

Norges Handelshøyskole
Bergen – vår 2009



Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon, hovedprofil:
Finansiell Økonomi (FIE) og Økonomisk Analyse (ECO)

Veileder: Tommy Stamland

Finanskrisen: Konsekvenser for norsk næringslivs finansieringsmuligheter og bedrifters respons

Eirik Vegem Dahle

og

Thomas Oma

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon 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.

Utredningen tar for seg finanskrisens konsekvenser for norske bedrifter. Hovedfokuset er på hvordan finansieringsmulighetene til bedriftene har endret seg, og hvordan bedrifter responderer. Hovedsakelig diskuteres finansielle tilpasninger.

Norske bedrifter rammes hardt av finanskrisen. Både tilgangen på og kostnaden ved finansiering er blitt betydelig forverret for mange norske bedrifter. Finanskrisen påvirker samtlige bedrifters finansieringskilder. Omsetningen til norske bedrifter er allerede redusert og det forventes ytterligere forverring i økonomiske utsikter i tiden som kommer.

For å imøtekomme endringene har bedrifter iverksatt ulike tiltak. Dette omfatter reduksjon av utbytte, salg av eiendeler og økt bruk av kredittlinjer med mer. Generelt har bedrifter med finansieringsproblemer blitt mer kreative i hvordan de finansierer daglig drift.

Som følge av en vanskeligere finansieringssituasjon og svekkede økonomiske utsikter har investeringsplanene til mange norske bedrifter blitt redusert og arbeidsplasser har gått tapt.

Arbeidet med utredningen har for oss vært lærerikt og spennende. Problemstillingen har vært dagsaktuell og bedrifters økonomiske situasjon har vært i stadig endring gjennom arbeidsperioden. Det har vært spesielt motiverende å være blant de første som undersøker konsekvensene av finanskrisen for norske bedrifter.

I den sammenheng vil vi spesielt takke vår veileder ved Norges Handelshøyskole, Tommy Stamland, for meget god veiledning. Temaet har vært lærerikt og kunnskapen fra arbeidet vil vi ha stor nytte av i arbeidslivet. Vi vil også takke deltakerne i intervjuer og bedriftsundersøkelsen.

INNHold

1.	Innledning	6
2.	Finanskrisen	9
3.	Bedrifters inntjening og fremtidsutsikter	12
4.	Langsiktige finansieringskilder	18
4.1.	Banklån	21
4.2.	Leasing	29
4.3.	Obligasjoner	30
4.4.	Ekstern egenkapitalfinansiering	31
4.5.	Offentlig finansiering	33
4.6.	Oppsummering	34
5.	Kortsiktige likviditetskilder	36
5.1.	Drifts og kassekreditt	39
5.2.	Salg av driftsmidler	40
5.3.	Utbyttereduksjon	41
5.4.	Avdragsutsettelse	42
5.5.	Leverandørkreditt	43
5.6.	Factoring	44
5.7.	Oppsummering	45
6.	Økonomisk aktivitet	47
6.1.	Investeringer	49
6.2.	Ansatte	53
6.3.	Oppsummering	54
7.	Introduksjon til casestudiene	56
8.	CASE: Kongsberg Automotive Holding	57
8.1.	Selskapet	57
8.2.	Hovedutfordringer og beslutningskriterier	61
8.3.	Mulige beslutninger	62
8.4.	Konklusjon	66
9.	CASE: Norwegian Property	67
9.1.	Selskapet	67
9.2.	Hovedutfordringer og beslutningskriterier	71
9.3.	Mulige beslutninger	73
9.4.	Konklusjon	77
10.	CASE: Repant	79
10.1.	Selskapet	79
10.2.	Hovedutfordringer og beslutningskriterier	81
10.3.	Mulige beslutninger	82
10.4.	Konklusjon	86
11.	CASE: Sevan Marine	87
11.1.	Selskapet	87
11.2.	Hovedutfordringer og beslutningskriterier	89
11.3.	Mulige beslutninger	91
11.4.	Konklusjon	94
12.	Teoridiskusjon	95
12.1.	Miller & Modigliani teoremene	95
12.2.	Myers & Majlufs Pecking-Order teori	96
12.3.	Agentteori	97
12.4.	Teori koblet opp mot analysen	98
13.	Konklusjon	105

14.	Appendiks.....	108
A.	Metode.....	108
B.	Statistisk teori.....	120
C.	Andre tester.....	132
D.	Intervju: Sparebank1 Telemark.....	135
E.	Intervju: DnBNOR.....	138
F.	Intervju: Anonymt Bankeid Leasingsselskap.....	140
G.	Intervju: FinCorp.....	142
H.	Intervju: SVEA Finans.....	144
I.	Intervju: SG Finans.....	146
J.	Utfyllende teori.....	148
K.	Basel II.....	150
L.	Kongsberg Automotive Holding.....	152
M.	Norwegian Property.....	154
N.	Repant.....	157
O.	Sevan Marine.....	159
15.	Oversikt over figurer.....	160
16.	Oversikt over tabeller.....	162
17.	Bibliografi.....	164

1. INNLEDNING

Intensjonen med utredningen er å øke kunnskapen rundt finanskrisens konsekvenser. Fokuset er på hvordan finanskrisen har endret bedrifters finansieringsmuligheter og bedriftenes respons på endringen. Oppgaven er skrevet innenfor fagfeltet foretakets finansiering.

"What we know about the global financial crisis is that we don't know much."

P. A. Samuelson

Mediafokuset på finanskrisen har vært enormt og mye har vært sagt og skrevet om den, men ettersom dette er en nylig begivenhet er det følgelig ikke gjort mye forskning rundt temaet. Enkelte rapporter fra diverse organisasjoner og bedrifter er offentliggjort, men på grunn av ulike insentiver og "støy" i media kan disse ofte være villedende og sprikende. For å få et nyansert bilde av finanskrisens følger for norske bedrifter har vi valgt å ha et bredt fokus i oppgaven.

Problemstilling

Med bakgrunn i det overnevnte har vi formulert følgende problemstillinger:

- Hvordan har bedrifters finansieringsmuligheter endret seg etter finanskrisen?
- Hva er bedrifters respons på de endrede finansieringsmulighetene?

Informasjonskilder

Det finnes lite tilgjengelig informasjon om finanskrisens konsekvenser for finansieringsmulighetene til norske bedrifter og spesielt for hvordan bedriftene responderer. Den økonomiske situasjonen er i stadig endring og tilgjengelig historiske data er ofte også mindre nyttig. Hovedkilde er derfor en bedriftsundersøkelse¹ ("undersøkelsen") gjennomført med flere hundre deltakende bedrifter.

I tillegg er det foretatt flere intervjuer² av personer innen bank- og finansnæringen. Spesielt er Jebsen, DnBNOR, og Prebensen, Sparebank1 Telemark, benyttet som kilder. Offentlige databaser og undersøkelser fra blant annet Statistisk Sentralbyrå og Norges Bank er også benyttet, hovedsakelig

¹ For utfyllende informasjon om undersøkelsen, se appendiks A.B.

² For utfyllende referater fra intervjuer se appendiks D til I og metode i appendiks A.

som bakgrunnsinformasjon eller for å gi en aggregert oversikt. Media har også fungert som en mindre kilde.

For å få en dypere innsikt har vi studert ulike case der vi ser på enkeltbedrifters utfordringer. Analysen av de ulike casene baserer seg utelukkende på offentlig informasjon. Års- og kvartalsrapporter sammen med annen selskapsinformasjon danner hovedgrunlaget. Casene er basert på regnskapsdata per 31.12.2008.

Analyse

For å analysere problemstillingene er det gjennomført statistiske analyser på data fra bedriftsundersøkelsen. Informasjonen fra andre kilder er også analysert for å gi et mer komplett bilde på situasjonen.

Casene er gjennomført ved å analysere de enkelte bedriftene og markedet de opererer i. Funnene fra den øvrige analysen i utredningen har vært viktig for å peke på bedriftenes hovedutfordringer, og ikke minst for å finne ut hvordan disse kan løses.

Robusthet av bedriftsundersøkelsen

Undersøkelsen baserer seg på respons fra 292 bedrifter. Den omfatter de fleste bransjer i Norge og har en god fordeling mellom store og små bedrifter. Undersøkelsen er internettbasert og anonym, noe som bedrer validiteten av resultatene fra besvarelsene.

I undersøkelsen har bedriftene vurdert hvordan ulike faktorer har utviklet seg, og vil utvikle seg videre, på en femdelte skala. Når statistiske tester skal utføres vil variablene få numeriske verdier, fra 1 til 5. Denne type data er såkalt ordinale data. For å analysere svarene i undersøkelsen er blant annet regresjonsanalyse, med bruk av minste kvadraters metode (Ordinary Least Squares, OLS), benyttet.³ Inferens med bruk av OLS forutsetter blant annet kontinuerlige normalfordelte feilledd. I analysen av resultatene fra undersøkelsen vil denne forutsetningen ikke være tilfredsstillt på grunn av

³ Se appendiks B.A for utfyllende informasjon om regresjonsanalyse og minste kvadraters metode.

ordinale variabler. Likevel er OLS en god analysemetode og resultatene stemmer godt overens med resultater fra binær logistisk regresjon.⁴

Teori

I oppgaven er det lite fokus på teori. Konsekvensene av finanskrisen er meget komplekse og det er få teorier som kan forklare de endrede finansieringsmulighetene og bedriftenes respons på egenhånd.

Likevel vil noe grunnleggende teori om finansiering og kapitalstruktur presenteres, men dette vil ikke danne grunnlag for analysen. Teorien vil imidlertid bli diskutert i forbindelse med funn fra analysen. Hensikten er å diskutere endring i validitet av kjente teorier om foretakets finansiering.

Struktur

Etter en kort oppsummering av finanskrisen vil økonomiske utsikter diskuteres. Deretter vil endringer i og bruken av henholdsvis langsiktige finansieringskilder og kortsiktige likvidetskilder bli analysert. Videre analyseres bedrifters aktivitet og investeringsplaner. For dypere analyse av funnene er fire caseanalyser gjennomført. Til slutt vil funnene fra analysen diskuteres opp mot teori.

I appendiks finnes metode for undersøkelsen og intervjuene samt teori for de gjennomførte statistiske testene. Større oppsummeringer av de gjennomførte intervjuene presenteres også. I tillegg finnes diverse statistiske tester som ikke er presentert i selve analysen samt annen informasjon.

⁴ Se appendiks C.A for presentasjon av resultater fra binær logistisk regresjon.

2. FINANSKRISEN

Finanskrisen slo ut for fullt i september 2008 med store problemer i finansnæringen og børsfall verden over. Tilgangen på kreditt ble betydelig forverret og dette preger fremdeles finansieringsmulighetene til bedrifter og andre institusjoner. Krisen bekreftet en alvorlig situasjon i internasjonal økonomi. Det forventes i tiden fremover en betydelig nedgangskonjunktur med redusert inntjening for bedrifter og økt arbeidsløshet.

En av de viktigste årsakene til finanskrisen er boligmarkedet i USA og spesielt markedet for subprime lån. Kunder med dårlig betalingsevne fikk lån basert på en forventning om prisstigning i låneobjektet som skulle dekke eventuelle problemer med nedbetaling. Personer uten inntekter eller formue fikk muligheten til å ta opp store lån for å investere i eiendomsmarkedet. Lånene ble ofte spredt i ulike obligasjonspakker og videresolgt til ulike investorer. Bankene fikk dermed redusert mye av risikoen og kunne øke utlån ytterligere. Dette systemet fungerte greit så lenge økonomien gikk bra og boligprisene steg.

Etterspørsel og konsum i USA begynte etter hvert å avta, noe som var medvirkende til fall i boligprisene fra sensommeren 2007. Dette gav igjen store fall i verdiene på boligobligasjoner og banksektoren sammen med andre finansinstitusjoner opplevde store tap. Et av verdens største forsikringsselskap, AIG, tapte store summer ettersom de hadde forsikret mange kreditorers utlån. Som følge av de store tapene økte mistilliten mellom bankene. Dette gav betydelig økt rentemargin (TED)⁵ som indikerer stor kredittrisiko i rentemarkedet. Mange banker strammet inn kredittpraksisen betraktelig, også til ikke-finansielle foretak. 15. september 2008 gikk Lehman Brothers konkurs, dette førte



Figur 1: Rentedifferanse (TED). (Bloomberg)

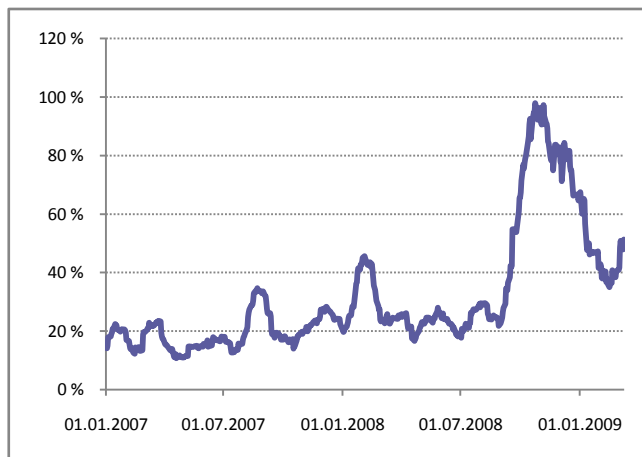
⁵ TED er et mye brukt mål på risiko. Den representerer differansen mellom 3 mnd. LIBOR og 3 mnd.

til krise i kredittmarkedet. Konkurser i AAA rangerte selskaper som Fannie May og Freddy Mac sendte sjokkbølger utover finansnæringen. Tiltroen til kredittvurderingsbyråene forsvant. Dette førte til enda høyere rentemarginer.

Flere næringer i USA opplevde svekket inntjening og arbeidsløsheten økte, som igjen gav lavere etterspørsel og inntjening. USA er den ledende økonomien i verden og har stor påvirkning på den globale økonomien. I Europa, Asia og andre vekstmarkeder opplever industrien store etterspørsels og produksjonsfall. Prisen på olje og andre råvarer falt samtidig som markedsverdien på børsen verden over ble halvert og det oppstod en ond spiral hvor den ene dårlige nyheten forårsaket en ny.

Den økonomiske resesjonen skaper ytterligere problemer for finansnæringen. Som følge av økte arbeidsledighetstall og betraktelig dårligere omsetning i bedriftene øker tapene i bankene. Sammen med uroligheter i kredittmarkedene forverres finansieringsmulighetene til bedrifter betydelig. Dette kan igjen føre til kansellering av nyinvesteringer som i utgangspunktet er lønnsomme og det kan ta lengre tid før verdensøkonomien begynner å vokse igjen.

Heller ikke Norge er upåvirket. Industri og andre bedrifter opplever svekket etterspørsel og mange råvarerrelaterte bedrifter får svekket omsetning som følge av prisfall. Oslo Børs' hovedindeks falt fra toppnoteringen på 523,61 i mai 2008 til under 200, november 2008. Volatiliteten på verdens børser økte kraftig som følge av finanskrisen. Investorer er svært usikre på hvordan den økonomiske situasjonen til



Figur 2: Annualisert volatilitet på Oslo Børs. Basert på rullerende daglig data over en måned.

bedrifter vil utvikle fremover. Norge og norske bedrifter vil i stor grad merke konsekvensene av den globale nedturen.

Mange økonomer⁶ har sammenlignet finanskrisen med den store depresjonen i 1930-årene og forventer en større reduksjon i økonomisk aktivitet enn på lang tid. Begrepet "finanskrise" kan i dagens situasjon være misvisende. Det er ikke bare problemer i finansmarkedene, men verden er på vei inn i en økonomisk resesjon.

⁶ IMF og Jan Tore Klovland

3. BEDRIFTERS INNTJENING OG FREMTIDSUTSIKTER

Norge opplevde en sterk konjunkturoppgang fra 2004 til 2007, men etter finanskrisen har de økonomiske utsiktene blitt betydelig forverret. Bedrifters omsetning har allerede blitt redusert, i tillegg forventes det en ytterligere forverring utover 2009.

Stor usikkerhet om fremtiden, lavere etterspørsel og økt arbeidsledighet er faktorer som er med på å underbygge forventninger om en betydelig svakere inntjening for bedrifter fremover. Samtidig har også bedrifters finansieringskostnad forverret situasjonen. Norge, en liten åpen økonomi med mye internasjonal handel, vil merke en global nedgangskonjunktur sterkt.

Statistiske tester

I *Tabell 1* til *3* er det utført tester for å undersøke ulike variablers endring etter finanskrisen. Testene beskriver en signifikant forverring i samtlige variabler presentert. *Omsetningen* og *Ansatte* er redusert og variablene som omfatter økonomiske utsikter indikerer en videre nedgang. *Kostnad finansiering 09* og *Kostnad innsatsfaktorer 09* er begge signifikant endret, men ikke i en like sterk grad og det fremkommer en større spredning i responsen. I tabellen beskrives variabelens påvirkning på investeringer og omsetningsøkning og med redusert menes negativ påvirkning.

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Omsetning</i>	291	165	76	50	0,0000***
<i>Ansatte</i>	291	138	102	51	0,0000***

Tabell 1: Ulike variabler, endring etter finanskrisen. Variablene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en økning i faktoren. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B.***, ** og * indikerer median signifikant mindre enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Makroutsikter 09</i>	270	203	52	15	0,0000***
<i>Makroutsikter til nå</i>	263	215	41	7	0,0000***
<i>Næringsutsikter 09</i>	273	188	66	19	0,0000***
<i>Næringsutsikter til nå</i>	274	200	63	11	0,0000***
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	271	147	78	46	0,0000***

Tabell 2: Økonomiske utsikter, endring etter finanskrisen. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en positiv påvirkning på nyinvesteringer og omsetning. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B.***, ** og * indikerer median signifikant mindre enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Kostnad finansiering 09</i>	280	111	83	86	0,0873*
<i>Kostnad innsatsfaktorer 09</i>	271	74	93	104	0,0297**

Tabell 3: Kostnader, endring etter finanskrisen. "09" indikerer forventet endring i 2009. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en positiv påvirkning på nyinvesteringer og omsetning. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant ulik 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

I *Tabell 4* er det utført regresjonsanalyser for å undersøke årsaker til endringene. I regresjonsmodellene er det forsøkt å inkludere forklaringsvariabler som vil være relevante for den avhengige variabelen. For endret omsetning er hensikten hovedsakelig å se på forskjeller mellom ulike karakteristika i bedriftene, mens for næringsutsiktene er også andre forhold som kan forklare endringer inkludert.

Signifikante variabler i regresjonen for *Omsetning er Omsetning > 500 MNOK, Industri og Bygg og Anlegg*, alle med negativ koeffisient. I regresjonene for næringsutsikter er det flere signifikante variabler. Det fremkommer her en sammenheng mellom endret omsetning og endrede næringsutsikter. I tillegg vil også en lavere finansieringskostnad forklare endringer i næringsutsiktene. Også i disse regresjonsanalysene fremkommer det signifikante bransjevariable der *Bygg og Anlegg, Industri og Eiendom* skiller seg negativt ut. I regresjonen for *Næringsutsikter 09* er også *Kostnad på innsatsfaktorer 09* signifikant. Forklaringsgraden i regresjonene er ikke veldig høye, men i slike tester er det ofte mange variabler utenfor modellen som kan forklare endring i den avhengige variabelen.

	<i>Omsetning</i>	<i>Næringsutsikter til nå</i>	<i>Næringsutsikter 09</i>
<i>Omsetning</i>	N/A	0,2900***	0,2211***
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	N/A	0,1020**	N/A
<i>Kostnad innsatsfaktorer til nå</i>	N/A	0,0570	N/A
<i>Kostnad finansiering 09</i>	N/A	N/A	0,1516***
<i>Kostnad innsatsfaktorer 09</i>	N/A	N/A	0,1258**
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Eksport</i>	-0,0051	-0,0739	0,0100
<i>Omsetning > 500 MNOK</i>	-0,2701**	-0,2488**	0,0462
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	-0,7315***	-0,5838***	-0,3853**
<i>Industri</i>	-0,6112***	-0,4363***	-0,3131**
<i>Olje og energi</i>	0,0789	-0,1320	-0,2568
<i>Eiendom</i>	-0,1537	-0,6052**	-0,5147*
<i>R² justert:</i>	<i>9,0 %</i>	<i>24,2 %</i>	<i>14,7 %</i>

Tabell 4: Regresjonsanalyse med Omsetning og Næringsutsikter som avhengig variabel. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (T-test).

Økonomiske utsikter

Mange bedrifter i undersøkelsen opplevde kostnaden på finansiering som et stort problem i begynnelsen av finanskrisen (Tabell 2). Problemene i kredittmarkedene kan nå imidlertid se ut til å avta. Flere av bedriftene i undersøkelsen forventer lavere kostnad på finansiering fremover. Likevel vil overvekten av bedriftene oppleve finansieringskostnaden som et hinder for nyinvesteringer.

