, A., 2001, "Agency Costs and Strategic Consideration Behind Sell-offs: The UK Evidence", *European Financial Management* 7, no.3, 319-349.

Kaplan, S.N. og Weisbach, M.S., 1992, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", *The Journal of Finance* XLVII, no.1.

Kazanjian, R.K. og Nayyar P.R., 1993, "Organizing to Attain Potential Benefits From Information Asymmetries and Economies of Scope in Related Diversified Firms", *Academy of Management Review* 18, no.4, 735-759.

Klein, A., 2003, "Stealing Time: Steve Case, Jerry Levin, and the Collapse of AOL Time Warner" *Simon & Schuster*.

Krishnaswamy, S. og Suramianiam, V., 1999, "Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spinoff Decision", *Journal of Financial Economics* 53, 73-112.

Laeven, L. og Levine R., 2005, "Is there a Diversification Discount in Financial Conglomerates", *Centre of Economic Policy and Research Discussion Paper* no. 5121.

Lang, L.H.P., Poulsen, A. og Stultz, R.M., 1995, "Asset sales, Firm Performance, and the Agency Cost of Managerial Discretion", *Journal of Financial Economics* 37, no.1, 3-37.

Lang, L.H.P. og Stulz, R.M., 1994, "Tobin's q , Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy* 102, no. 6.

Lamont, O., 1997, "Cash Flow and Investment: Evidence From Internal Capital Markets", *The Journal of Finance* 52, 83-109.

Lamont, O.A. og Polk, C., 2001, "The Diversification Discount: Cash Flow Versus Returns", *The Journal of Finance* LVI, no. 5.

Lamont, O.A. og Polk, C., 2002, "Does Diversification Destroy Value? Evidence From the Industry Shocks", *Journal of Financial Economics* 63, 51-77.

Lasfer, M.A., Sudarsanam, P.S. og Taffler, R.J., 1996, "Financial Distress, Asset Sales and Lender Monitoring", *Financial Management* 25, no.3, 57-66.

Lecraw, D. J., 1984, "Diversification Strategy and Performance", *Journal of Industrial Economics* 33, 179-197.

Lewellen, W., 1971, "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger", *The Journal of Finance* 26, 521-537.

Lichtenberg, F.R., 1991, "The Managerial Response to Regulation of Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise", *Journal of Regulatory Economics* 3, 241-249.

Linn, S.C. og Rozeff, M.S., 1984, "The Corporate Sell-off" *Midland Corporate Finance Journal* 2, 17-26.

Lins, K. og Servaes H., 1999, "International Evidence on the Value of Corporate Diversification" *The Journal of Finance* LIV, no.6.

Lockett, A. og Thompson, S., 2001, "The Resource Based View and Economics", *Journal of Management* 27, 723-754.

Lucas, R.E og Prescott, E., 1971, "Investment Under Uncertainty", *Econometrica* 39, 659-681.

MacKie-Mason, J., 1990, "Do Firms Care Who Provides Their Financing in Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment", R. Clenn Hubbard ed., University of Chicago Press, Chicago.

Macquiera, C.P. Megginson, W.L. og Nail, L., 1998, "Wealth Creation Versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-Stock-Mergers", *Journal of Financial Economics* 48, 3-33.

Majd, S. og Myers, S., 1987, "Tax Asymmetries And Corporate Income Tax Reform", *A National Bureau of Economic Research Project Report Chicago and London*, 93-95, University of Chicago Press.

Maksimovic, V. og Philips, G., 2001, "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Efficiently", *The Journal of Finance*.

Manifold, D., 1997, "Japanese Corporate Activities in Asia", *Chemtech* 27, 48-52.

Markides, C. C. og Williamson, P. J., 1994, "Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance", *Strategic Management Journal* 15, 149-165.

Markides, C.C., 1995, "Diversification, Restructuring and Economic Performance", *Strategic Management Journal* 16, no. 2, 398-412.

Martin, J. D. og Sayrak, A., 2003, "Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature", *Journal of Corporate Finance* 9, 37-57.

"Lønnsstatistikk. Lønnssummer fra Lønns- og trekkoppgaveregisteret. Foreløpige tall, 2005", Statistisk Sentralbyrå (SSB), 17.03.06, <<http://www.ssb.no/lonnltreg/>> (25.03.06).

Matusaka, J.G., 1993, "Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave", *Rand Journal of Economics* 24, 357-379.

Matusaka, J.G., 2001, "Corporate Diversification, Value Maximization and Organizational Capabilities", *Journal of Business* 74, no. 3.

Mauer, T., 2006, "Q1/06 Result Orkla – Sapa is heating; target upped to NOK 390/share", DnB NOR Markets.

Melnik og Pollatchek, 1973, "Debt Capacity, Diversification And Conglomerate Mergers", *The Journal of Finance* 28, 1263-1273.

Montgomery, C.A., 1994, "Corporate Diversification", *Journal of Economic Perspectives* 8, no. 3, 163-178.

Montgomery, C. A. og Wernerfelt, B., 1988, "Diversification, Ricardian rents and Tobin's q", *The Rand Journal of Economics* 19, no. 4.

Montgomery, C. A. og Wernerfelt, B., 1992, "Risk Reduction and Umbrella Branding", *Journal of Business* 65, 31-50.

Montgomery, C. A. og Wernerfelt, B., 2001, "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance", *The American Economic Review* 78, no. 1.

Morck, R., Shleifer, A. og Vishny, R., 1990, "Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?", *The Journal of Finance* XLV, no.1, 31-48.