Etter finanskrisen har de makroøkonomiske utsiktene blitt betydelig forverret. Nær 70 % av bedriftene i undersøkelsen mener også de makroøkonomiske forholdene vil forverres ytterligere fremover. Samtidig har flertallet av bedriftene allerede opplevd en svekkelse i omsetningen (Tabell 1). Redusert etterspørsel fra konsumenter vil svekke mange bedrifters inntjening og mange nye prosjekter vil fremstå mindre lønnsomme enn hva de gjorde før finanskrisen, og den økonomiske aktiviteten vil reduseres ytterligere.

Både DnBNOR og Sparebank1 Telemark anser de økonomiske utsiktene som dårlige. Betydelig økt usikkerhet og risiko sammen med generelt svake makroutsikter og økte betalingsproblemer hos bedriftene vil bidra til en mer restriktiv politikk hos bankene. En restriktiv utlånspolitikk vil kunne føre

til en mer forsiktig holdning hos bedrifter og konsumenter. Dette vil igjen forsterke den negative trenden i økonomien.

Etterspørselen fra fastlands-Norge hadde en vekst på 2,1 % i 2008. Sammenlignet med den gjennomsnittlige veksten for 1998-2007 på 3,9 % er det tydelig nedgang i økonomien.⁷ Med bakgrunn i resultatene fra undersøkelsen vil etterspørselsveksten trolig falle videre i 2009.

I undersøkelsen har bedrifter fra spesifikke bransjer merket krisen mer enn andre. I regresjonene for *Næringsutsikter* og *Omsetning* skiller variablene *Bygg og anlegg*, *Eiendom* og *Industri* seg negativt ut (*Tabell 4*). Bygg og anlegg har allerede opplevd omsetningssvikt og forventer videre nedgang. Nedgangen i bolig- og eiendomsmarkedet har ført til færre oppdrag i denne bransjen. Eiendomsbransjen selv rapporterer om de samme svake utsiktene, men har enda ikke merket lavere omsetning på grunn av normalt lange kontrakter i bransjen. Industribedrifter skiller seg også negativt ut på grunn av lavere etterspørsel i økonomien globalt og nasjonalt.

I regresjonene er det også undersøkt forskjeller mellom store og små bedrifter. Variabelen *Omsetning > 500 MNOK* viser at store bedrifter i større grad har fått redusert omsetningen etter av finanskrisen og har hatt en svakere utvikling i de økonomiske utsiktene til nå. Det kan derfor se ut til at effektene av finanskrisen påvirket store bedrifter tidligere.

I regresjonen er det ingen signifikante forskjeller på omsetning og de næringsspesifikke utsiktene for eksport og ikke-eksportbedrifter. Dette bekrefter at Norge er en liten åpen økonomi og utviklingen i økonomien er sterkt koblet til den globale. Imidlertid finnes det signifikante forskjeller for eksportbedrifter ved bruk av binær logistisk regresjon på *Omsetning* (*Tabell 33*). Dette kan tyde på at eksportbedrifter merker konsekvensene av globale etterspørselsendringer raskere.

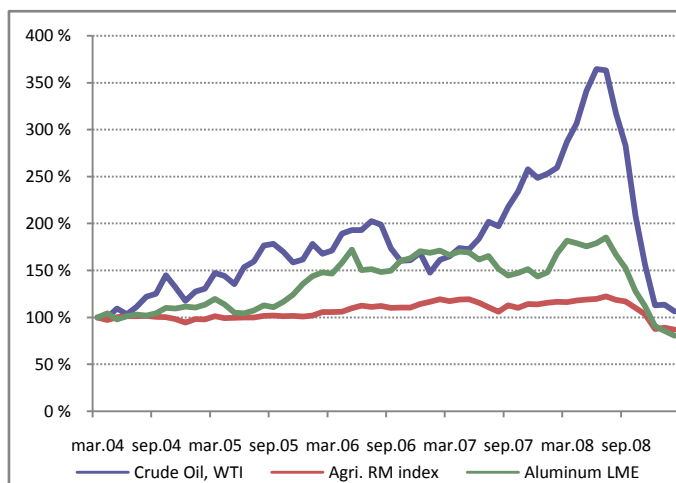
Kostnadsnivå

Kostnadsnivået på råvarer, arbeidskraft og andre innsatsfaktorer har steget kraftig de siste årene. Prisene får trolig en lavere vekst fremover og vil i mange tilfeller reduseres. Blant annet oljeprisen

⁷ SSB.no

halverte seg på noen få måneder, noe som kan ha positiv betydning for mange bedrifter. Samtidig kan akkurat dette eksempelet ha negative konsekvenser for mange norske bedrifter som følge av eksponeringen mot oljeindustrien.

Kostnaden på innsatsfaktorer vil, for mange bedrifter, gjøre nyinvesteringer og omsetningsøkning enklere fremover. Dette gjelder for omtrent en tredjedel av bedriftene i undersøkelsen (Tabell 3). Et lavere kostnadsnivå kan bidra til lavere produksjons og investeringskostnader. Bedriftenes finansielle situasjon og lønnsomhet kan som følger bedres.



Figur 3: Utvikling i ulike råvarepriser. (Index Mundi)

Mange bedrifter har de siste årene ikke fått tak i nok arbeidskraft.⁸ Denne situasjonen kan bedre seg ettersom flere bedrifter reduserer antall ansatte som følge av finanskrisen. I undersøkelsen har nærmere halvparten av bedriftene redusert antall ansatte. Samtidig har ikke mer enn 17 % økt sysselsettingen. Dette vil gi bedre tilgang og et redusert prispress på arbeidskraft.

Offentlige kunder

Avhengig av hvilke kundegrupper som er bedriftens viktigste vil omsetningen bli påvirket i ulik grad. Offentlige kunder vil svært sjelden få betalingsproblemer, dette er i sterk kontrast med det mange andre bedrifter opplever i dag. Etterspørselen fra det offentlige er også svært lite konjunkturavhengig.

Konsekvenser for internfinansiering

Tilbakeholdte midler fra drift er en viktig finansieringskilde for bedrifter. 40 % av bedriftene i undersøkelsen har i perioden 2002 til 2007 brukt intern egenkapitalfinansiering som hovedkilde til finansiering av nye prosjekter.

⁸ NAV.no

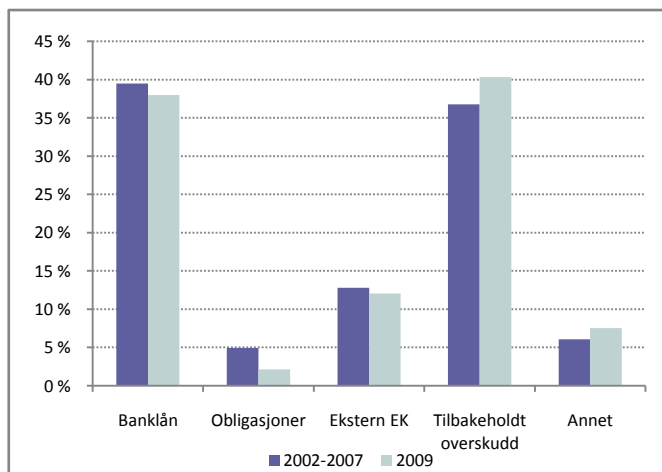
På grunn av dårlige inntjeningsutsikter vil bedriftene generere mindre intern fri kapital. Som følge av usikre fremtidsutsikter vil noen bedrifter også ønske å ha større kapitalreserver som sikkerhet dersom den økonomiske nedgangen fortsetter. En annen faktor som kan redusere muligheten for bruk av intern finansiering er rentekostnader og covenants⁹ på gjeld. Typiske covenants kan være en minimums rentedekningsrate eller et minimum tilgjengelige likvide midler. Investeringer, som krever oppbundne midler og får inntjening først om noen år, vil i dagens situasjon være mindre aktuelle å gjennomføre. Bedrifter ønsker i større grad å sikre seg kortsiktig kontantstrømmer og omsetning.

Som følge av svekket omsetning og dårlige fremtidsutsikter vil mulighetene til å bruke interne midler være svekket etter finanskrisen.

⁹ Covenants er betingelser som bedriften må opprettholde etter at avtalen er inngått. Disse fungerer som en sikkerhetsventil for bankene og brudd kan indikere fremtidige betalingsproblemer

4. LANGSIKTIGE FINANSIERINGSKILDER

Tilbakeholdt overskudd og banklån er de mest brukte kildene til langsiktig finansiering for norske bedrifter. Det fremgår noen endringer i bedrifters hovedfinansieringskilde etter finanskrisen. Bedrifter øker bruken av interne midler, mens bruken av eksterne finansieringskilder, spesielt obligasjoner, har blitt redusert.



Figur 4: Undersøkelsen, hovedfinansieringskilder for bedrifter.

Tilgangen på ekstern finansiering har blitt betydelig vanskeligere etter finanskrisen. I tiden frem til undersøkelsen ble gjennomført har tilgangen på samtlige eksterne finansieringskilder blitt vanskeligere for de fleste bedriftene i undersøkelsen. I tiden fremover forventes ytterligere forverring for mange av bedriftene, men det er noen tegn til positiv utvikling for enkelte. Dette er uavhengig av finansieringskilde og det er en klar sammenheng i utviklingen for de ulike kildene.

I løpet av høsten 2008 steg kostnadene på ekstern finansiering betydelig. Fremover fremstår effekten av kostnaden på finansiering derimot som variert mellom bedriftene. Selv om mange forventer lavere kostnad på finansiering er det fremdeles en overvekt av bedrifter som vil få ytterligere problemer med finansieringskostnaden.

En viktig årsak til endrede forhold ved ekstern finansiering er bedriftens makroøkonomiske utsikter. Uavhengig av finansieringskilde vil dette påvirke tilgangen. Bedrifter med betalingsproblemer vil tydelig også få dårligere tilgang på finansiering.

Det er noen forskjeller mellom ulike bransjer. Olje og energi skiller seg noe positivt ut. Dette kan ha sammenheng med sikrere kontantstrømmer i denne bransjen. Eiendom på den annen side skiller seg derimot negativt ut.¹⁰ Dette skyldes blant annet et vanskeligere marked for utleie. I tillegg har

¹⁰ Dette er ingen signifikant variabel, men det skyldes hovedsakelig få observasjoner.

næringseiendom opplevd verdifall som har gjort selskap mindre solide. Eiendomsbransjen krever store investeringsbeløp som ifølge Jebesen er vanskeligere å få finansiert.

Statistiske tester

I *Tabell 5* er det utført en sign-test for å undersøke endring i tilgang på låne, obligasjons og ekstern egenkapitalsfinansiering etter finanskrisen. For samtlige variabler har det vært en signifikant reduksjon i tilgangen til finansiering. I *Tabell 6* er det gjort en tilsvarende test for kostnad på finansiering, denne er signifikant høyere. Imidlertid har variabelen *Kostnad på finansiering 09* en P-verdi på 0,0873, dette indikerer noe spredning i responsen. *Tabell 7* beskriver signifikant økning i variabelen *Leasing* etter finanskrisen.

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Lån 09</i>	277	165	94	18	0,0000***
<i>Lån til nå</i>	264	192	71	1	0,0000***
<i>Obligasjoner 09</i>	129	63	48	18	0,0000***
<i>Obligasjoner til nå</i>	109	66	43	0	0,0000***
<i>Ekstern EK 09</i>	214	130	70	14	0,0000***
<i>Ekstern EK til nå</i>	194	129	64	1	0,0000***

Tabell 5: Finansieringskilder, endring etter finanskrisen. "Til nå" representerer faktorens påvirkning siden finanskrisens slo ut for fult høsten 2008, mens "09" representerer forventningene for 2009. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en positiv påvirkning på nyinvesteringer og omsetning. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant mindre enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Kostnad finansiering 09</i>	280	111	83	86	0,0873*
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	271	147	78	46	0,0000***

Tabell 6: Kostnad finansiering, endring etter finanskrisen. "Til nå" representerer faktorens påvirkning siden finanskrisens slo ut for fult høsten 2008, mens "09" representerer forventningene for 2009. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en positiv påvirkning på nyinvesteringer og omsetning. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant ulik 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Leasing</i>	271	19	217	35	0,0412**

Tabell 7: Leasing, endring etter finanskrisen. Faktoren er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en økning i faktoren. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant ulik 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

I *Tabell 8* er det utført regresjonsanalyse for å undersøke årsaker til endringene i finansieringskildene utover i 2009. I regresjonsmodellen er det forsøkt å inkludere forklaringsvariabler som vil være relevante for den avhengige variabelen. Det vil naturlig være slik at betalingsevne og fremtidsutsikter vil påvirke tilgangen på finansiering. I tillegg vil andre karakteristika ved bedriften undersøkes for å se hvilken effekt det har på tilgangen til finansiering.

For alle finansieringskildene er *Ingen betalingsproblemer* og *Makroutsikter 09* signifikante forklaringsvariabler. Variabelen *Omsetning* er derimot ikke signifikant, dette skyldes trolig at effekten av lavere omsetning fanges opp av de to overnevnte variablene. I regresjonen for lånefinansiering er *Bankforbindelse > 7 år* og *Olje og Energi* signifikante, med positiv koeffisient. Forklaringsgraden i disse regresjonene er noe høyere enn i *Tabell 4*, men likevel ikke veldig høy. Dette skyldes hovedsakelig bedriftsspesifikke forhold som ikke fanges opp i modellen.

	<i>Lån 09</i>	<i>Obligasjoner 09</i>	<i>Ekstern EK 09</i>
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	0,4151***	0,3360*	0,3939***
<i>Makroutsikter 09</i>	0,5285***	0,7178***	0,5573***
<i>Omsetning</i>	0,0063	0,0318	-0,0088
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Bankforbindelse > 7 år</i>	0,1750*	N/A	N/A
<i>Eksport</i>	-0,1472	0,0084	-0,0535
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	0,2525	0,2422	0,1782
<i>Industri</i>	0,0784	0,0658	-0,0404
<i>Olje og energi</i>	0,3330**	0,0673	0,2100
<i>Eiendom</i>	-0,2532	-0,5109	-0,1290
<i>R² justert:</i>	<i>35,2 %</i>	<i>43,8 %</i>	<i>33,8 %</i>

Tabell 8: Regresjonsanalyse med Lån, Obligasjoner og Ekstern EK som avhengig variabel. "09" representerer forventning i endring av faktoren i løpet av 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (T-test).

I *Tabell 9* presenteres korrelasjonstester på ulike finansieringsfaktorer, det fremkommer her en signifikant positiv sammenheng mellom de ulike finansieringskildene og en sammenheng med kostnaden.

	<i>Lån 09</i>	<i>Obligasjoner 09</i>	<i>Ekstern EK 09</i>
<i>Obligasjoner 09</i>	0,849***		
<i>Ekstern EK 09</i>	0,679***	0,804***	
<i>Kostnad finansiering 09</i>	0,440***	0,494***	0,305***

Tabell 9: Korrelasjon mellom ulike finansieringskilders endring etter finanskrisen. "09" representerer forventning i endring av faktoren i løpet av 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant korrelasjon på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Pearson correlation).

4.1. BANKLÅN

Bankfinansiering har tradisjonelt vært den viktigste eksterne finansieringskilden til næringslivet. Ifølge undersøkelsen gjelder dette for nærmere 40 % av norske bedrifter. Store endringer i forholdene hos bankene vil få store konsekvenser for norske bedrifter. Finanskrisen har påvirket tilbudssiden av banklån sterkt og antall bedrifter som vil bruke banklån som hovedfinansieringskilde er redusert.

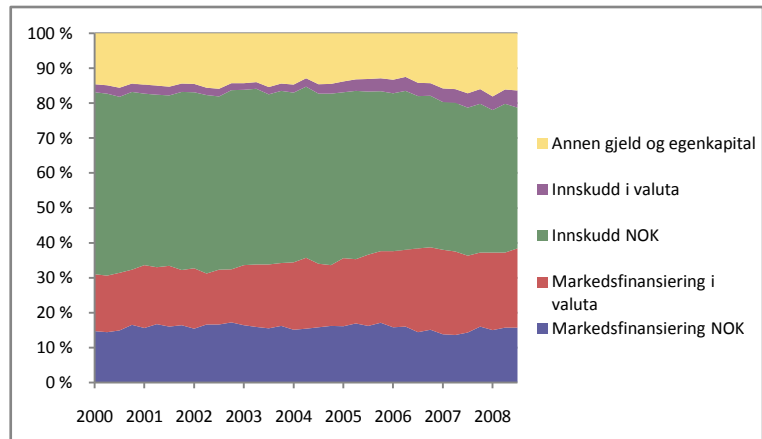
Banklån har ofte en løpetid som skal tilsvare levetiden til aktiva som finansieres. Lånekontrakter er ofte kompliserte, dette fordi banken ønsker å begrense potensielt tap på utlån. I kontraktene spesifiseres rente, løpetid, beløp og gjerne en mengde klausuler og covenants. Andre betingelser som ofte er med i slike avtaler er pant og andel egenkapitalfinansiering. Renten settes ofte flytende med en fast margin over NIBOR¹¹ (Norwegian Interbank Offered Rate), eller med en forhåndsbestemt fastrente over deler av eller hele løpetiden.

Bankenes finansiering- og risikosituasjon

En forutsetning for et velfungerende bankvesen er gode finansieringsmuligheter for bankene. Det er derfor relevant å se på hvordan bankene selv finansierer seg og hvordan dette har endret seg etter finanskrisen.

¹¹ Til forskjell fra en del andre lands pengemarkeder er det norske illikvid, og det er derfor valgt å benytte implisitte renter som offisielle NIBOR. NIBOR-renten er basert på USD-renten for den aktuelle løpetid, med korreksjon for rentedifferansen mellom NOK-rentene og USD-rentene. Rentedifferansen uttrykkes i kurspunkter mellom USD og NOK.

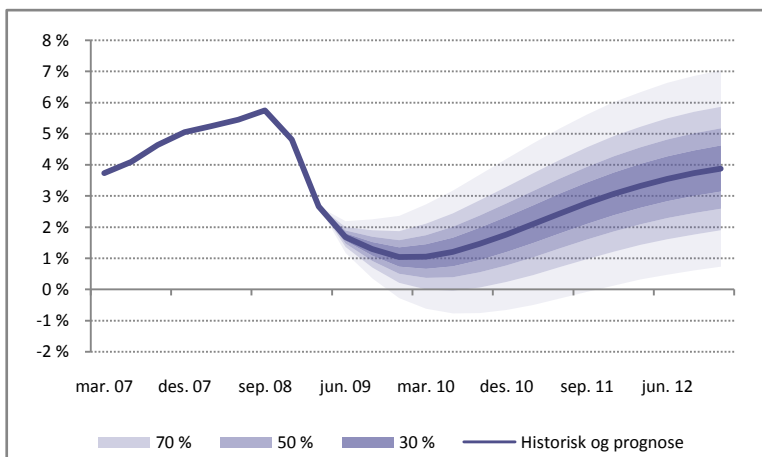
Norske banker har historisk hovedsakelig finansiert seg gjennom innskudd fra person- og næringskunder. I tillegg utsteder mange banker obligasjoner og låner fra andre finansinstitusjoner gjennom pengemarkedet.



Figur 5: Bankers finansieringskilder. (Norges Bank)

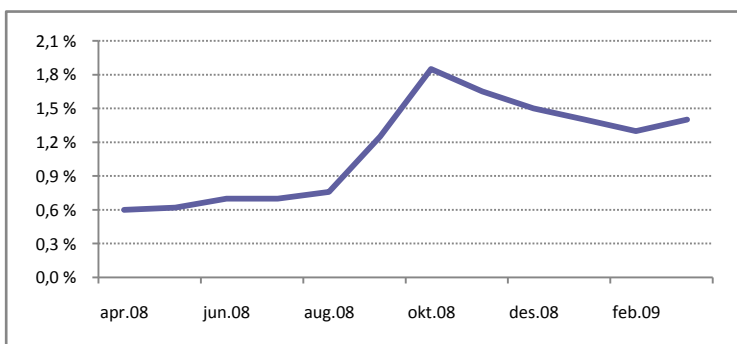
Pengemarkedet

I Norge var styringsrenten¹² så høyt som 5,75 % i midten av oktober 2008, siden det har den blitt satt ned betraktelig. Ved inngangen til april 2009 lå den på 2 % og forventes å forbli på et lavt nivå de nærmeste årene. En sterkt redusert styringsrente bidrar til å dempe andre effekter som påvirker kostnaden på bankfinansiering.



Figur 6: Prognose for styringsrenten. Med konfidensintervall. (Norges Bank)

Utgangspunktet for den rente norske banker låner kapital til hverandre er NIBOR. Bankene låner gjerne til en rente med en fast margin over NIBOR. Marginen varierer avhengig av risiko.



Figur 7: Kredittspread DnBNOR. Margin over NIBOR på 3 års lån med flytende rente. (Holberg fondene)

¹² Styringsrenten er den avkastningen bankene får ved å plassere overskuddslikviditet på foliokonto i Norges Bank. Dermed danner styringsrenten en nedre grense for kortsiktige renter i pengemarkedet. Dette påvirker igjen bankenes utlånsrente til næringslivet.

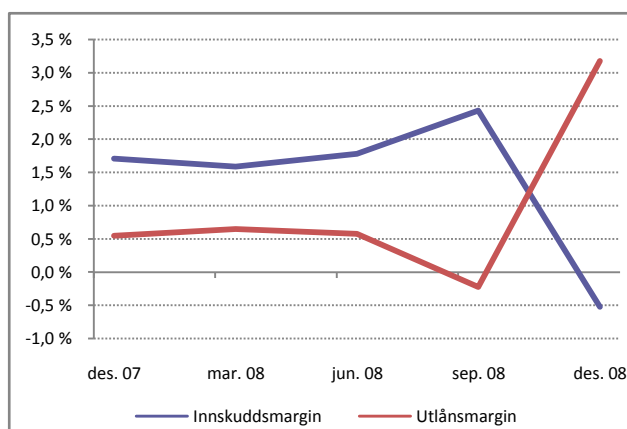
Høsten 2008 var marginen mellom 3 måneders NIBOR og styringsrenten svært høy. Også marginen over NIBOR, bankene må betale for finansiering, har steget kraftig som følge av finanskrisen. Dette gjorde finansieringen for bankene veldig dyr. Den store økningen i marginer skyldtes stor usikkerhet rundt bankenes betalingsevne og soliditet. Faren for mislighold av lån til bankene førte derfor til lite likviditet i markedet. Spesielt de lange rentene er dyre, og lån med løpetid på over 3 år er spesielt vanskelig å tilegne seg. Sparebank1 Telemark betalte i januar 2009 en margin på 0,64 og 1,74 rentepoeng over NIBOR for henholdsvis 1 års og 3 års lån.

Innskudd

Innskudd fra person- og næringskunder er den viktigste kilden til bankers finansiering. Andelen innskudd har imidlertid falt fra nesten 50 % i 2002 til rundt 40 % i slutten av 2008. Sum innskudd har ikke gått ned, men bankene har økt bruk av andre finansieringskilder.¹³

Etter finanskrisen har mulighetene for andre typer finansiering blitt forverret og bankene blir enda mer opptatt av å sikre seg innskudd fra kunder. Den sterke konkurransen har ført til lavere innskuddsmargin for bankene.

Selv om innskuddsmarginen faller vil nettoendringen på innskuddsrenten til kunden være negativ, på grunn av lavere rentenivå generelt. Dette gjør det mindre attraktivt å spare i bank og kan derfor ha en negativ effekt på innskuddsnivået. Samtidig vil flere kunder ønske sikrere sparingsformer, spesielt siden aksjemarkedet har blitt mer volatilt, noe som kan gi økt innskudd i bankene. De usikre økonomiske forholdene fremover kan også føre



Figur 8: Rentemarginer for norske banker. Figuren beskriver utvikling i både innskuddsmargin og utlånsmargin. (SSB)

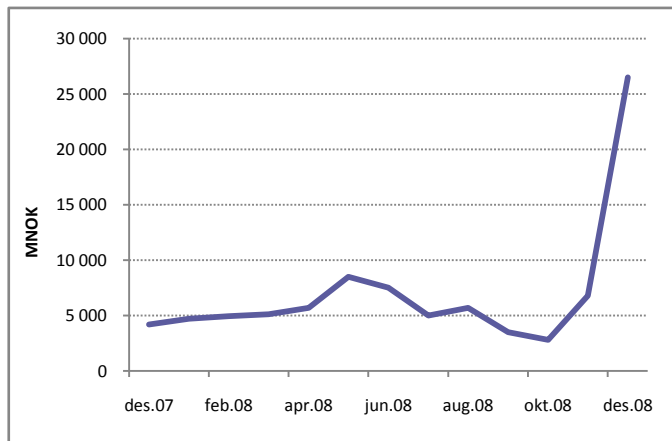
til økt innskudd ettersom både personer og bedrifter vil ønske å ha en større kapitalreserve til bruk om finansielle problemer skulle oppstå. På den annen side vil økende arbeidsledighet og lavere omsetning i bedriftene føre til lavere innskudd for både privatpersoner og bedrifter.

¹³ SSB.no

Obligasjoner og statscertifikater

Obligasjoner utgjør ca. 20 % av bankers finansiering. Dette er ofte en mer langsiktig finansiering som kan bidra til stabilitet i finansieringen av bankene. Dette markedet har blitt betydelig vanskeligere som følge av finanskrisen og påvirker bankenes finansieringsmuligheter. Både muligheten til å utstede nye obligasjoner og betingelsene ved disse er blitt forverret. Dette skyldes investorers bekymring for finansielle problemer i banken som utsteder obligasjonen, samt mangel på likviditet i markedet.

Likevel har norske banker og kredittforetak opprettholdt et høyt emisjonsvolum etter finanskrisen. Dette har sammenheng med statens tiltakspakke. I Regjeringens kredittpakke, lansert februar 2009, tilbyr regjeringen inntil 50 milliarder NOK i kjernekapital til banker og inntil 50 milliarder NOK til kjøp av norske kredittobligasjoner.¹⁴ Liknende

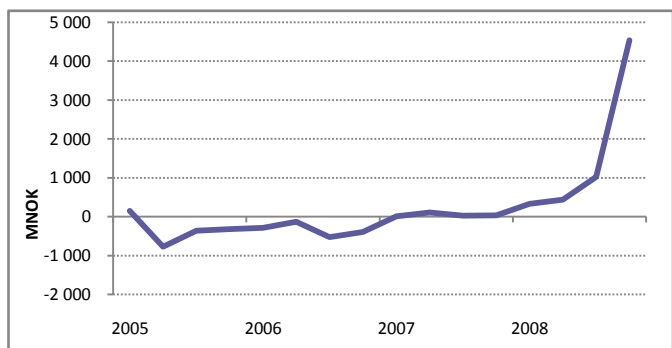


Figur 9: Bankenes beholdning av statscertifikater. (SSB)

tiltak ble iverksatt høsten 2008 da banker ble tilbudt å bytte statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett¹⁵ (OMF) for en avtalt periode. De ordinære obligasjonslånene ville vært svært vanskelig å få refinansiert, men ved bytte til statscertifikater vil bankene få mer omsettelige verdipapirer. Bankenes beholdning av sertifikater har derfor økt betydelig.

Økende tap

Bankene opplever økte tap på utlån og tapene har ikke vært like store siden 2002. Tap på utlån har sjeldent eller aldri vært nok til å få en bank til å gå konkurs, men store tap vil svekke egenkapitalen i bankene. Tapene i 4. kvartal 2008 var på



Figur 10: Norske bankers tap på utlån. (SSB)

¹⁴ Regjeringen.no

¹⁵ OMF er obligasjoner utstedt med pant i utlånsportefølje. Disse obligasjonene har fortrinnsrett før annen gjeld. På den måten kan banker skaffe seg finansiering for inntil tre år.

totalt 4.533 MNOK en oppgang fra 32 MNOK i samme kvartal 2007.¹⁶ Tapene på utlån til bedriftskunder er hovedsakelig fra eiendoms- og industribedrifter ifølge Jebsen, DnBNOR. Bankene selv forventer også en økning på mislighold fremover.

Økte tap fører til nedskrivning av eiendeler og dårligere resultater. Dette gir en svekket egenkapital, som vil gi mindre muligheter til utlån. En økning i tap på utlån bekrefter også nedgangen i lønnsomhet og de makroøkonomiske utsiktene for norsk næringsliv.

Risiko og kapitalkrav

Basel II¹⁷ brukes for å regulere mange norske banker. Reglene skal sørge for at bankene har et minimum av egenkapital, ikke påtar seg for mye risiko og har gode kontrollrutiner. Basel II vil derfor ha påvirkning på bankenes utlånspolitikk med tanke på både volum og risiko ved nye utlån.

Som følge av økte tap på utlån har kredittrisikoen økt. I tillegg har også likviditetsrisikoen økt ettersom bankene har problemer med finansiering og likviditet. En konsekvens av dette er redusert utlånsevne som følge av høyere kapitalkrav.

Konkurransen

Konkurransen om nye lånekunder har blitt betydelig redusert. I dagens situasjon er bankene mer bekymret for sin egen likviditet og soliditet enn å konkurrere om nye kunder. Ifølge intervjuer har bankene størst fokus på å betjene eksisterende kunder.

"Ingen konkurranse mellom bankene i Large corporate-segmentet gjør forhandlingssituasjonen for de største bedriftene problematisk - klar tendens til markedsdeling (tar ikke nye kunder, setter priser på sine eksisterende etter eget ønske)..."

Respondent i undersøkelsen.

Bedrifter som ønsker å skifte bankforbindelse for å få bedre betingelser vil trolig mislykkes. Dersom bankene tror det kun er de dårligste bedriftene som ønsker å skifte bankforbindelse, vil få være villige til å gi dem lån. Dette vil ofte være tilfellet ettersom det er de dårlige bedriftene som får

¹⁶ SSB.no

¹⁷ Se appendiks K for utfyllende informasjon angående Basel II.

problemer med å betale gjeld og som trenger å skifte bank for å få lavere rentekostnader. En effekt av lavere konkurranse er høyere kostnad og lavere tilgjengelighet på lån for bedriftene.

Konsekvens for norske bedrifter

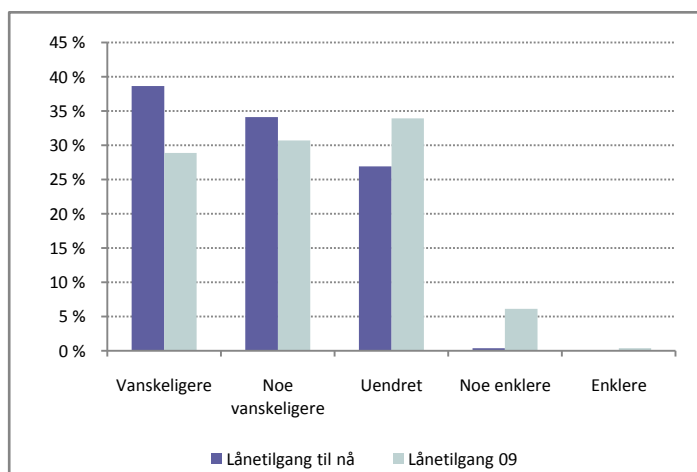
Den vanskelige finansieringssituasjonen og den økte risikoen i bankene vil klart føre til endret utlånspraksis. Dette vil få utslag i både tilgang på og kostnad ved bankfinansiering.

”Banker med panikk mister totalt økonomisk gangsyn og fremviser svært mangelfull kunnskap om annen type økonomisk virksomhet”

Respondent i undersøkelsen.

Tilgang på finansiering

Med bakgrunn i bankenes finansierings- og risikosituasjon har tilgangen på lånefinansiering blitt betydelig forverret etter finanskrisen. Bedriftene i undersøkelsen forventer også en ytterligere forverring utover i 2009. Spesielt vil bedrifter med betalingsproblemer ha enda vanskeligere tilgang på lånefinansiering, dette fremkommer ved signifikant variabel; *Ingen betalingsproblemer (Tabell 8)*.



Figur 11: Undersøkelsen, bedrifters endrede lånefinansiering. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009.

Å få finansiert store lån har vist seg å være ekstra vanskelig etter finanskrisen. Intervjuer beskriver en dårligere tilgang på lån til bedrifter innenfor eiendom og shipping, bransjer som trenger store lån ved nyinvesteringer. DnBNOR har opprettet en egen komité som skal vurdere utlån over 100 MNOK. Bankene har den siste tiden slitt med både likviditet og risiko på sine utlån. Store lån vil påvirke både egenkapitalandel samt øke kredittrisiko i større grad enn små lån. Skulle banken oppleve et tap på et stort lån vil en stor nedskrivning kunne påvirke resultat og balanse i større grad

Kostnad på finansiering

Kostnaden på lånefinansiering henger tett sammen med tilgangen på lånefinansiering. Det er stort sett de samme faktorene som vil påvirke begge variablene.

Ifølge intervjuer og undersøkelsen har kostnaden på lånefinansiering økt. Fremover vil derimot noen bedrifter få lavere kostnad på lånefinansiering på grunn av lavere markedsrente. For nye lån må bedriftene imidlertid akseptere en betydelig høyere margin.

Som følge av økt usikkerhet rundt makroøkonomiske utsikter vil utlånsrisikoen i bankene øke. Samtidig har finansieringssituasjonen blitt betydelig vanskeligere. For å kompensere for økt risiko vil bankene kreve høyere marginer på sine utlån.

Bedrifter med betalingsproblemer vil få en betydelig høyere rentemargin ved en eventuell refinansiering. Gode bedrifter vil også måtte godta noe høyere rentemarginer, men ikke i like stor grad. Rentemarginene forventes å holde seg på et høyt nivå i tiden fremover. De høye rentemarginene vil imidlertid motvirkes av lavere renter i markedet. Nettoeffekten vil avhenge av hvilke betingelser bedriften får hos banken. Nye lån vil kanskje ikke fremstå like gunstige som pengemarkedsrenten kan indikere på grunn av de høye marginene. Dersom pengemarkedsrenten stiger vil nye lån potensielt få svært høye finansieringskostnader i fremtiden, som følge av høye rentemarginer. Bedrifter vil derfor vurdere nye låneopptak ekstra nøye.

Kostnaden på lånefinansiering er i dagens situasjon spesielt avhengig av lengden på lånet. Bankenes egenfinansiering er minst et prosentpoeng høyere for langsiktig finansiering. Dette vil også føre til betydelig høyere margin på langsiktige utlån. Sparebank1 Telemark anbefaler derfor bedrifter å vurdere kortsiktige lån, med refinansiering om 1-2 år. Dette kan imidlertid øke refinansieringsrisikoen til bedriften.

Andre utlånsbetingelser

Lånetilbudet er ikke bare endret i form av høyere rentemargin. Andre betingelser i kontraktene er også endret. Bankene vil gjerne kreve økte rapporteringsrutiner og økt forsikring om bedriftens soliditet.

Egenkapitalandel

Bankene vil ha en betydelig strammere kredittpraksis i forhold til egenkapitalkrav ifølge Prebensen, Sparebank1 Telemark. Dersom bedriftene øker andel egenkapitalfinansiering ved investering i nye prosjekter vil banken få mindre risiko i låneobjektet. Det vil også kunne sikre høyere innsats i bedriften og minske problemer som "asset substitution."¹⁸

Covenants

Bankenes behov for kontroll har økt som følge av svakere kredittverdighet blant gjeldstakere. Ifølge Jebsen, DnBNOR, vil det derfor bli økt bruk av og strengere krav til covenants i tiden fremover. Vanlige covenants er et minimum av bokført egenkapitalandel, krav på rentedekningsgrad, rapporteringskrav, restriksjoner på ny gjeld, med mer. Som følge av finanskrisen har spesielt rapporteringskravene blitt strengere, Sparebank1 Telemark krever nå oftere kvartalsrapportering fremfor halvårs- eller årsrapportering. Etter finanskrisen vil mange bedrifter ha vanskeligheter med å oppfylle covenants, og det forventes en økning i brudd på disse.

Pant

Bankene har et noe strengere krav i forbindelse med pant. Pantet fungerer som en siste utvei for bankene og innkreving vil helst unngås. I tillegg vil gjerne verdien av pantet være mindre i nedgangstider kontra oppgangstider.

Kundeforhold

Fra regresjonsanalysen på lånefinansiering fremkommer variabelen *Bankforhold > 7 år* som signifikant positiv (*Tabell 8*). Det betyr at bedrifter i undersøkelsen med fast bankforbindelse over 7 år har signifikant lettere tilgang på lånefinansiering. Også betingelser på lånefinansiering vil bli påvirket av lengden på kundeforholdet til banken. Banken vil føle seg sikrere på kunder den har god kjennskap til og vil enklere kunne vurdere kredittverdigheten. Nye kunder blir ofte møtt med større skepsis og rentemarginen på lån kan være flere prosentpoeng høyere, et moment understreket i flere av intervjuene.

¹⁸ Et problem for kreditorer som oppstår når bedriften velger å bruke den lånte kapitalen til annet enn hva den var tiltenkt og som dermed reduserer verdien av gjelden.

Et lengre kundeforhold til hovedbankforbindelse har tradisjonelt vist seg å føre til bedre betingelser på lån og andre produkter.¹⁹ Dette er noe som har blitt forsterket av finanskrisen, da usikkerheten rundt prosjekters inntjening er større enn før. I tillegg har konkurransen mellom bankene blitt redusert. Det vil derfor være vanskelig å bytte bank for å få bedre betingelser.

4.2. LEASING

Som følge av et betydelig forverret lånetilbud til bedriftene vil leasing være en aktuell alternativ finansieringskilde for nye investeringer. Større investeringer i driftsmidler er gjerne kapitalkrevende og binder dermed opp mye av bedriftens kapital. Ved å inngå en leasingavtale kjøper leasingselskapet driftsmiddelet fra leverandør og leier det videre til bedriften. Bedriften får bruksrett, men ikke det formelle eierskapet over driftsmiddelet. Leaser betaler periodisk en sum for dette driftsmiddelet som i realiteten består av renter, avdrag og administrasjonskostnader.

Endring

De fleste og største norske leasingselskaper er eid av banker og har således den samme finansieringssituasjonen som bankene. Høyere marginer på finansieringen og økt risiko for banken vil derfor slå ut i økte priser også på leasingprodukter. Et leasingselskap²⁰ ser for seg en økning i prisene på leasingtjenester på nær 50 % i løpet av 2009.

Kunder med et godt forhold til banken vil få betydelig bedre betingelser ved inngåelse av nye leasingavtaler. Enkelte leasingselskaper ønsker ikke å lage avtaler med nye kunder, og er kun fokusert på å betjene eksisterende gode kunder. Avtalelengden på nye avtaler har også blitt redusert som følge av finanskrisen. Det overnevnte leasingselskapet har satt et absoluttkrav på avtalelengden til 5 år, mens de tidligere kunne inngå avtaler over 10 år.

Bedrifter som gjør en nyinvestering ved bruk av leasing unngår den store initiale kapitalutgiften og således sikrer den seg bedre likviditet. Som følger av likviditetsproblemer vil flere bedrifter etter finanskrisen foretrekke leasing. Ved bruk av leasing får bedriften også skattefordeler. Blant annet fordi anskaffelsen kostnadsføres raskere enn ved kjøp og dermed får leaser høyere nåverdi på

¹⁹ Kristiansen, E. G. (2008).

²⁰ Selskapet ønsket å være anonymt.

skattefradraget.²¹ Denne fordelene kan for mange imidlertid være mindre nå da flere bedrifter vil oppleve at de ikke er i skatteposisjon i utgangspunktet på grunn av negative resultater.

Til tross for vanskelige forhold i bankene og økte kostnader viser undersøkelsen likevel at bedrifter har økt bruken av leasing (*Tabell 7*). Dette har hovedsaklig sammenheng med likviditetsfordelene leasing gir. Fremover forventes det derimot en reduksjon i bruken. Det nevnte leasingselskap ser også for seg en reduksjon i salget av leasingprodukter på 50 % i 2009. Dette skyldes kutt i investeringsaktiviteten hos mange bedrifter.

Sale-leaseback

Sale-leaseback kan være en alternativ respons for bedrifter med betydelig likviditetsrisiko. Bundet kapital frigjøres og kan brukes til den daglige driften eller eventuelt nyinvesteringer. På den annen side fører en sale-leaseback til økte totale finansieringskostnader. Motparten vil ta betalt for risikoen den tar på seg, som sannsynligvis er større om leaser har likviditetsproblemer.

Selv om finansieringskostnaden ved sale-leaseback er høyere enn ved å beholde eiendelen selv, har bruken av dette økt ifølge FinCorp. Finansieringsproblemer gjør at flere bedrifter tenker mer kreativt med finansieringen. I dagens situasjon er omsettelighet av eiendelen ekstra viktig. Sale-leaseback gjøres derfor ofte med eksempelvis eiendommer, produksjonsutstyr og varelager. Sterkere fokus på andre faktorer i bedriften som kontantstrøm og kapitalmengde vil i større grad bestemme betingelsene i avtalen.

4.3. OBLIGASJONER

Obligasjoner er en kilde for ekstern gjeldfinansiering. Det er likevel et par viktige faktorer som skiller obligasjoner fra vanlige banklån. Den kanskje viktigste forskjellen er eierstruktur. Obligasjonene blir ofte solgt til flere investorer som ikke har like godt innsyn i bedriften. Banker på den annen side har normalt mer innsyn i bedriften og kan styre dens beslutninger noe mer. For bedrifter i finansielle problemer gjør eierspredningen det vanskeligere å reforhandle obligasjoner fremfor banklån.

²¹ Sgfinans.no

I undersøkelsen beskriver bedrifter obligasjonsfinansiering som problematisk etter finanskrisen (*Tabell 5*). Obligasjoner ser ut til å være en svært svekket finansieringskilde og mange vil gå bort fra dette som sin hovedfinansieringskilde.