- Murphy, K., 1985. "Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 11-42.
- Myers, S., 1977, "The Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 4, 147-
- Okamura, A, 2005, "Beyond the Keiretsu", *Automotive Design & Production*, Gardner Publications.
- Palich, L.E, Cardinal, L.B. og Miller, C.C., 2000, "Curvilinearity in The Diversification Performance Linkage: an Examination of Over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal* 21, 155-174.
- Porter, M.E., 1987, "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review* 65, 43-59.
- Rasch-Olsen, P., 2006, "Orkla - The sun continues to shine", Carnegie.
- Rajan, R., Servaes, H. og Zingales, L., 2000, "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment", *The Journal of Finance* LV no.1, 35-80.
- Ravenscraft, D.J. og Scherer, F.M, 1987, "Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency", Washington DC: Brookings Institution, chapter 6.
- Rondi L., Sembenelli, A. og Ragazzi, E., 1996, "Determinants Of Diversification Patterns' ", *Industrial Organizations in The European Union*, Clarendon Press, Oxford, UK.
- Ross, S., Westerfield, R. og Jaffe, J., 2005, "Corporate Finance", 7th edition, McGraw-Hill, New York
- Rumelt, R. P., 1974, "Strategy, Structure and Economic Performance", *Harvard Business School Press*, Boston, MA.

Rumelt, R. P., 1982, "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal* 3, 359-370.

Scharfstein, D., 1998. "The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates", *NBER Working paper* no. 6352.

Scharfstein, D.S. og Stein, J.C., 2000, "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment", *The Journal of Finance* LV, no. 6, 2537-2564.

Schipper, K. og Thompson, R., 1983, "The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms", *Journal of Accounting Research* 21, issue 1, 184-221.

Schleifer, A. og Vishny, R., 1990, "Managerial Entrenchment, the Case of Manager Specific Investments", *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.

Schleifer, A. og Vishny, R., 1991, "Takeover in the 60's and the 80's - Evidence and Implications", *Strategic Management Journal* 12, 51-59.

Schmalensee, R., 1985, "Do Markets Differ Much?", *American Economic Review* 75, 341-351.

Scott, I., 1982, "Multimarket Contact and Economic Performance", *Review of Economics and Statistics* 64, 368-375.

Serveas, H., 1996, "The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave", *The Journal of Finance* LI, no. 4.

Seth, A., 1990, "Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues", *Strategic Management Journal* 11, 99-115.

Shin, H. og Park, Y.S., 1998, "Financing Constraints and Internal Capital Market: Evidence from Korean Chaebols", *Working Paper*, SUNY Buffalo.

Shin, H. og Stulz, R., 1998, "Are Internal Capital Markets Efficient?", *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552.

Stein, J.C., 1997, "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources", *The Journal of Finance* 52, 111 –133.

"Statsbudsjettet og skattereformen", Wiersholm, Oktober 2004,
<http://www.wiersholm.no/WMBweb.nsf/p/no~wiersholm_publications~statsbudsjettet~skjermingsmodellen> (31.04.06).

Strømstad, E., 2006, "Equity Research Orkla – Q1 figures released", First Securities ASA.

Sudarsanam, S., 2003, "Creating Value from Mergers and Acquisitions - The Challenges", 1st ed. Prentice Hall, Essex, England.

Sudarsanam, S., Holl, P. og Salami, A., 1996, "Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure", *Journal of Business Finance and Accounting* 23, no. 5 og 6, 673-698.

Teece, D.J., 1980, "Economies of Scope and the Scope of the Enterprise", *Journal of Economic Behaviour and Organization* 1, 223-247.

Tehrani, N., Travlos, G. og Waegelein, J.F., 1987, "The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-off Induces Abnormal Returns", *The Journal of Finance* 42, 933-942.

The International Standard Industrial Classification,
<<http://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=2>>, 10.04.2006.

The Standard Industrial Classification, <http://www.sic-naics-codes.com/>, 10.04.2006.

Varadarajan, P. R. og Ramanujam, V., 1987, "Diversification and Performance: A Reexamination Using a New Two-Dimensional Conceptualization of Diversity in firms", *Academy of Management Journal* 30, 380–393.

”Vi bygger verdier”, Årsrapport Veidekke ASA 2000,
<http://www.veidekke.no/ir/rapporter/article2554.ece?eceMode=external&externalUrl=http%3A//cws.huginonline.com/V/172/aarsrapportarkiv_new.html>, 10.05.06.

Villalonga, B., 2000, “Matching BITS to Compustat: Towards Richer Data for Large Sample Research within Firms”, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles, <<http://www.people.hbs.edu/bvillalonga/MatchingBITS.pdf>>, 05.04.06

Villalonga, B., 2000, “An Empirical Analysis of Diversification Motives”, Unpublished manuscript, Anderson Graduate School of Management, University of California, Los Angeles.

Villalonga, B., 2004, “Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series”, *The Journal of Finance* LIX, no. 2.

Villalonga, B., 2004, “Does Diversification Cause the “Diversification Discount”?”, *Financial Management*, 5-27.

Walker, M.M., 2000, “Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring Firm Shareholder Wealth”, *Financial Management*, 53-66.

Williamson, O., 1975, ”Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications”, *Collier Macmillian Publishers*, New York.

Weston, F.J., Chung, K.S. og Siu J.A., 1998, “Takeovers, Restructuring and Corporate Governance”: 2nd ed., Prentice Hall, Upper Saddle River.

Whited, T.M., 2001, “Is It Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount”, *The Journal of Finance* LVI, no. 5.

Young, G., Smith, K.G., Grimm, C.M. og Simon, D., 2000, “Multimarket Contact and Resource Dissimilarity: A Competitive Dynamics Perspective”, *Journal of Management* 26, 1217-1236

Østby, T., 2006, “Estimates raised after strong report – up to BUY”, Handelsbanken Capital Markets