Hovedproblemet med obligasjonsfinansieringen er trolig ikke likviditeten i markedet, men kostnaden for bedriften. I følge SSBs statistikker har ikke-finansielle foretak utstedt obligasjoner for større beløp februar 2009 sammenlignet med februar året før, henholdsvis 9,1 og 6,7 milliarder NOK.²²

Det kan være flere årsaker til økte rentemarginer på obligasjoner. En årsak er økt sannsynlighet for mislighold. Flere bedrifter har fått redusert kredittvurdering og dette påvirker hvilken avkastning investorer krever. Mange investorer har også mistet tiltro til kredittvurderingsbyråene og deres analyser av bedrifter. Dette med bakgrunn i blant annet konkursene i Fannie Mae og Freddie Mac, som begge hadde AAA vurdering. Samtidig vil fallende renter i pengemarkedet motvirke noe av økningen i marginene.

4.4. EKSTERN EGENKAPITALFINANSIERING

Bedrifter kan hente ny ekstern egenkapital for å styrke sin finansielle situasjon, også kalt en egenkapitalemisjon. Gjennom et kontantinnskudd i selskapet får investorer et vederlag i form av nye aksjer. For børsnoterte bedrifter vil normalt en tilrettelegger gjennomføre emisjonen. Tilretteleggeren, gjerne en investeringsbank, tar ofte på seg risikoen for at nok kapital blir hentet inn.

For bedrifter som står utenfor børsen er markedet for å hente inn ekstern egenkapital mye mindre. Ofte vil ny egenkapital komme fra personer i ledelsen som kjenner bedriften godt. Andre kilder til ekstern egenkapitalfinansiering er for eksempel private-equity og venturefond som kan være villige til å skyte inn kapital i selskaper. Aktuelle selskaper for denne type finansiering er ofte mindre vekstselskaper som har behov for investorer som også går aktivt inn i ledelsen og styret av selskapet.

²² En årsak til bedre likviditet i markedet er kredittpakken fra Regjeringen.

En aksjeemisjon på børs innebærer store kostnader for selskapet som gjennomfører dette. Direkte kostnader knyttet til emisjonen ligger normalt rundt 7 % av beløpet som hentes inn.²³ Indirekte kostnader oppstår som følge av underprising ved gjennomføring av aksjeemisjon.

Endring

Markedet for ekstern egenkapitalfinansiering er klart vanskeligere etter finanskrisen, og det forventes ytterligere forverring i markedet i 2009 (*Tabell 5*). I regresjonsanalysen er variabelen *Makroutsikter 09* signifikant for endring i tilgang til ekstern egenkapital (*Tabell 8*).

Variabelen *Ingen Betalingsproblemer* er signifikant og bedrifter med betalingsproblemer har klart vanskeligere tilgang på ekstern egenkapitalfinansiering, til tross for at dette kan hjelpe bedriften ut av en konkurs. Dette har sammenheng med frykt for å tape hele investeringen om bedriften likevel ikke skal klare seg.

Det er ofte dyrere å gjennomføre en emisjon i nedgangsperioder, spesielt med tanke på underprising. Blant annet kan det være økt usikkerhet i markedet når det gjelder fremtidig inntjening hos bedriftene. Investorer kan få større problemer med å skille gode fra dårlige selskaper, og vil kreve høyere kompensasjon for økt risiko.

Ny egenkapital kommer uten noen form for absolutte betalingsforpliktelser, dette gir selskapet en stor handlefrihet. Derfor kan en emisjon være svært nyttig for en bedrift med finansierings eller likviditetsproblemer. Bedrifter med store finansielle problemer kan gjennomføre en "kriseemisjon." Dette er ikke for å gjennomføre investeringer, men for å bedre sin finansieringssituasjon. En slik emisjon vil medføre betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer og gi et betydelig kursfall ettersom det blir signalisert store finansielle problemer.

²³ Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J., & Zhao, Q. (1996).

4.5. OFFENTLIG FINANSIERING

Det offentlige tilbyr bedrifter direkte finansiering gjennom ulike institusjoner. Dette gjøres blant annet for å hjelpe bedrifter som ellers har vanskelig med å få finansiering. Dette gjelder ofte høyrisikobedrifter som har potensial til god lønnsomhet. En annen årsak er statlige eierskapsinteresser som å sikre norske arbeidsplasser.

Endring

Stortinget har lansert ulike tiltakspakker for å bedre finansieringsmulighetene for bedriftene. Statens obligasjonsfond (SOF) har blitt opprettet med en ramme på 50 milliarder NOK. Dette er et midlertidig fond som skal investere i norske obligasjoner. 30 % av fondet skal investere i obligasjoner med kredittvurdering under "investment grade". Det skal likevel ikke investeres i bedrifter med kredittvurdering under CCC+. ²⁴ Tiltaket vil bidra med likviditet i finansmarkedet slik at også bedrifter utenfor pakken vil kunne få det lettere å hente kapital i det tradisjonelle obligasjonsmarkedet. Det har vært stor interesse for å benytte seg av fondet, og blant annet har Aker Solutions fått låne 500 MNOK. ²⁵

Stortinget har også besluttet å øke rammene på lån fra Innovasjon Norge ²⁶ med ca. 2 milliarder NOK. Dette gir bedrifter bedre mulighet til å få finansiert prosjekter som ikke banker ønsker å finansiere på grunn av høy risiko. Betingelsene ved denne type finansiering er ofte gunstig sammenliknet med annen privat finansiering. Låneordningene i Innovasjon Norge vil være spesielt viktig for små og mellomstore industri-, landbruks-, reiselivs- og fiskeribedrifter. Kongsberg Automotive fikk i februar et lån på 145 MNOK av Innovasjon Norge for å sikre videre drift. Andre bedrifter som har sikret seg finansiering gjennom Innovasjon Norge den siste tiden er Dale of Norway og Norges Råfisklag. ²⁷

²⁴ Regjeringen.no

²⁵ DN.no

²⁶ Innovasjon Norge tilbyr tjenester og finansiering som skal bidra til å utvikle næringslivet over hele landet. Finansieringsproduktene Innovasjon Norge tilbyr er lån, stipend, tilskudd, egenkapital og garantier for driftskreditt i private banker. Innovasjon Norge finansierer hovedsakelig innovasjonsprosjekter og nye bedrifter.

²⁷ InnovasjonNorge.no

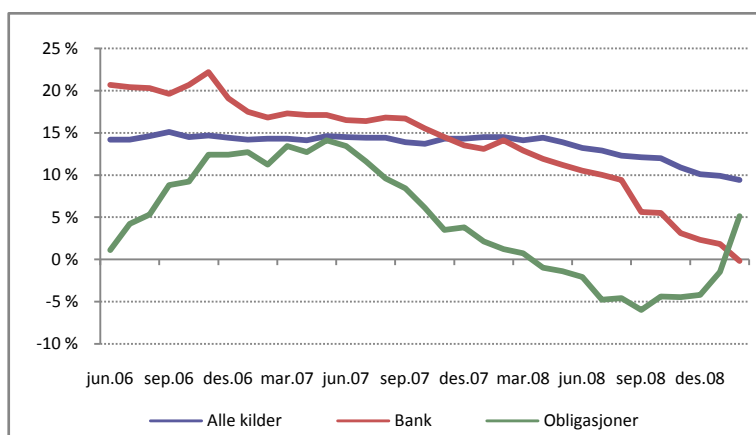
4.6. OPPSUMMERING

Finansiering har blitt vanskeligere etter finanskrisen og dette vil fortsette å påvirke bedriftene. I starten av finanskrisen var hovedårsaken til problemene finansiering av bankene. Frykt for konkurser i banksektoren gjorde at interbankmarkedet ble vanskeligere og NIBOR-marginen økte dramatisk. Finansieringssituasjonen bedret seg gradvis ettersom noe av usikkerheten ble fjernet og statlige tiltak ble iverksatt.

Fremover vil finanskrisen få større realøkonomiske konsekvenser. Bedrifters lønnsomhet vil falle og behovet for nye investeringer er mindre. Dette fører til en lavere etterspørsel etter finansiering. Samtidig er tilgangen på og kostnaden ved finansiering vanskeligere enn før og dette vil føre til en ytterligere reduksjon i økonomisk aktivitet. Fra 3. kvartal 2008 har kredittveksten for ikke-finansielle foretak endret seg dramatisk. 12 måneders transaksjonsvekst har falt fra 22,1 % til 13,2 % i perioden mai 2008 til februar 2009.

Spesielt i banksektoren har transaksjonsveksten avtatt i stor grad. Dette har sammenheng med både lavere etterspørsel og dårligere betingelser ved nye låneavtaler.

Finansieringssituasjonen til bankene vil bidra til en strammere kredittpraksis.²⁸ Ulike statlige tiltak

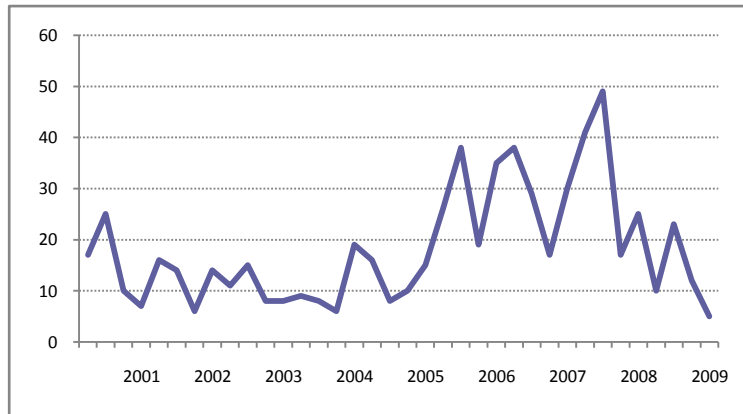


Figur 12: Transaksjonsvekst siste 12 måneder. (SSB)

er satt i gang for å bedre finansmarkedet og kan bidra med en positiv effekt. Bruken av leasing har derimot økt som en respons til større likviditetsbehov i bedriften. Obligasjonsmarkedet falt betydelig høsten 2008. I 2009 har markedet imidlertid tatt seg opp igjen og flere bedrifter benytter obligasjoner som finansieringskilde.

²⁸ Norges Banks Utlånsundersøkelse

Emisjonsvolumet på Oslo Børs har vist en klar nedgang siden slutten av tredje kvartal 2008 da finanskrisen slo ut for fullt. Mange av de faktisk gjennomførte emisjonene var trolig planlagt og signert lengre tid tilbake. De ustabile finansmarkedene har gjort denne type finansiering vanskelig.



Figur 13: Antall private og offentlige emisjoner på Oslo Børs. Alle over 20 MNOK. (Oslo Børs)

5. KORTSIKTIGE LIKVIDITETSKILDER

Etter finanskrisen er inntjeningen i mange bedrifter svekket. Flere bedrifter opplever å komme i situasjoner hvor de får finansielle problemer og ny langsiktig finansiering er vanskelig. Finanskrisen har derfor økt bedrifters fokus på kortsiktige likviditetskilder.

Bedrifter bruker i større grad banktjenester som kassekreditt, factoring og avdragsfrihet. Økningen kommer på tross av redusert tilbud fra bankenes side og ofte økte priser. Samtidig har utbyttebetalingen og tilbudet av leverandørkreditt til kunder blitt redusert.

Som følge av dårligere økonomiske utsikter har en del bedrifter også valgt å selge driftsmidler for å tilpasse driften til fremtidig etterspørsel, eller bedre på den finansielle situasjonen.

De viktigste årsakene til at bedrifter i større grad søker etter og tar i bruk kortsiktige likviditetskilder er økte betalingsproblemer og svekket likviditet. Dette kommer som følge av lavere omsetning og større tap på kundefordringer. Dårligere tilgang på ekstern finansiering fører også til fokus på alternative finansieringskilder.

Statistiske tester

I *Tabell 10* er det testet endring i bruken av kortsiktige likviditetskilder etter finanskrisen. Bruk av *Kassekreditt*, *Utbyttereduksjon* og *Salg av driftsmidler* viser signifikante økninger. *Avdragsfrihet* har også økt, men variabelen har en høyere p-verdi. For *Factoring* finnes imidlertid ingen signifikant endring. *Tabell 11* viser en signifikant svekket *Tilgang på leverandørkreditt*, mens *Ramme på kassekreditt* ikke viser en klar endring. *Tap på kundefordringer* har klart økt ifølge resultater i *Tabell 12*.

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Kassekreditt</i>	280	25	196	59	0,0002***
<i>Avdragsfrihet</i>	261	7	237	17	0,0320**
<i>Factoring</i>	244	11	217	16	0,2210
<i>Utbyttereduksjon</i>	269	18	162	89	0,0000***
<i>Salg av driftsmidler</i>	273	9	228	36	0,0000***

Tabell 10: Kortsiktige likviditetskilder, endring etter finanskrisen. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer økt bruk. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant større enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Ramme på kassekreditt</i>	284	28	228	28	0,5532
<i>Tilgang på leverandørkreditt</i>	279	74	199	6	0,0000***

Tabell 11: Tilgang på kortsiktige likviditetskilder, endring etter finanskrisen. Faktorene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer økt tilgang. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant større enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Tap på kundefordringer</i>	286	8	177	101	0,0000***

Tabell 12: Tap på kundefordringer, endring etter finanskrisen. Faktoren er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en økning i faktoren. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant større enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

I *Tabell 13* og *14* er det utført regresjonsanalyse for å undersøke årsaker til endringene. I regresjonsmodellen er det forsøkt å inkludere forklaringsvariabler som vil være relevante for den avhengige variabelen. Faktorer som naturlig gir endring i bruk av kortsiktige likviditetskilder er betalingsproblemer og endret omsetning. I tillegg er andre karakteristika ved bedriftene inkludert.

Variabelen *Ingen betalingsproblemer* er med på å forklare endring i bruken av flere av de kortsiktige likviditetskildene. Ulike likviditetskilder har forskjellige forklaringsvariabler som skiller seg ut. For *Factoring* er variablene *Tap på kundefordringer* og *Omsetning* signifikante. Endring i *Utbyttereduksjon* forklares blant annet av hvorvidt bedriften er børsnotert. *Ramme på kassekreditt* endres som følge av *Omsetning* og lengden på bankforholdet, i tillegg påvirker variabelen bruken av kassekreditt. Det er få forskjeller mellom de ulike bransjene, men *Bygg og anlegg* selger driftsmidler i større grad og *Eiendom* har i større grad fått redusert rammen på kassekreditt. Forklaringsgraden i disse regresjonene er relativt lav, en viktig forklaring til dette er liten spredning i observasjonene.

	<i>Factoring</i>	<i>Utbyttereduksjon</i>	<i>Salg av driftsmidler</i>
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-0,11149	-0,4776***	-0,2254***
<i>Makroutsikter til nå</i>	N/A	-0,1635*	-0,0371**
<i>Omsetning</i>	0,0733**	-0,12394*	N/A
<i>Tap på kundefordringer</i>	0,0981*	N/A	N/A
<i>Ekstern EK 09</i>	N/A	-0,14544**	N/A
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Eksport</i>	-0,1453**	-0,0184	-0,1265*
<i>Børs</i>	0,0872	-0,3885**	0,1790**
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	-0,1420	0,0032	0,21978**
<i>Industri</i>	0,0146	-0,1385	0,09884
<i>Olje og energi</i>	-0,0674	0,0187	0,0892
<i>Eiendom</i>	-0,3846**	0,0805	0,0399
<i>R² justert:</i>	<i>4,3 %</i>	<i>15,5 %</i>	<i>6,9 %</i>

Tabell 13: Regresjonsanalyse med Factoring, Utbyttereduksjon og Salg av driftsmidler som avhengig variabel. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (T-test).

	<i>Kassekreditt</i>	<i>Ramme på kassekreditt</i>
<i>Ramme på kassekreditt</i>	0,3612***	N/A
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-0,2892***	-0,06015
<i>Omsetning</i>	-0,0295	0,08108**
<i>Bedriftsindikator:</i>		
<i>Bankforbindelse > 7 år</i>	N/A	0,1163*
<i>Eksport</i>	0,03717	-0,07690
<i>Børs</i>	0,1820	-0,0343
<i>Bransjeindikator:</i>		
<i>Bygg og anlegg</i>	0,0486	0,1175
<i>Industri</i>	0,0248	-0,0508
<i>Olje og energi</i>	-0,1235	-0,0684
<i>Eiendom</i>	-0,0435	-0,3267*
<i>R² justert:</i>	<i>11,4 %</i>	<i>3,8 %</i>

Tabell 14: Regresjonsanalyse med Kassekreditt og Ramme på kassekreditt som avhengig variabel. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (T-test).

I *Tabell 15* presenteres korrelasjonstester på bruken av ulike kortsiktige likviditetskilder. Det er til dels positiv korrelasjon mellom bruken av de ulike likviditetskildene. Spesielt korrelerer økt bruk av factoring og kassekreditt.

	<i>Kassekreditt</i>	<i>Avdragsfrihet</i>	<i>Factoring</i>	<i>Utbyttereduksjon</i>
Avdragsfrihet	0,086			
Factoring	0,191***	0,081		
Utbyttereduksjon	0,115*	-0,010	-0,086	
Salg av driftsmidler	0,122**	0,158**	0,184***	0,003

Tabell 15: Korrelasjon mellom ulike kortsiktige likviditetskilders endring etter finanskrisen. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant korrelasjon på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Pearson correlation).

5.1. DRIFTS OG KASSEKREDITT

Driftskreditt er en av de vanligste kildene til kortsiktig finansiering. Den brukes i hovedsak til å finansiere bedriftens omløpsmidler og kan dekke opp for midlertidige likviditetsbehov. Bedriften får innvilget en kredittramme og betaler gjerne en årlig provisjon på denne samt rente på benyttet kreditt.²⁹

Endring

Over 20 % av bedriftene i undersøkelsen har økt bruken av kassekreditt. Fra regresjonen er variablene *Ingen Betalingsproblemer* signifikante variabel i regresjonen på *Kassekreditt* (Tabell 14). Kassekreditt er lett tilgjengelig, innenfor rammene, og en kilde til å løse kortsiktige likviditetsproblemer.

Bruken av kassekreditt henger naturlig sammen med kredittrammen. Bedrifter som får økt rammen benytter i større grad kreditten. Bedrifter som får redusert ramme kan ikke øke bruken av kassekreditt, selv om dette skulle være ønskelig.

Bankene vil i utgangspunktet ønske å redusere rammene på driftskreditt. Dette har sammenheng med både bankenes likviditetssituasjon samt økt risiko på utlånet. På tross av dette har bankene i liten grad endret rammene til bedriftene. Dette har flere årsaker. For det første vil en reduksjon på kredittrammen forverre en allerede alvorlig likviditetssituasjon i bedriften og i verste fall bety konkurs. Dermed vil ikke bedrifter med betalingsproblemer få redusert kredittramme i særlig grad. I tillegg vil banken også være bundet av kontrakten med bedriften og en reduksjon på rammen vil

²⁹ Til tross for ofte usikrede lån er renten normalt ikke særlig høyere enn bedriftenes langsiktige lån, ifølge Sparebank1 Telemark.

være vanskelig juridisk. Sparebank1 Telemark ønsker å redusere rammen til bedrifter som ikke utnytter denne i særlig grad, gjennom samarbeid med bedriftene. En slik løsning vil også bedriftene kunne spare penger på.

I regresjonen på *Ramme på kassekreditt* er variabelen *Bankforhold > 7 år* signifikant positiv og viser at kunder med et langt forhold til banken får relativt sett større ramme på kassekreditt. Samtidig må nye kunder belage seg på å betale betydelig høyere rentemargin, i samsvar med betingelser på vanlige banklån.

5.2. SALG AV DRIFTSMIDLER

Salg av eiendeler gjøres normalt enten for å redusere kostnadsnivået, tilpasse til endret aktivitet eller for å redusere bedriftens finansielle risiko. Salget kan foregå til en annen bedrift eller til en finansiell institusjon som søker en gevinst ved videresalg.

Endring

En signifikant overvekt av bedriftene har økt salg av eiendeler etter finanskrisen (*Tabell 10*). I regresjonen på *Salg av driftsmidler* er variablene *Ingen Betalingsproblemer* og *Makroutsikter til nå* signifikante (*Tabell 13*). De viktigste årsakene til økt salg av driftsmidler er derfor bedrifters likviditetsproblemer og hvordan de makroøkonomiske utsiktene har utviklet seg.

Salg av eiendeler bidrar til en umiddelbar bedring i bedriftens kontantbeholdning. I tillegg vil et salg redusere kostnadsnivået. For bedrifter med store betalingsproblemer kan dette være en god løsning. Samtidig kan et salg påvirke daglig drift og produktet bedriften leverer med tanke på eksempelvis kvalitet, kvantitet, kostnader eller tidsbruk i negativ retning. Dette kan igjen føre til tap av kunder og svekket inntjeningen slik at betalingsproblemene kanskje ikke løses på lengre sikt. En sale-leasebackavtale kan i slike tilfeller kunne være gunstig.

Som følge av forventning om lavere produksjon og omsetning tilpasser bedrifter seg til lavere aktivitet. En naturlig konsekvens av dette er å selge eiendeler. Det vil være lite gunstig for bedrifter å ha anleggs- og produksjonsmidler stående ubrukt. Et problem er imidlertid å finne en kjøper. Andre ikke-finansielle foretak vil være i samme situasjon og vil neppe gjøre mange store nyinvesteringer.

Finansielle foretak har i dagens situasjon få muligheter for videresalg og vil i mindre grad gjøre slike handler.

Reduksjon av den finansielle risikoen er også et argument for å selge eiendeler. Mange bedrifter er i en situasjon hvor de er i fare for å bryte covenants på gjeld eller har behov for refinansiering.

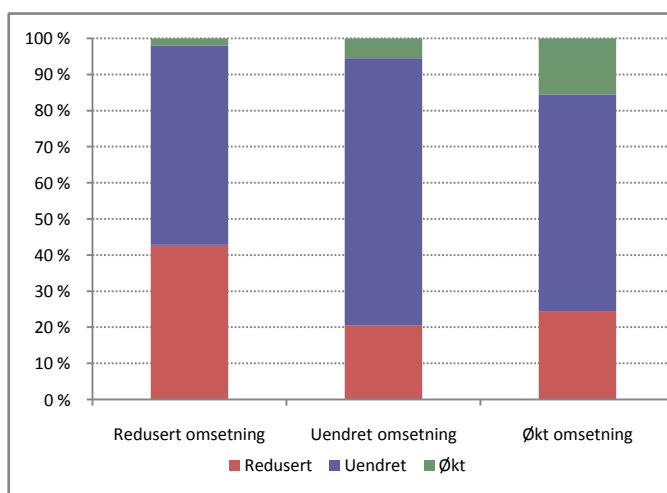
En signifikant variabel i regresjonen for *Salg av driftsmidler* er *Bygg og anlegg*, og innenfor denne bransjen selges det relativt sett flere driftsmidler. Denne bransjen er spesielt hardt rammet av finanskrisen og har svakere næringsutsikter (*Tabell 4*). Samtidig er dette en bransje som har lettere omsettelige driftsmidler, slik vil salg i større grad være mulig. Eksportbedrifter selger også flere driftsmidler. En årsak til dette er lavere omsetning for denne type bedrifter i tillegg har eksportbedrifter et større potensielt kjøpermarked. Det samme kan gjøre seg gjeldende for børsnoterte bedrifter, som også i større grad selger driftsmidler.

5.3. UTBYTTEREDUKSJON

I tillegg til verdistigning på aksjene blir egenkapitaleiere kompensert i form av utbytte. Siden egenkapital er finansiering uten noen direkte krav på fast betaling er en reduksjon i utbytte en måte å holde likvid kapital tilbake i bedriften.

Endring

Bedrifter i undersøkelsen har gjennomført en betydelig reduksjon i utbytte. En viktig årsak til dette er bedrifters svekkede omsetning og betalingsproblemer (*Tabell 13*). Bedrifter med betalingsproblemer vil sørge for å tilfredsstille kreditorer før eierne. En utbyttereduksjon kan være nødvendig for å oppfylle sine kreditorforpliktelser. Reduksjon i utbytte kan også være et krav fra banken om bedriften må refinansiere gjelden.



Figur 14: Undersøkelsen, endret utbyttebetaling som følge av endret omsetning.

I dagens situasjon har bedrifter redusert utbytte som følge av dårligere tilgang på ekstern egenkapital i tiden fremover.³⁰ Bedrifter som har finansieringsbehov for investeringer vil derfor i større grad kutte utbytte og bruke internt genererte midler.

For børsnoterte bedrifter er en reduksjon i utbyttebetalingen normalt et dårlig signal. Investorer kan tolke det slik at bedriften sliter med inntjening eller likviditetsrisiko. Bedrifter på *Børs* kutter derfor utbytte i mindre grad, viser resultater fra regresjonen. I undersøkelsen har børsnoterte bedrifter opprettholdt utbyttebetalingene i større grad. Dette kan forklares med grunnlag i asymmetrisk informasjon. I små selskap vil ofte eierne sitte i styret og ha bedre innsikt i hvilke tiltak som er nødvendig i selskapet. I børsnoterte selskaper vil asymmetrisk informasjonsproblemet være større og et utbyttekutt vil være et mer negativt signal enn for andre bedrifter. Empiri forklarer dette med "sticky" utbyttebetaling; det er vanskelig å redusere utbytte på grunn av markedets reaksjoner.³¹ Samtidig kan bedriftene være av den oppfatning at kapitalen er mer verdt i bedriften enn utenfor og dermed styrke aksjonærenes verdi. Det kan derfor for noen bedrifter være legitimt eller ønskelig å holde kapital tilbake i selskapet for å finansiere nye prosjekter og daglig drift.

5.4. AVDRAGSUTSETTELSE

Normalt nedbetales langsiktige lån med avtalte avdrag over låneperioden. Å utsette betalingen av avdragene kan være en enkel måte for bedriften å bedre likviditetssituasjonen. I utgangspunktet vil ikke dette føre til tap på bankens side da dette øker beregningsgrunnlaget for fremtidige rentebetalinger.

Endring

I undersøkelsen fremgår det en tendens til økt bruk av avdragsfrihet, det er imidlertid kun 6 % av bedriftene som rapporterer økt bruk. Flere bedrifter har likviditetsproblemer etter finanskrisen og etterspørselen etter avdragsutsettelse vil trolig øke.

³⁰ Eksempelvis har Hydro valgt å la være å betale utbytte for første gang på 40 år med begrunnelse i dyr ekstern finansiering. (E24.no)

³¹ Tsai, C.L. (2005).

Avdragsfrihet er en løsning banken ønsker å unngå. Banken vil miste en budsjettert kontantstrøm inn, noe som er spesielt ugunstig i dagens situasjon. Likevel vil banken kunne være med på å vurdere dette som et alternativ selv om andre løsninger foretrekkes. Foreløpig er økningen i bruk beskjedent, ifølge intervjuer med banker.

Mange bedrifter vil ønske å fortsette med avdragsbetaling så lenge som mulig. Ved avtale om avdragsfrihet vil banken kreve endrede betingelser for gjelden. Endrede betingelser vil typisk være høyere rentekostnad, begrensninger på investeringer og krav om skjerpede rapporteringsrutiner og andre eierskapsrestriksjoner. På grunn av svekkede økonomiske utsikter vil trolig behov bli større i fremtiden.

5.5. LEVERANDØRKREDITT

Bedrifter tilbyr normalt sine kunder muligheten til å utsette betalingen en kort periode etter at handel eller tjenesteyting er fullført. Anskaffende bedrift blir derfor skyldig en sum som betegnes leverandørkreditt, eller kundefordringer for leverandøren. Det løper normalt ingen spesifikk rente på kreditten. Innebygde betingelser om rabatt ved tidlig betaling kan likevel forekomme, slik at den effektive annualiserte renten kan være svært høy.³²

Endringer

Mange bedrifter i undersøkelsen har fått dårligere *Tilgang på leverandørkreditt (Tabell 11)*. Voksende motpartsrisiko er trolig den mest avgjørende faktoren for endringen. 37 % av bedriftene i undersøkelsen opplever økte tap på kundefordringer. Som følge av dette vil leverandøren bli mer restriktiv på kreditten som tilbys. Dette kan gjelde både for betingelser, størrelse og hvilken kunde avtalen gjelder.

Bedrifter med betalingsproblemer vil i større grad prioritere andre institusjonelle kreditorer når de skal gjøre opp sine forpliktelser, ettersom disse ofte vurderes som viktigere for bedriftens eksistens. Banker har i større grad mulighet til å slå bedriften konkurs. Dette vil igjen gå utover leverandøren og føre til utsatt betaling av leverandørgjeld. Derfor vil bedrifter være enda mer restriktive på kreditten til kunder som anses som mindre betalingsdyktige.

³² 2 % rabatt ved å betale 20 dager før gir annualisert rente på 44 % ($1,02^{365/20}-1$).

På den annen side opplever mange bedrifter svekket omsetning og avventende kunder. Derfor kan det være nødvendig å gi økt leverandørkreditt for i det hele tatt å få gjennomført en handel.

En leverandør med likviditetsproblemer kan ha et ønske om å redusere løpetid og omfang på kredittiden for å frigjøre kapital i kundefordringene. Leverandører vil i større grad foretrekke kontantbetalinger og bedrifter kan øke rabatten for kontantbetaling for å stimulere til dette.

5.6. FACTORING

Factoring kan skilles i to produkter. Factoring innebærer en form for finansiering ved belåning av kreditt opp til en viss prosentandel av totalt utestående fordringer, opp mot 70-95 % avhengig av bransje og bedrift. En annen mulighet er å låne på eget varelager. Fordringene og varene stilles som pant til factoringsselskapet.

I tillegg kan factoring være outsourcing av det administrative rundt kundeforhold. Det vil si oppfølging av blant annet kundekontoer og innkreving av fordringer. Dette kan gi kostnadsbesparelser på det rent administrative, samtidig vil rentekostnader på forsinkede betalinger reduseres og normalt vil bedriftene oppleve et redusert antall misligholdte kundefordringer.

Endring

SG Finans beskriver en betydelig etterspørselsvekst etter factoringtjenester. Tidligere har bedrifter hatt god likviditet og en enklere finansieringssituasjon. Etter finanskrisen har dette endret seg og factoring er et alternativt nisjeprodukt mange bedrifter ønsker å benytte. Ved bruk av factoring kan bedrifter belåne fordringer og varelager og dermed bedre likviditetssituasjonen.

En annen årsak til økningen i etterspørsel forklares med større problemer ved innkreving av kundefordringer. Antall misligholdte kundefordringer har økt og fører til tap for bedrifter. Factoringsselskaper er ofte bedre til å kreve inn fordringer, ettersom kunder gjerne har større respekt for institusjonelle kreditorer. Dette vil gi bedriften mindre tap på kundefordringer samt kortere kredittid.

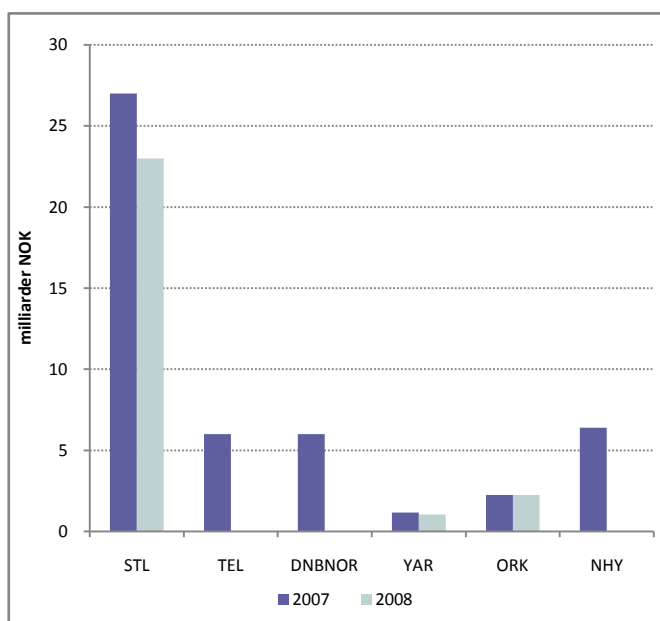
Bruken av factoring avhenger av i hvilken bransje bedriften og dens kunder opererer i. Bedriften kan velge hvilke fordringer den ønsker å foreta factoring på. Eksempelvis offentlige kunder vil være sikre betalere uansett og dermed mindre aktuelle for denne type finansiering ettersom innkreving er lettere. På den annen side er sikre betalere et bedre panteobjekt for å øke kreditten.

I undersøkelsen er det riktignok kun 5 % bedrifter som har økt bruken av factoring (*Tabell 10*). Den beskjedne endringen kan forklares med endringer på tilbudssiden. Forandret risikobilde som følge av finanskrisen påvirker tilbudet av factoringtjenester. Både kostnader og betingelser har endret seg og tilbyderne er nøyere med risikoanalyser av kunder. Ifølge SG Finans har tilgangen totalt sett blitt vanskeligere. Samtidig vil, ifølge SVEA Finans, kostnaden på produktet reduseres som følge av lavere pengemarkedsrente.

5.7. OPPSUMMERING

Bruk av kortsiktige likviditetskilder har økt som følge av finanskrisen. Det er en signifikant sammenheng mellom bruken av flere av de ulike likviditetskildene (*Tabell 15*). Bedrifter med behov for likviditet benytter flere kilder for å skaffe seg fri kapital.

De 6 største bedriftene notert på Oslo Børs betalte nærmere 49 milliarder NOK i utbytte for 2007. Utbyttebetalingen foreslått for 2008 er derimot satt til 26 milliarder NOK.



Figur 15: Foreslått utbytte for 2008 mot 2007.

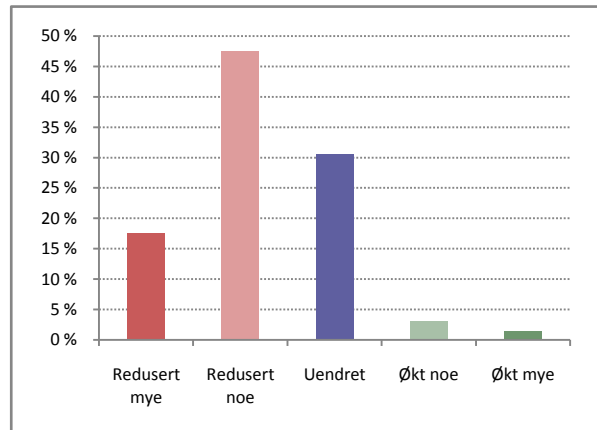
Bruk av driftskreditt har økt som følge av finanskrisen. Banker er imidlertid interessert i å redusere bedriftenes bruk av denne likviditetskilden og vil innføre strengere kredittpraksis på kassekreditten og redusere rammene der det er mulig.

Ifølge en undersøkelse gjennomført av Norges Bank tillatter bankene avdragsfrihet i større grad. Bankene ønsker i utgangspunktet ikke denne løsningen, men den tillates i enkelte tilfeller. Samtidig reduserer bankene maksimal nedbetalingstid på nye lån.

Factoringtjenester vil øke i bruk i 2009. SG Finans ser for seg en betydelig økning det kommende året.

6. ØKONOMISK AKTIVITET

Nærmere to tredjedeler av bedriftene i undersøkelsen kutter i investeringsplanene. Forklaringen på kutt i investeringer er sammensatt og skyldes endring i flere faktorer. Svekkede makroøkonomiske utsikter og lavere omsetning vil svekke lønnsomheten. Vanskeligere tilgang på og kostnad ved finansiering har også bidratt til å redusere investeringsplanene. Finanskrisen har også vist at en bedrifts finansiering vil kunne påvirke dens operasjonelle side. Bedrifter med intern egenkapital som hovedfinansieringskilde opprettholder investeringer i større grad.



Figur 16: Undersøkelsen, investeringsplaners endring som følge av finanskrisen.

Som følge av lavere økonomisk aktivitet har behovet for arbeidskraft minsket. Bedrifter med likviditetsproblemer benytter også kutt i ansatte som en kilde til sparing og likviditetsforbedring.

Statistiske tester

I *Tabell 16* er det utført tester for å undersøke ulike faktorer endring etter finanskrisen. Testene beskriver signifikant negativ endring i bruk av antall *Ansatte* og i *Investeringsplaner*.

	N	Redusert	Uendret	Økt	P-verdi
<i>Ansatte</i>	291	138	102	51	0,0000***
<i>Investeringsplaner</i>	291	189	89	13	0,0000***

Tabell 16: Variabler som indikerer økonomisk aktivitet, endring etter finanskrisen. Variablene er vurdert på en skala fra 1 til 5, der et høyere tall indikerer en økning. I kolonnene "Redusert," "Uendret" og "Økt" vises respondentenes svarfordeling i forhold til medianen 3. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer median signifikant mindre enn 3 på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (Sign test).

I *Tabell 17* er det utført regresjonsanalyse for å undersøke årsaker til endringene. I regresjonsmodellene er det forsøkt å inkludere forklaringsvariabler som vil være relevante for den avhengige variabelen.

De signifikante variablene for endringer i *Investeringsplaner* er *Kostnad finansiering til nå*, *Makroutsikter til nå*, *Omsetning* og *Ingen betalingsproblemer*. *Investeringsplaner* vil også påvirke endring i *Ansatte*, i tillegg er *Omsetning* en signifikant variabel i denne regresjonen. Forklaringsgraden i disse regresjonene er også relativt lav, dette kan tyde på at det er andre faktorer som kan forklare endringen, spesielt bedriftsspesifikke forhold.

	<i>Investeringsplaner</i>	<i>Ansatte</i>
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	0,12486***	N/A
<i>Makroutsikter til nå</i>	0,1101*	N/A
<i>Investeringsplaner</i>	N/A	0,1431**
<i>Omsetning</i>	0,2459***	0,4726***
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	0,3119***	0,0951
<i>Bedriftsindikator:</i>		
<i>Eksport</i>	-0,2242	-0,0253
<i>Bransjeindikator:</i>		
<i>Bygg og anlegg</i>	-0,1964	-0,0408
<i>Industri</i>	-0,0527	-0,0605
<i>Olje og energi</i>	0,0706	0,2954**
<i>Eiendom</i>	-0,2242	-0,1865
<i>R² justert</i>	<i>22,6 %</i>	<i>35,2 %</i>

Tabell 17: Regresjonsanalyse med *Investeringsplaner* og *Ansatte* som avhengig variabel. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå (T-test).

I *Tabell 18* er en Kruskal-Wallis-test gjennomført for å undersøke bransjeforskjeller. Det fremkommer her signifikante forskjeller mellom bransjer. *Industri* og *Bygg og anlegg* ser ut til å redusere økonomisk aktivitet i større grad og har dårligere næringsutsikter, kostnaden på finansiering er imidlertid bedre enn for de andre bransjene. *Eiendom* skiller seg også negativt ut, spesielt når det gjelder kostnaden på finansiering. *Olje og Energi* ser ut til å ha en relativt sett bedre utvikling etter finanskrisen når det gjelder økonomisk aktivitet.

	<i>Næringsutsikter til nå</i>	<i>Kostnad finansiering til nå</i>	<i>Investeringsplaner</i>	<i>Ansatte</i>
<i>Eiendom</i>	-1,16	-2,78	-0,57	-0,34
<i>IT</i>	3,23	-0,34	0,57	2,22
<i>Bygg og anlegg</i>	-2,45	1,09	-1,86	-1,75
<i>Shipping</i>	-0,93	-1,75	0,59	1,05
<i>Konsumvarer</i>	1,22	0,83	-0,76	0,75
<i>Industri</i>	-1,99	2,24	-1,09	-2,34
<i>Olje og energi</i>	1,25	-1,47	1,16	3,51
<i>Andre</i>	2,27	-0,47	2,44	-0,84
<i>P-verdi:</i>	<i>0,000***</i>	<i>0,009***</i>	<i>0,065*</i>	<i>0,000***</i>

Tabell 18: Endring av ulike faktorer for forskjellige bransjer, etter finanskrisen. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. Tallene i tabellen beskriver variablenes Z-verdier. ***, ** og * indikerer signifikant ulikhet mellom bransjene på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå, p-verdien er juster for like (Kruskal-Wallis).

6.1. INVESTERINGER

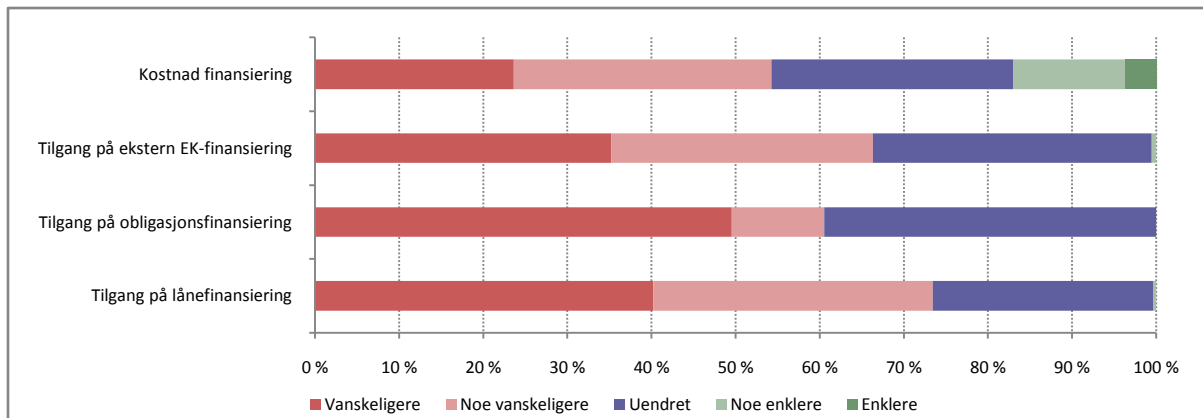
Investeringer gjøres hovedsakelig for å opprettholde drift eller ekspandere. Investeringer kan gjelde forskning og utvikling, anleggsmidler og andre driftsmidler som leder til organisk vekst. I tillegg kan bedrifter vokse ved oppkjøp av andre bedrifter.

Endring

Om lag 65 % av bedriftene i undersøkelsen kutter i investeringsplanene etter finanskrisen. Hovedårsakene til dette er tilgang på og kostnad ved finansiering, samt økonomiske utsikter og bedriftsspesifikke forhold.

Tilgang og kostnad på finansiering

Tilgangen på finansiering har bidratt til å redusere investeringsplanene i mange bedrifter. Samtlige finansieringskilder spiller sterkt inn og har hatt omtrent samme virkning på investeringer. Som følge av dårligere tilgang på finansiering går kostnaden opp, dette har også påvirket bedriftenes investeringsplaner.



Figur 17: Undersøkelsen, finansierings påvirkning på nyinvesteringer.

Bedrifter kan dermed bli tvunget til å kutte investeringer de anser som lønnsomme, med positiv nåverdi, på grunn av dårlig tilgang på finansiering. Utviklingen var spesielt negativ etter finanskrisen, men mange bedrifter rapporterer også vanskelig tilgang i tiden som kommer (*Tabell 5*).

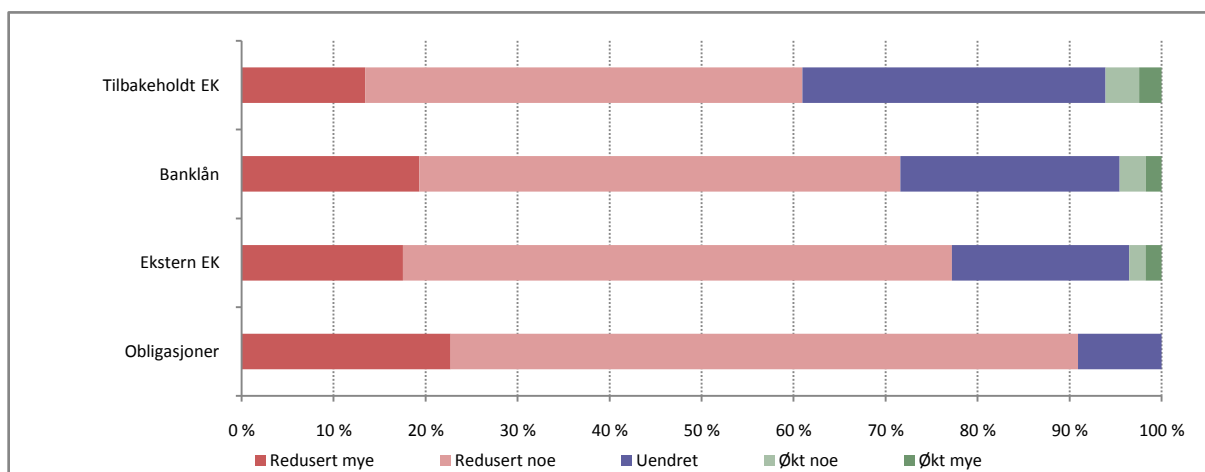
I regresjonen for *Investeringsplaner* fremkommer *Kostnad finansiering til nå* som en signifikant variabel (*Tabell 17*). Bedrifter som opplever høyere kostnader på finansiering vil kanskje gjennomføre færre av sine planlagte investeringer. Høyere finansieringskostnad gir et høyere avkastningskrav til investeringene, som dermed vil få redusert nåverdi. Som følger kan flere prosjekter gå fra positiv til negativ nåverdi og føre til en redusert investeringsaktivitet i økonomien. Årsaken til den høye kostnaden høsten 2008 skyldtes høy pengemarkedsrente. Denne har imidlertid gått noe ned, men marginen banken krever på nye lån vil være markant høyere enn mange bedrifter tidligere har betalt. Bedriftene er mer delte for hvordan kostnaden på finansiering vil påvirke investeringene fremover (*Tabell 6*). Gode bedrifter vil få relativt sett bedre betingelser og omvendt.

Flere bedrifter vil være avventende med å inngå nye låneavtaler når marginen kan overstige 2 prosentpoeng. Dersom markedsrenten skulle gå opp igjen vil bedriftens finansiering bli svært kostbar. Nye investeringer kan som følger bli utsatt til finansmarkedene er mer stabile og langsiktig finansiering får potensielt lavere marginer.

Langsiktig finansiering er svært kostbart i forhold til lån med 1-2 års løpetid. Det kan derfor være lønnsomt for bedrifter å ta opp lån med en kort løpetid, for så å refinansiere senere. Dette kan imidlertid øke refinansieringsrisikoen dersom mange lån forfaller innenfor et kort tidsintervall. Denne risikoen kan bidra til færre nye investeringer.

Kapitalstruktur

Bedrifter som hovedsakelig har finansiert seg med tilbakeholdt egenkapital de siste årene kan se ut til i mindre grad å redusere investeringsplanene. Bruk av tilbakeholdt egenkapital som hovedkilde for investeringer indikerer en kapitalstruktur med en lavere gjeldsgrad, som kan gjøre investeringer lettere av flere årsaker.



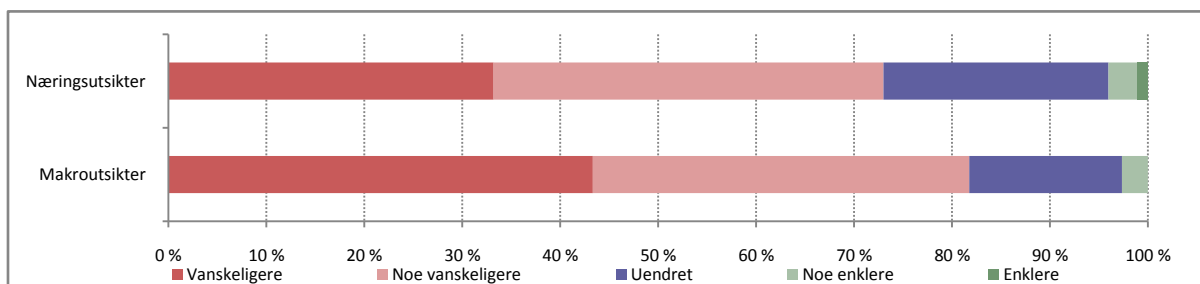
Figur 18: Undersøkelsen, investeringsplaners avhengighet av historisk hovedfinansieringskilde.

Kreditorer vil anse risikoen som lavere i et slikt selskap. Bedriften vil ha bedre evne til å betjene gjelden og negative resultater må være større for at kreditorer skal tape verdier. Tilgangen og kostnaden på finansiering vil som følge av dette gjøre investeringer lettere.

Bedrifter med mye internt genererte midler vil lettere kunne gjøre nye investeringer. Disse bedriftene vil ha mindre behov for ekstern finansiering, som er mindre tilgjengelig i dagens situasjon.

Økonomiske utsikter

Nye investeringer vil fremstå mindre lønnsomme på grunn av endrede økonomiske utsikter etter finanskrisen. *Makroutsikter til nå* er en signifikant variabel i regresjonen på *Investeringsplaner*. Større usikkerhet rundt fremtidig inntjening skal lede til et høyere avkastningskrav, økt risiko skal kompenseres med høyere avkastning. Videre vil dette redusere nyinvesterings nåverdi, og følgelig vil flere bli kansellert.



Figur 19: Undersøkelsen, økonomiske utsiktens påvirkning på nyinvesteringer.

Kostnaden på innsatsfaktorer vil imidlertid gjøre nyinvesteringer enklere i tiden fremover. Resultatene er riktignok sprikende, noe som indikerer at enkelte innsatsfaktorer blir billigere mens andre vil få en motsatt utvikling.

Omsetning og betalingsproblemer

Omsetning er en signifikant variabel i regresjonen på *Investeringsplaner* og omsetningssvikt forårsaker redusert investeringsaktivitet i bedrifter. En årsak kan være at bedriftene anser det som vanskeligere å betjene ny finansiering med det nye omsetningsnivået. Samtidig vil det være en naturlig sammenheng mellom endring i omsetning og forventet fremtidig omsetning.

Som følge av lavere omsetning vil enkelte bedrifter havne i betalingsproblemer. Disse blir tvunget til å kutte i investeringsaktiviteten i større grad. Fokuset vil være finansiering av den daglige driften fremfor ekspandering.

Mange bedrifter har banklån med innebygde covenants. Som følge av nye investeringer kan egenkapitalandelen falle, rentedekningsraten synke og likviditeten forverres. Har ikke bedriften en omsetning som kan støtte ny finansiering kan en nyinvestering føre til brudd på covenants. Da kan banken kreve refinansiering. En slik refinansiering vil ofte være betinget på reduksjon i nyinvesteringer, i tillegg blir rentekostnaden oftere høyere.

Bransjer

De økonomiske utsiktene er forskjellig avhengig av bransje. IT skiller seg spesielt bra ut i undersøkelsen, mens industri og bygg og anlegg ser ut til å ha dårligere næringsutsikter i forhold til andre bransjer (*Tabell 18*).

Bygg og anlegg kutter investeringer i større grad. Dette skyldes trolig ikke vanskeligheter med finansiering, men heller svært svake næringsutsikter. Likevel har bransjen ikke hatt en dårligere utvikling i finansieringskostnaden. Dette skyldes trolig gode pantemuligheter for driftsmidler, som i tillegg er relativt omsettelige. Det kan også se ut til at bedrifter i denne bransjen benytter mer tilbakeholdt egenkapital, som kan fremstå som billigere. Mye av det samme gjør seg gjeldene for industribedrifter.

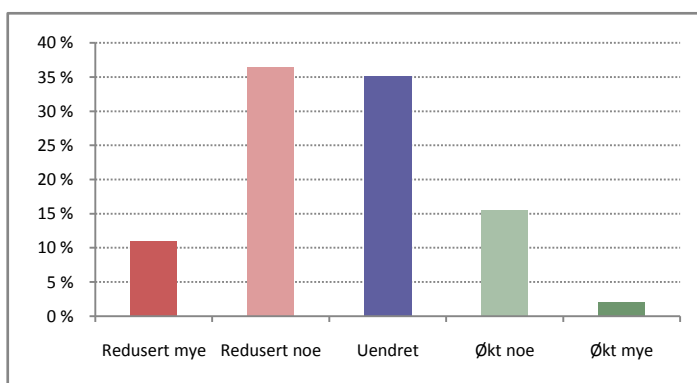
En årsak til spesielt stor nedgang i investeringer innenfor eiendom og shipping er dårlig utvikling i kostnad på finansiering. Bransjene er svært kapitalintensive og det kreves store investeringsbeløp. Langsiktig lån benyttes også for å matche investeringens levetid, slike lån er spesielt dyre.

6.2. ANSATTE

Ansatte er kanskje den viktigste innsatsfaktoren for både produksjons og tjenesteytende bedrifter. Antall ansatte i en bedrift henger hovedsakelig sammen dens økonomiske aktivitet.

Endring

Nærmere 50 % av respondentene i undersøkelsen rapporterer om redusert antall ansatte. Når kun ca. 20 % viser til en økning har finanskrisen tydelig ført til en reduksjon av antall årsverk. I regresjonen på *Ansatte* er *Investeringsplaner* og *Omsetning* signifikante variable (*Tabell 17*).



Figur 20: Undersøkelsen, endring i antall ansatte, etter finanskrisen.

Bedrifter som har opplevd svekket omsetning som følge av finanskrisen har i større grad redusert antall ansatte. For det første kan det være en tilpasning til redusert aktivitet, men det kan også være mer en handling for å raskt kutte kostnader og bedre likviditeten. Det er imidlertid ingen signifikant sammenheng i regresjonen mellom endring i antall ansatte og bedrifter med betalingsproblemer. Det kan forklares med at effekten fanges opp av endringene i omsetningen.

Tilpasning til redusert aktivitet understøttes også av effekten endrede investeringsplaner har på antall ansatte. Dersom investeringer og produksjon reduseres har ikke bedriften samme behov for ansatte

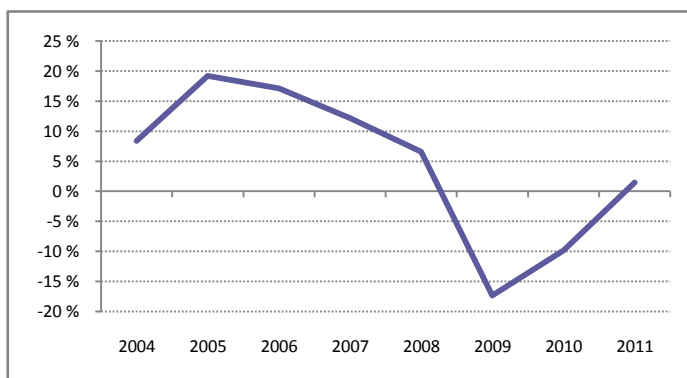
Bedrifter som kutter i antall ansatte har valget mellom midlertidige permitteringer og oppsigelser. Dersom bedriften har kortsiktige likviditetsproblemer, men anser fremtidsutsikter som relativt gode vil midlertidige permitteringer foretrekkes. Oppsigelser blir brukt oftere når produksjon og salg forventes å bli lavere i lengre tid.

Av bransjer som kutter mest i antall ansatte skiller *Industri og Bygg og anlegg* seg mest negativt ut (Tabell 18). Dette henger sammen med tidligere funn for disse bransjene, de har dårligere næringsutsikter og reduserte investeringsplaner. *Olje og energi* skiller seg derimot positivt ut. Bransjen har relativt gode næringsutsikter og reduserer investeringsplaner og antall ansatte i mindre grad.

6.3. OPPSUMMERING

Investeringsaktiviteten i Norge og norske bedrifter har klart blitt påvirket av finanskrisen, både som følge av svekkede økonomiske utsikter og finansieringsproblemer.

Bruttoinvesteringer i næring på Fastlands-Norge er forventet å synke med 17 % i 2009 og 10 % i 2010.³³ Mange planlagte investeringer har blitt kansellert.

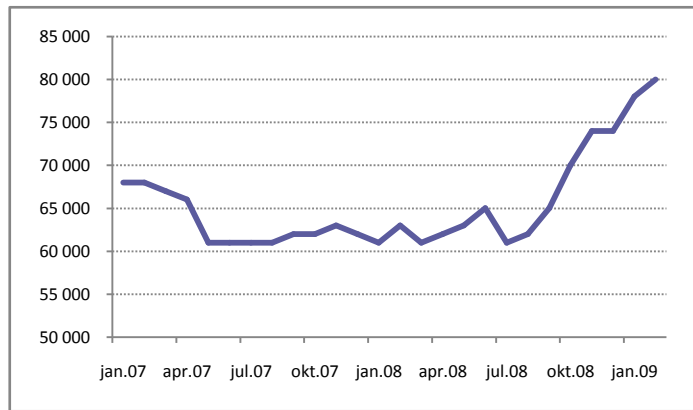


Figur 21: Prognose på bruttoinvesteringer i næring på Fastlands-Norge. (SSB)

³³ SSB.no

Norske bedrifter kutter også i antall ansatte. Dette kommer som følge av redusert økonomisk aktivitet, i tillegg til kutt som følge av likviditetsproblemer i bedriftene.

Sesongjustert arbeidsledighet økte med 30 % fra august 2008 til februar 2009.³⁴



Figur 22: Antall arbeidsledige. 3 måneders glidende gjennomsnitt. (SSB)

³⁴ SSB.no

Analysen har til nå hatt et bredt fokus på utfordringer til norske bedrifter etter finanskrisen. Casene som følger er gjennomført for å få en mer inngående kjennskap til utfordringer i fire utvalgte selskaper.

Casene er valgt ut på bakgrunn av finansielle utfordringer i bedriftene og er ikke nødvendigvis representative for norsk næringsliv generelt. Fokuset vil være på hvilke finansielle utfordringer selskapene står overfor og hvilke tiltak som kan iverksettes for å bedre den nåværende situasjonen.

Casene er basert på regnskapsinformasjon per 31.12.2008. Der det er relevant er det supplert med annen informasjon datert frem til mai måned.

Sammendrag av casene

Caset med Kongsberg Automotive Holding beskriver et selskap med ekspansiv gjeldsfinansiert vekst. Store utfordringer har oppstått som følge av et svakere marked og selskapet har problemer med nedbetaling av gjeld. Tiltak for å sikre nedbetaling og videre drift drøftes i caset.

Norwegian Property er et selskap med høy gjeldsgrad. På tross av stabil inntjening har selskapet store utfordringer med å refinansiere gjeld som forfaller til og med 2010. I caset skisseres mulige løsninger for å sikre refinansiering.

Repant er et mindre selskap med negativ kontantstrøm fra drift og mangel på langsiktig finansiering. Lansering av selskapets nyutviklede produkt har vært utsatt og skapt utfordringer for selskapet. Caset beskriver tiltak for å sikre finansiering frem til det nye produktet genererer inntekter.

Caset med Sevan Marine beskriver den vanskelige tilgangen på ekstern finansiering mange bedrifter opplever i dag. Selskapets hovedutfordring er å fullfinansiere to rigger under konstruksjon, hvor fremtidige inntekter allerede er sikret i kontrakt med kunde. I caset skisseres tiltak for å sikre finansieringen av riggene.

8. CASE: KONGSBERG AUTOMOTIVE HOLDING



Kongsberg Automotive Holdings (KOA) aksjekurs har falt fra 65 NOK januar 2007 til 3 NOK 1.4.2009. I løpet av den perioden har bilmarkedet falt verden over. Dette har KOA som leverandør til denne industrien fått merke. Omsetningen har falt dramatisk og KOA har sett seg nødt til å legge ned fabrikker og si opp ansatte. I forbindelse med lavere omsetning har KOA slitt med covenants og nedbetaling av gjeld.



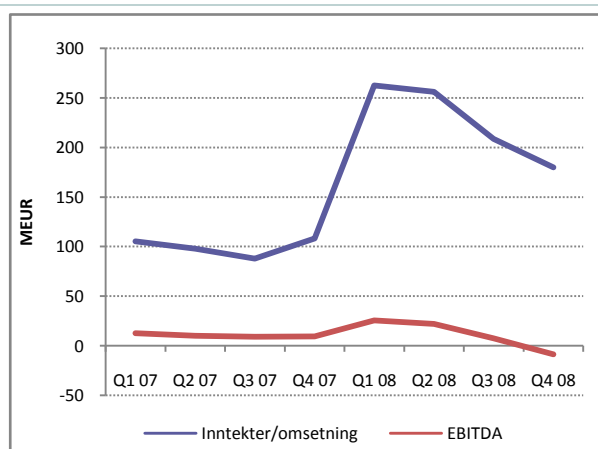
Figur 23: KOA, aksjekurs.

8.1. SELSKAPET

Kongsberg Automotive leverer utstyr og systemer til bil- og andre kommersielle kjøretøyprodusenter. Bedriften er delt inn i 3 divisjoner; bilsystemer, kommersielle kjøretøysystemer og anleggsmaskiner. KOA har produksjonsfasiliteter i Europa, Asia, Oseania, Nord-Amerika og Sør-Amerika. Selskapet ble opprettet 1987 som en forlengelse av aktivitetene til Kongsberg Våpenfabrikks automotivavdeling og ble registrert på Oslo Børs juli 2005. KOA har en markedsverdi på ca 200 MNOK per 1.4.2009. Selskapet hadde ved utgangen av 2008 9.539 ansatte over store deler verden, hvorav 548 i Norge.

Inntjening og utsikter

Fra 1999 til 2007 steg omsetningen fra 1.267 MNOK til 3.193 MNOK. Oppturen tok imidlertid en brå slutt. I løpet av 2007 begynte nedgangen i USA. Bedrifter leverte dårligere resultat og arbeidsledigheten begynte å stige. Spesielt bilindustrien merket dette med lavere omsetning. Som følge av lavere bilsalg falt også omsetningen til KOA i 2008.



Figur 24: KOA, utvikling i omsetning og EBITDA. Økningen i omsetning og EBITDA i Q1 2008 skyldes utelukkende oppkjøpet av Global Motion Systems. Ser man bort i fra dette, faller både omsetning og EBITDA i 2007 og 2008.

Det fallende salget for bilprodusenter slo enda hardere ut for leverandører til bilprodusentene. Ifølge Forrester (1961) kan økende variasjon oppstrøms i verdikjeden forklares med bullwhip effekten³⁵. I dagens situasjon ønsker bilprodusenter å redusere varelager og KOA vil merke lavere etterspørsel i større grad enn bilprodusenten. Samtidig ønsker ikke bilprodusenter å lage nye modeller, det foretrekkes heller å gjennomføre "facelifts" på gamle modeller, som medfører en lavere etterspørselsvekst etter nye komponenter fra KOA.

Alle tall i MEUR	Q1 07	Q2 07	Q3 07	Q4 07	Q1 08	Q2 08	Q3 08	Q4 08
EBITDA	12,7	10,1	9,0	23,2	25,4	21,8	7,3	-8,6
Kontantstrøm	3,9	-4,8	-12,4	27,4	-7,2	9,9	0,3	2,6
Net. finanskostnad	-0,9	-1,1	-1,4	-7,6	-10,0	-9,0	-8,6	-10,3
EBITDA/net. rentekostnad	14,1	9,2	6,4	3,1	3,3	2,4	0,8	-0,9
Kontantstrøm/net. rentekostnad	4,3	-4,4	-8,9	3,6	-0,7	1,1	0,0	0,3
Kontanter/net. finanskostnad	32,8	22,7	9,7	5,6	3,6	5,0	5,3	5,2
Net. rb. gjeld/12m. rull. EBITDA	0,0	0,0	0,0	8,8	9,2	6,4	6,9	9,4

Tabell 19: KOA, nøkkeltall.

Når KOA får nye kontrakter starter gjerne produksjon etter 2-4 år. Produksjon i 2009 vil derfor hovedsakelig være på grunnlag av gamle kontrakter. For å erstatte eksisterende kontrakter må KOA få inn nye for en verdi på om lag 180 MEUR per år, i 2008 fikk KOA inn kontrakter til en verdi på 220 MEUR. I 2009 har selskapet meldt om ny kontraktsinngåelse med leveranse av drivverk til en av verdens største lastebilprodusenter til en verdi av 450 MNOK. Kontrakten varer i 5 år og starter i 2010. Også andre mindre kontrakter er inngått.

KOA vil trolig ikke merke noen økning i salg i løpet av 2009. Fremtidsutsiktene er veldig usikre, og ingen kunder ønsker å gi noen guiding på hvordan de forventer etterspørselen fremover. Det gjør situasjonen vanskelig for KOA og det blir en utfordring å planlegge fremtidig aktivitet. Selskapet forventer imidlertid en

"Kundene skifter guiding like ofte som de skifter undertøy"

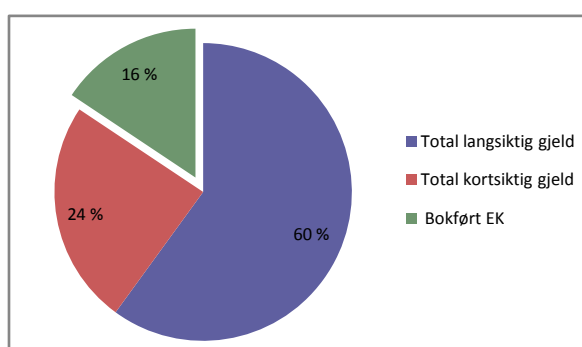
Olav Vollidal, CEO.

³⁵ Bilprodusenter vil ha problemer med prediksjon av fremtidig salg, for å ta høyde for dette har bedriftene et sikkerhetslager. I perioder med fallende etterspørsel vil lageret man redusere lageret. Bakover i verdikjeden fra kunde til råmaterialeleverandør vil observert variasjon i etterspørsel øke, og underleverandører kan merke dramatiske fall i etterspørselen.

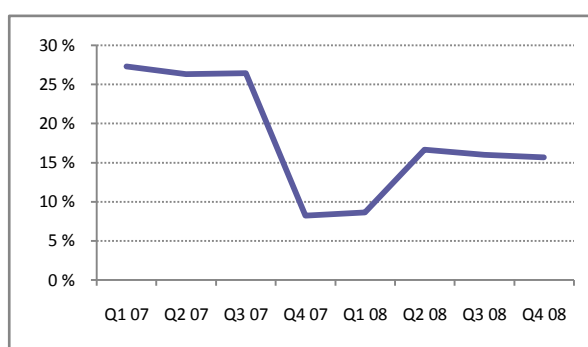
nedgang på 10 % innen automotive, 15 % innen kommersielle kjøretøy og en stabil omsetning innen anleggsmaskiner de kommende 12 månedene. Konkurs hos kunder vil trolig også øke i tiden som kommer. Dette vil føre til økte tap på kundefordringer.

Kapitalstruktur

KOA er finansiert med store andeler gjeld. Selskapet har brukt store langsiktige lån for å utføre investeringer i nye fabrikker og oppkjøp av andre bedrifter. Spesielt oppkjøpet av Global Motion Systems (GMS) økte gjeldsgraden betydelig ettersom det var fullstendig lånefinansiert.



Figur 26: KOA, kapitalstruktur per 31.12.2008.



Figur 25: KOA, utvikling i bokført EK-andel.

Som følge av låneopptakene har KOA hatt store problemer med å håndtere betingelser ved gjelden. Andre kvartal 2008 gjennomførte derfor selskapet en egenkapitalsemisjon på 500 MNOK for å bedre situasjonen. Egenkapitalen har etter dette sunket noe i sammenheng med nedskrivninger og negative resultater. Ved utgangen av 2008 utgjorde egenkapitalen 16 % av bokførte verdier.

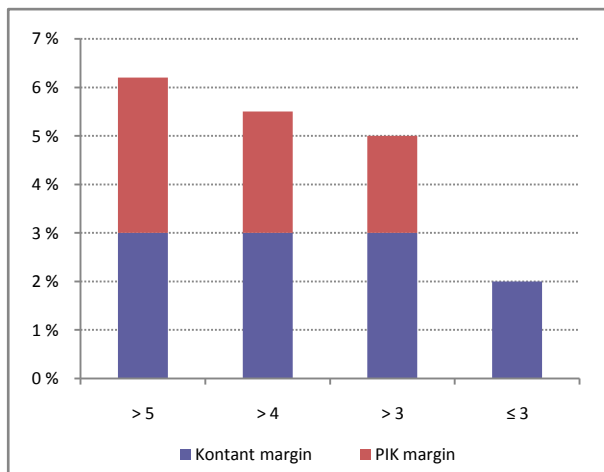
Restrukturering av gjeld

KOA har i forbindelse med oppkjøpet av GMS en låneavtale med DnBNOR der 50 % av lånet er syndikert til Nordea. De finansielle og operasjonelle tiltakene KOA iverksatte var ikke nok til å oppfylle kravene i lånekontraktene. Brudd på covenants førte til restrukturering av gjelden i fjerde kvartal 2008.³⁶ Den restrukturerte nedbetalingsplanen er basert på KOAs nye forretningsplan. Lånet består nå av: 236 MUSD, 239 MEUR, 350 MNOK, samt en kredittlinje på 500 MNOK. Tidligere var lånet kun nominert i NOK. Restruktureringen sikrer derfor en lavere risiko med tanke på valutasvingninger. Av lånet NOK er 240 millioner et tidligere mellomfinansieringslån. Dette lånet

³⁶ KOA vil ikke offentliggjøre covenants.

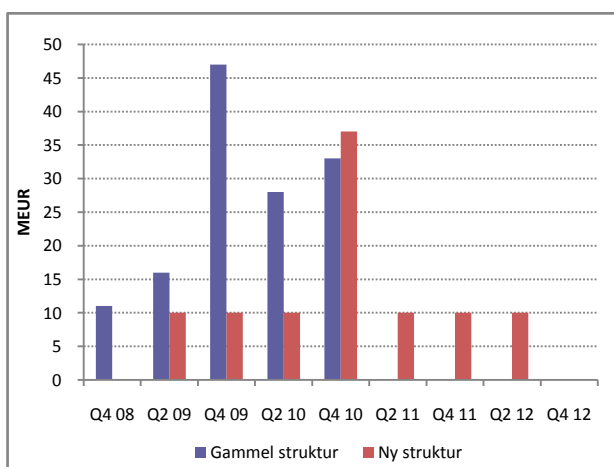
forfalt opprinnelig i Q4 2009, men er nå tatt inn til samme betingelser som resten av lånefasilitetene og forfaller i slutten av 2010. Det ble altså gjort om til et lån med lengre løpetid.³⁷

Den nye marginstrukturen er basert på netto rentebærende gjeld/EBITDA.³⁸ Desto høyere denne raten er, desto mer må betales i renter. Rentemarginen består av to komponenter: Kontantmarginen som blir betalt hvert kvartal og PIK marginen, en rentekostnad som akkumuleres til lånebeløpet. Rente i markedet og rentemargin vil totalt gi rentekostnaden i prosent. For å redusere rentemarginen må KOA altså enten redusere netto gjeld eller øke EBITDA.



Figur 27: KOA, marginstruktur på gjeld. Renten gis etter raten på netto rentebærende gjeld/EBITDA.

Tilbakebetalingsplanen er også endret for å tilpasse nedbetaling til nye markedsutsikter. Årlig tilbakebetaling blir på 20 MEUR. I tillegg vil de 240 MNOK som utgjøre mellomfinansieringslånet forfalle i 2010. Med den nye avtalen skal KOA betale 70 MEUR mindre de nærmeste årene enn ved den forrige avtalen. Dette gir økt fleksibilitet i operasjonelle aktiviteter. Avtalen innebærer refinansiering i slutten av 2012. Hadde ikke KOA



Figur 28: KOA, tilbakebetalingsplan gjeld.

fått refinansiert låneavtalen hadde selskapet fått store problemer med nedbetaling av gjeld. Med opprinnelig plan ville finanskostnader, ca. 30 MEUR, og avdrag, ca. 65 MEUR, for 2009, vært høyere enn kontantbeholdning, 50 MEUR. Utsettelsen av nedbetaling kommer selvsagt på bekostning av høyere marginer og andre restriksjoner.

³⁷ For å få gjennomført restruktureringen ble det betalt et gebyr på 21 MNOK. I tillegg må 4 MEUR betales i 2012 når lånene er tilbakebetalt.

³⁸ 12 måneders rullerende EBITDA

Detaljer på covenantsstrukturen vil ikke KOAs ledelse offentliggjøre.³⁹ Det vil derfor bli vanskelig å analysere hvor nærme KOA er grensene. KOA har imidlertid 20 % buffer på covenants i forhold til avtalt forretningsplan, ifølge CEO, Volldal.

8.2. HOVEDUTFORDRINGER OG BESLUTNINGSKRITERIER

Hovedutfordringene for Kongsberg Automotive er tilbakebetaling av gjeld. Tabellen under beskriver hvordan kontantbeholdningen forventes å endre seg de nærmeste årene. Estimer over en så lang tidsperiode vil selvsagt være usikre, men gir likevel et bilde på hvilke utfordringer KOA står overfor. Avdragene er gitt fra refinansieringsstrukturen og rentekostnadene vil avhenge av renten i markedet. Hvordan omsetning og kostnader blir i fremtiden er vanskelig å predikere som følge av stor usikkerhet i markedet, men på grunn av langsiktige kontrakter kan anslag gjøres. Investeringer er anslått til å være 3 % av inntekter i henhold til uttalelser fra KOAs ledelse⁴⁰. I 2008 utgjorde investeringer nesten 40 MEUR, men vil reduseres betydelig i 2009. KOA har også lagt frem planer om ytterligere reduksjon i arbeidskapitalen i løpet av 2009, hovedsakelig gjennom reduksjon i varelagre. Når produksjon og salg etter hvert tar seg opp igjen vil arbeidskapitalen trolig øke.

	2009	2010	2011	2012
Kontantoverskudd IB	28,3	32,9	6,1	11,2
EBITDA	10,0	70,0	90,0	100,0
Renter	-21,5	-24,8	-24,9	-27,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre finans aktiviteter	16,0			
Endring arbeidskapital	20,0	0,0	-10,0	0,0
Salg eiendeler	20,0			
Investering	-20,0	-25,0	-30,0	-40,0
Betalingsforpliktelse	-20,0	-47,0	-20,0	-20,0
Utgående kontantoverskudd	32,9	6,1	11,2	23,8

Tabell 20: KOA, Estimat på endring i kontantbeholdning. Detaljer om estimat finnes i appendiks L.B.

Ifølge beregningene vil hovedutfordringen komme i 2010 når mellomfinansieringslånet forfaller. Selskapet er avhengig av en positiv kontantstrøm for å kunne overleve 2010. Deler av lånet kan muligens refinansieres, men kan bli vanskelig.

³⁹ I appendiks L er en oversikt over covenants presentert.

⁴⁰ DN.no

Selskapet er nødt til å overkomme sine finansielle utfordringer. Tiltak som iverksettes må sørge for å sikre nedbetaling av gjeld. Løsninger bør sørge for en lavere rentekostnad, dette gjøres gjennom å øke EBITDA eller ekstraordinær nedbetaling av gjeld. Samtidig må covenants overholdes.

8.3. MULIGE BESLUTNINGER

Tiltak for å øke EBITDA

Ved å øke EBITDA vil KOA bedre sin evne til å betjene gjelden. Samtidig vil en økning i EBITDA føre til bedre lånebetingelser. Hovedtiltakene bør derfor rettes inn mot å øke EBITDA gjennom reduserte kostnader og økt omsetning, om mulig.

Redusere kostnader

KOA har gjennomført flere integrasjons- og restruktureringstiltak i løpet av 2008 for å tilpasse seg nye rammebetingelser. I 2009 anslås dette å gi en kostnadsbesparelse på 20-25 MEUR. Produksjonen har blitt flyttet fra høy til lavkost produksjonsanlegg for å spare kostnader. I tillegg har KOA kuttet i bonuser, lønn og antallet nyansettelser, noe som vil bidra til reduserte kostnader.

Selskapet har sagt opp 3.500 ansatte i løpet av 2008, de fleste i USA og Europa. En del av oppsigelsene ville naturlig kommet som konsekvens av oppkjøpet av GMS, men finanskrisen har intensivert dette. Oppsigelser bør fortsette utover i 2009. KOA har også redusert åpningstider i produksjonsanleggene for å redusere kostnader. Fordelen med dette i motsetning til nedleggelse er at KOA vil være i stand til å møte økt etterspørsel etter hvert som den tar seg opp igjen.

Selv om mange tiltak er iverksatt for å redusere kostnader, må KOA fortsette å kutte for å bedre den økonomiske situasjonen. Det er imidlertid viktig at dette ikke går på bekostning av daglig drift og kvaliteten på produktene.

Øke omsetning

I dagens situasjon er det vanskelig å øke omsetningen. KOA må likevel etter beste evne forsøke å øke denne. Kontraktene KOA inngår vil i hovedsak først generere inntekt om 1-2 år. I løpet av 2009 har selskapet hentet inn nye store kontrakter som vil sikre videre produksjon.

Kutt i investeringer

Refinansieringen av gjeld var ikke avhengig av store kutt i investeringer. Selv om KOA legger ned og flytter produksjonsanlegg vil det likevel være nødvendig med investeringer. Når avtaler med en automobilprodusent blir gjort vil det ofte være slik at nytt produksjonsutstyr og nye metoder må utvikles. På tross av dårligere utsikter må disse investeringene gjøres for å kunne gjennomføre planlagt produksjon. I 2008 utgjorde netto investeringsaktiviteter 39 MEUR. I fremtiden vil det trolig være mulig å redusere denne noe, men et visst investeringsnivå må opprettholdes. Mange kunder har også valgt å utsette nye modeller og foretar heller mindre oppgraderinger på eksisterende. Fokuset på innovasjon vil være mindre i dagens situasjon. Selskapet har signalisert et mål om å redusere investeringer fra 4 % til 3 % av omsetning.

Selv om selskapet i første rekke må sørge for å oppfylle kreditorforpliktelser blir det viktig å posisjonere seg i forhold til gode inntjeningsmuligheter i fremtiden. KOA må fokusere på forskning og utvikling for å sikre konkurransefortrinn også i fremtiden. Et visst investeringsnivå må derfor opprettholdes. Det var derfor viktig for KOAs videre drift at restruktureringen tillott fremtidige investeringer. Kreditorer har imidlertid satt en øvre grense på investeringer, denne er ikke offentlig tilgjengelig.

Bedre kontantstrøm og kontantbeholdning

For å betale ned gjelden må kontantstrømmen bedres. Selskapet vil få store finansielle problemer dersom ikke driften begynner å generere positiv kontantstrøm. En bedret kontantstrøm fra drift er kanskje ikke tilstrekkelig og andre tiltak bør iverksettes.

Salg av eiendeler og sale-leaseback

For å bedre kontantbeholdningen vil salg av eiendeler være et aktuelt alternativ. Dersom selskapet i utgangspunktet ønsker å bruke eiendelen, men trenger kontantene, vil sale leaseback være en

mulighet. Mye av produksjonsutstyret er veldig spesialisert og ikke lett omsettelig. Det vil likevel være mulig å foreta sale-leaseback på deler av varelageret og produksjonsutstyret. Fordelen ved dette er en umiddelbar økning i kontantbeholdningen, samtidig som drift kan opprettholdes. Ved en senere anledning kan også KOA kjøpe eiendelene tilbake. Sale-leaseback av produksjonsanlegg er foretatt tidligere. Denne type finansiering er aktuell også i fremtiden og kan utføres i større grad for å bedre likviditeten i selskapet. Samtidig vil det være en utfordring å finne en motpart som vil gi fornuftige betingelser med hensyn til selskapets situasjon.

KOA ønsker å fokusere mer på kjernevirksomheten. Av denne grunn solgte KOA sin luftfartsavdeling til Triumph Inc. for 20 MEUR. Avdelingen hadde 30 ansatte og en omsetning på 9 MEUR årlig. Salget vil også bedre kontantbeholdningen til KOA.

Redusere varelager

Ved å sette produksjonsnivå under salg vil varelageret og arbeidskapital reduseres. Dette vil gi en engangs økning i kontantstrømmen. Samtidig må et visst nivå på varelager opprettholdes for å sikre leveranser i tide.

Factoring, kredittforsikring og reduksjon i kredittid

Selv om ikke KOA har opplevd betalingsproblemer hos kunder ennå, kan dette bli et større problem i fremtiden. Med kredittforsikring vil store tap på kundefordringer unngås i fremtiden. Omtrent 5 % av selskapets omsetning kommer fra General Motors. Dersom General Motors skulle gå konkurs vil det påføre et tap på ca 10 MEUR per kvartal. Selv om KOA har uttalt at andre kunder vil overta ordren er dette ikke sikkert. Kredittforsikring vil kunne redusere tapet på utestående fakturaer. I dagens situasjon vil dette imidlertid bli svært kostbart som følge problemene automobilbransjen har.

En mer aktuell metode for å bedre likviditet i kundefordringer er å redusere den lange kredittiden til kundene. KOAs kunder bruker lang tid fra fakturaer blir utstedt til de blir innbetalt. Kundefordringer utgjør en stor andel av omsetning og det tok i 4. kvartal i gjennomsnitt 56 dager fra faktura ble utstedt til betalingen kom inn. Denne har blitt redusert fra over 60, men det vil være av stor betydning om den reduseres ytterligere. Ved ytterligere reduksjon på 15 dager medfører dette en

årlig rentekostnadsreduksjon på 2,7 MEUR og frigjøre 41 MEUR i likviditet.⁴¹ Factoring kan gjøre de lettere å redusere kredittiden.

Factoringselskaper kan også gi kreditt med pant i kundefordringer og varelager. Dersom varelager er vanskelig å redusere, uten å påvirke daglig drift, er factoring nyttig for å bedre likviditeten.

Kutt i utbytte

Ved å tilbakeholde utbytte vil KOA unngå reduksjon i kontantbeholdningen. KOA har i dagens situasjon uansett ikke mulighet til å betale utbytte som følge av covenants på gjeld. KOA har ikke mulighet til å utbetale utbytte før bokført egenkapital utgjør 25 % av totalkapitalen. Ved utgangen av 2008 var denne på 15,7 %.

Aksjeemisjon

Mulighetene for å hente inn ekstern kapital er for KOA svært begrenset. Gjeldsfinansiering vil trolig ikke være en særlig aktuell finansieringskilde som følge av den nylige restruktureringen av eksisterende gjeld. Et annet tiltak for å hente ekstern kapital er derfor en emisjon. I mai 2008 ble en emisjon utført for å redusere gjeld. Dersom kontantstrøm fra drift ikke bedres tilstrekkelig kan det i fremtiden bli aktuelt med en ny emisjon.

Dette vil føre til utvanning av eksisterende aksjonærer, men kan bli en nødvendig handling for å bedre selskapets finansiell posisjon. Beløpet de klarer å emittere vil imidlertid bli begrenset. Per 1.4.2009 er markedsverdien på egenkapitalen ca. 23 MEUR, mens gjelden har en verdi på 400 MEUR. En emisjon vil derfor vanskelig kunne utgjøre en stor del av gjelden, men vil likevel kunne gjøre nedbetalingen og likviditetssituasjonen enklere.

Offentlig finansiering

Innovasjon Norge har gitt KOA et risikolån på 145 MNOK. Pengene vil bli brukt som kapitalreserve og for å gjennomføre eksisterende ordre. Lånet vil øke kontantbeholdningen og gjøre tilbakebetaling av annen gjeld enklere. For KOA var dette veldig nyttig. Dette er selvsagt et lån som må betales tilbake,

⁴¹ Det antas 6 % rente på driftskonto og årlig fakturabeløp på 1.000 MEUR.

men antageligvis til bedre betingelser enn hos en privat kreditor. I fremtiden kan dette også være en mulighet. Om KOA ønsker å benytte mer av krisepakken til regjeringen vil imidlertid være usikkert, herunder Statens Obligasjonsfond. Et alternativ vil være å benytte seg av obligasjonsfinansiering.

8.4. KONKLUSJON

Kongsberg Automotive har havnet i store gjeldsproblemer som følge av oppkjøpet av GMS. Omsetningen har falt betraktelig og har påvirket tilbakebetalingsevnen av gjeld. For å bedre på situasjonen har KOA gjennomført en emisjon og restrukturert gjelden for å forskyve tilbakebetalingen. Andre kostnadsreducerende initiativer er også gjennomført.

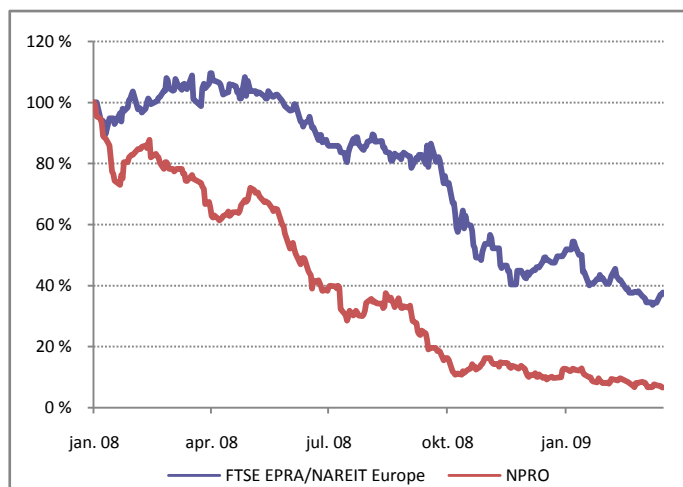
Selskapet må iverksette ytterligere tiltak for å bedre situasjonen. Kostnadsnivået bør reduseres ytterligere. Kostnadsreduksjon kan omfatte lønnskostnader og andre produksjonskostnader.

Selskapet bør også tilstrebe å bedre likviditeten. Dette kan gjøres ved å redusere arbeidskapitalen, gjennom reduksjon av varelageret og kredittiden til kundene. Factoring kan brukes for å få til dette. Dersom internt genererte midler likevel ikke er tilstrekkelige til å betjene gjelden anbefales det å selge eiendeler, eventuelt sale-leaseback av produksjonsanlegg og utstyr. Dette vil frigjøre midler og bedre likviditeten i selskapet. Som en siste utvei kan selskapet foreta en ny emisjon.



9. CASE: NORWEGIAN PROPERTY

Norwegian Property's (NPRO) aksjekurs falt gjennom hele 2008 og endte ned over 90 %. Selskapet har problemer med en svært høy gjeldsgrad og synkende eiendomspriser har stor effekt på markedsverdien til egenkapitalen. Eiendomsselskapet har også likviditetsproblemer siden en stor mengde gjeld forfaller i løpet av 1-2 års tid. I tillegg har selskapet utfordringer



Figur 29: NPRO, aksjeutvikling mot benchmark. (Bloomberg)

med covenants på eksisterende gjeld som er nær ved å bli brutt. Aksjen er derfor priset med en stor konkurssansynlighet.⁴² Pris/bok forholdet ligger medio mars 2009 på under 0,2.

9.1. SELSKAPET

NPROs eiendomsportefølje består av forretningsbygg og hoteller kjøpt for om lag 30 milliarder NOK siden sommeren 2006. Forretningsbyggene utgjør om lag to tredjedeler av den totale porteføljen og består av flere prestisjeeiendommer. Norwegian Property har også kjøpt opp og kontrollerer Nordens største hotelleier, Norgani Hotels.

Inntjening og utsikter

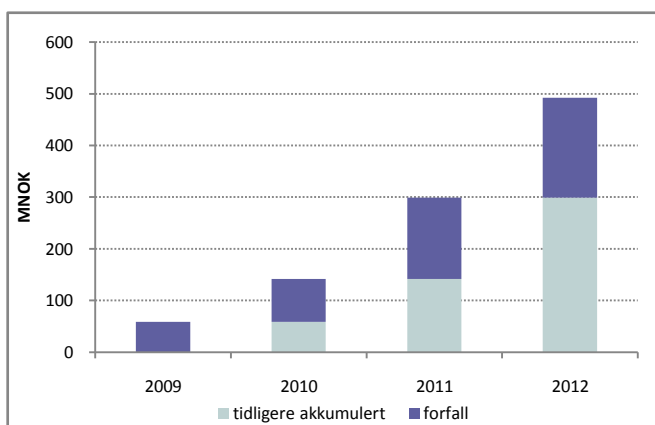
Leieinntekter

Norwegian Property's portefølje av ren næringseiendom hadde ved inngangen til 2009 5,6 års gjennomsnittlig durasjon på leieinntektene og en ledighetsgrad på kun 0,7 %. De totale leieinntektene på over 1,1 milliarder NOK blir justert for endringer i konsumprisindeksen, slik vil selskapets reelle inntekt ikke kunne bli svekket ved inflasjon.

⁴² DnBNOR Markets ser 5. februar 2009 for seg et prismål per aksje på enten 0 eller 21 NOK. (Dagens Næringsliv)

Leiemarkedet for næringsseiendom vil være vanskelig fremover. Prisene steg mye i årene før finanskrisen, men er nå på vei tilbake. SSB forventer i sin konjunkturrapport negativ sysselsettingsvekst i både 2009 og 2010. I tillegg er bedrifter generelt mer kostnadsfokuserte og ønsker billigere lokaler. Konsekvensen er mindre press i leiemarkedet for næringsseiendom, som kan føre til reduserte priser.

Selskapet har leiekontrakter verdt flere millioner som forfaller de nærmeste årene. Forhandling av nye avtaler vil bli påbegynt en god stund før forfall. Selv om leieprisene har gått ned den siste tiden kan selskapet likevel få en positiv inntektseffekt på nye avtaler. Dette skyldes økning i leiepriser i årene før finanskrisen som ikke har kommet med i gamle kontrakter.⁴³



Figur 30: NPRO, forfall av leiekontrakter.

På hotellporteføljen i Norgani Hotels er durasjonen på kontraktene over 10 år. Selskapet er sikret en årlig minimumsbetaling, dette sikrer stabile kontantstrømmer. Norgani vil også få et tillegg avhengig av hvordan hotellmarkedet utvikler seg. Hotellbransjen hadde en sterk utvikling i etterspørsel frem til rekordåret 2007, mye ny kapasitet har derfor blitt bygget ut de siste årene. Fra 2008 av har det derimot gått dårligere. Kapasitetsutnyttelsen var 39 % mot 42 % året før,⁴⁴ og i januar 2009 var antall hotellovernattinger 7 % lavere sammenlignet med 2008.⁴⁵ Som følge av kostnadsbesparelser i bedrifter forventes antall forretningsreiser å reduseres. Finanskrisen vil bidra til færre hotellovernattinger. For 2009 forventer Norgani en omsetning på 600 MNOK.

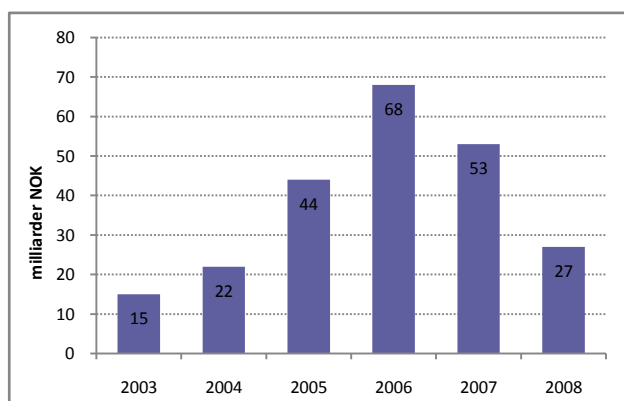
⁴³ DTZ Realkapital som foretar en ekstern uavhengig verdivurdering av NPRO i forbindelse med finansiell rapportering anslår gjennomsnittlig markedsleie til å ligge 13,7 % over dagens leieinntekter for selskapet.

⁴⁴ Dagens Næringsliv

⁴⁵ SSB.no

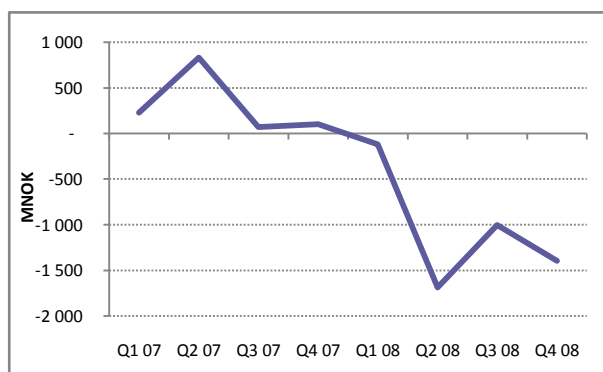
Verdi på bygg

Avkastningen på næringseiendom har vært svært god de siste årene. Imidlertid har finanskrisen påvirket eiendomsbransjen i stor grad, og verdier på næringsbygg har sunket betraktelig. Kravet til egenkapital fra bankenes side settes nå høyere, gjerne til over 30 %.⁴⁶ Samtidig har rentemarginen på banklån økt kraftig. Dette gir utslag i økt avkastningskrav. I begynnelsen av 2007 ble det omsatt prestisjeeiendommer på 5,25 % yield⁴⁷, mot 7,5 % høsten 2008.⁴⁸ Dette gir sterkt reduserte verdier på næringseiendommer. Transaksjonsvolumet for næringseiendom har også gått betraktelig ned i løpet av 2008.⁴⁹



Figur 31: Transaksjonsvolum næringseiendom i Norge. (UNION Gruppen)

Verdien på Norwegian Property's bygg har falt sammen med resten av bransjen. Selskapet har foretatt store nedskrivninger gjennom 2008. Siden dette gjøres internt og børsverdien ikke reflekterer den bokførte verdien på egenkapitalen kan det stilles spørsmålsteget ved om verdjusteringen reflekterer dagens markedsverdier.⁵⁰ Riktignok har NPRO benyttet to uavhengige eiendomsselskap⁵¹ til å foreta verdiberegningene.



Figur 32: NPRO, fair-value justering på eiendomsmasse.

En videre nedgang i eiendomsmarkedet er ikke usannsynlig dersom den økonomiske situasjonen forblir svak og arbeidsledigheten fortsetter å øke. Dette kan føre til ytterligere nedskrivning av eiendommene. Det lave pris/bok forholdet til selskapet kan også tyde på dette.

⁴⁶ Ifølge Prebensen, Sparebank1 Telemark.

⁴⁷ Yield er netto leieinntekter dividert på eiendommens verdi. Begrepet gjenspeiler altså investors totalavkastningskrav. (Verdispar.no)

⁴⁸ UNION Gruppen

⁴⁹ Det ble totalt omsatt næringseiendom for over 50 milliarder NOK i 2007 mot kun 27 milliarder NOK i 2008. 11 av disse utgjorde salget av Steen & Strøm.

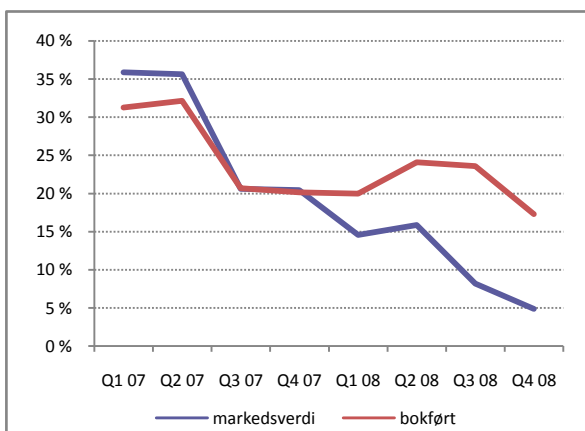
⁵⁰ En annen årsak til det lave pris/bok forholdet er konkursrisikoen i selskapet.

⁵¹ DTZ Realkapital og Akershus Eiendom

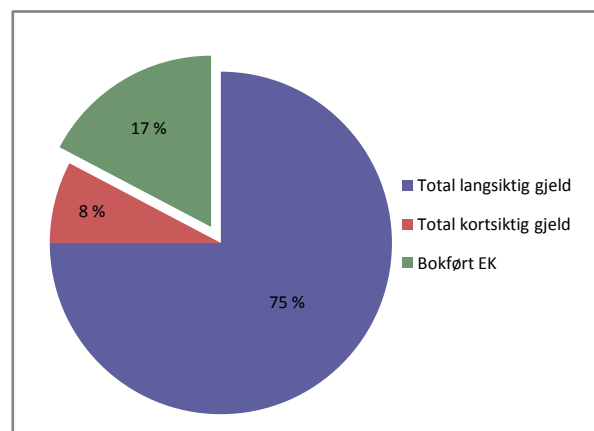
Norwegian Property solgte medio februar 2009 to eiendommer til en pris på 478 MNOK, dette er 17 millioner over bokført verdi. Gjennom salget bedret selskapet sin likviditetssituasjon noe.

Kapitalstruktur

NPRO har som mål å ha en gjeldsandel på omlag 60-65 %. I dag er denne derimot klart høyere, bokført egenkapital er på kun 17 %. Regnet i markedsverdier har egenkapitalsandelen sunket spesielt i løpet av 2008 og er nede på under 5 % i begynnelsen av 2009.



Figur 34: NPRO, egenkapitalandel.

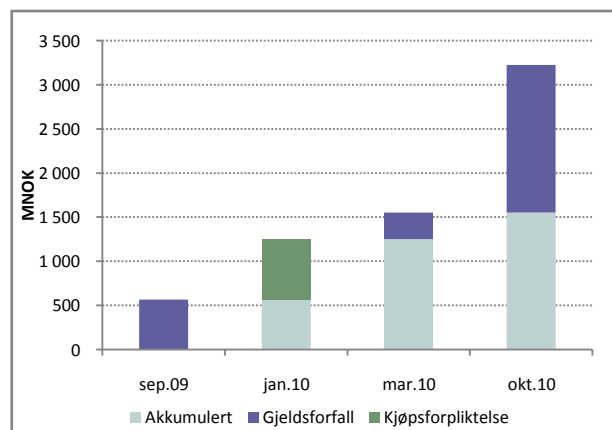


Figur 33: NPRO, bokført kapitalstruktur per 31.12.2008.

Betalingsforpliktelser

Norwegian Property har stor gjeld som forfaller i løpet av relativt kort tid. Nær 2,5 milliarder NOK forfaller i løpet av 2009 og 2010 og det er foreløpig ingen avtaler om refinansiering av dette.

Norgani Hotels har en kjøpsforpliktelse på fire hoteller i Danmark. Selskapet solgte hotellene i 2006, men gav samtidig en opsjon til kjøper som kan selge hotellene tilbake for 685 MNOK. Det er ikke sikkert kjøper vil benytte seg av denne opsjonen, men sett i lys de synkende eiendomsverdiene er det en reell sjanse for dette. Kjøpsforpliktelsen trer i kraft 1. januar 2010 og er gyldig ut 2012.



Figur 35: NPRO, betalingsforpliktelser.

Rentekostnad

Store deler av lånene til selskapet er flytende med fast rentemargin over NIBOR. Denne renten var svært volatil gjennom finanskrisen, men har sammen med sterkt reduserte styringsrenter falt flere prosentpoeng. Dette gir selskapet lavere rentekostnad på eksisterende lån og bedret kontantstrøm.

Norwegian Property har som strategi å sikre ca. 70 % av de langsiktige lånene mot rentesvingninger gjennom derivater. De reduserte rentene har ført til finansielle verditap på disse derivatene og oppveier noe av gevinsten selskapet får, men har umiddelbart ingen kontantstrømseffekter.

Covenants

I begynnelsen av 2009 er alle covenants på gjelden oppfylt. De viktigste betingelsene i dagens lånekontrakter er:

- *Loan-to-Value* *krav: < 0,85* *2008: 0,79*
LTV er forholdstallet mellom netto rentebærende gjeld og total bokførte verdier i selskapet.
- *Interest-Cover-Ratio* *krav: > 1,40* *2008: 1,49*
IRC er definert som forholdet mellom EBITDA og netto finanskostnad. Rentekostnaden på oppkjøpsfinansiering eller verdiendringer på finansielle derivater er ikke medregnet.
- *Debt-Service-Coverage-Ratio* *krav: > 1,1* *2008: 1,2*
Raten spesifiserer forholdet mellom EBITDA og kapitalen som kreves til å betjene netto gjeld.
- *Andre betingelser*
I gjelden inngår det panterestriksjoner, restriksjoner på å utstede lånegarantier og restriksjoner på kjøp og endring av kontroll. Bankene har også sikkerhet i eiendommene.

9.2. HOVEDUTFORDRINGER OG BESLUTNINGSKRITERIER

Betalingsforpliktelsene som forfaller i løpet av 2009 og 2010 er Norwegian Property sin største utfordring. Selskapet har ved inngangen til 2009 ikke nok kontanter tilgjengelig, og vil trolig ikke opparbeide seg nok gjennom drift, til å kunne betjene forpliktelsene ved forfall.

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
Kontantoverskudd	124	241	269	-266	-239	-511	-482	-2126
EBITDA	392	392	392	392	408	408	408	408
Netto finanskostnad	-271	-264	-263	-265	-278	-279	-280	-289
Driftsinv. og endring arb.kap.	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40
Salg	478							
Betalingsforpliktelse			-565		-302		-1671	
Annen nedbetaling	-442	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
Utgående kontantoverskudd	241	269	-266	-239	-511	-482	-2126	-2107

Tabell 21: NPRO, estimat for kontantbeholdning uten ny finansiering. I appendiks M.B finnes begrunnelse for estimater.

I tabellen over finnes et estimat av selskapets kontantbeholdning, uten ny finansiering. Inntjeningen er basert er på eksisterende kontrakter med justering for reforhandling av utløpende avtaler og svakere utsikter i hotellbransjen. Netto finanskostnader er basert på regnskapsdata justert for forventet utvikling i pengemarkedsrenten.⁵²

NPRO har behov for ca. 2,1 milliarder NOK i ny finansiering. Om Norgani må utøve kjøpsforpliktelsen på de danske hotellene allerede 1. januar 2010 øker kapitalbehovet til 2,7 milliarder NOK.

Et brudd på covenants vil føre til betydelig høyere finansieringskostnad, om selskapet i det hele tatt unngår konkurs. For å unngå brudd på covenants må selskapet unngå for høye rentekostnader i forhold til EBITDA. Ny finansiering vil bli med en høyere rentemargin enn tidligere finansiering. Dette kan føre nærmere til brudd av IRC-covenanten. På den annen side har NIBOR falt betydelig etter finanskrisen slik at rentekostnaden sannsynligvis vil komme på et lavere nivå i 2009.

Gjeldsgraden vil øke ved videre nedskrivninger dersom dette blir nødvendig. Nye lån ment kun for å bedre kontantbeholdningen virker nærmest umulig da LTV allerede er svært nær betingelsen på 0,85.

⁵² I appendiks M.B finnes begrunnelse for estimater.

9.3. MULIGE BESLUTNINGER

Banklån

Analysen av finansieringsmuligheter viser at tilgjengeligheten på banklån har blitt betydelig forverret etter finanskrisen, spesielt for eiendomsselskaper. Bankene er avventende med å gi lån til eiendomsprosjekter og kravene til egenkapitalandel har økt betydelig. Lånene selskapet allerede har er alle knyttet opp mot spesifikke eiendommer, med sikkerhet i disse og kan trolig ikke belånes ytterligere. En refinansiering av de kommende betalingsforpliktelsene vil derfor kun få sikkerhet i verdiene til objektet. Disse verdiene er sannsynligvis også redusert etter finanskrisen. Dette er argumenter som gjør det urealistisk for NPRO å kunne refinansiere seg selv fullstendig ved hjelp av banklån.

Det er også lite sannsynlig at NPRO vil komme til enighet med kreditorene om en endring i tilbakebetalingsplanen da dette kan føre til verdioverføring fra en kreditor til en annen. Det må i så fall oppnås enighet med alle kreditorene, dette kan være vanskelig.

IRC-covenanten er også viktig å ta hensyn til ved økte låneopptak. Dersom denne brytes vil annen gjeld kunne bli krevet refinansiert, noe som vil være dramatisk for selskapet. Opprettholdes dagens gjeldsnivå er det fare for brudd på covenanten i 2010, når markedsrentene er forventet å stige igjen. Nye låneopptak vil ha en høyere margin, dermed vil rentedekningsrate svekkes ytterligere.

Gitt dagens situasjon i NPRO blir det trolig vanskelig å kunne få refinansiert mer enn to trededeler av forpliktelsene ved hjelp av banklån.

Med refinansiering på 65 % vil selskapet fremdeles ha nærmere 500 MNOK for lite i fri kapital til å finansiere betalingsforpliktelsene, se tabellen under. Refinansieringen fører ikke til brudd på covenants.

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
Kontantoverskudd	124	241	269	99	124	47	74	-490
EBITDA	392	392	392	392	408	408	408	408
Netto finanskostnad	-271	-264	-265	-267	-280	-281	-287	-296
Driftsinv. og endring arb.kap.	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40
Salg	478							
Betalingsforpliktelse			-565		-302		-1671	
Annen nedbetaling	-442	-60	-60	-60	-60	-60	-60	-60
Refinansiering, 65 %			367		196		1086	
Utgående kontantoverskudd	241	269	99	124	47	74	-490	-478

Tabell 22: NPRO, estimat for kontantbeholdning med 65 % refinansiering av banklån. I appendiks M.B finnes begrunnelse for estimater.

Obligasjonslån

Norwegian Property har tidligere benyttet seg noe av obligasjonslån ved finansiering. Det kan være noe enklere å finne risikovillig kapital i dette markedet i forhold til en mindre diversifisert bank. På den annen side har banker større muligheter til å kontrollere selskapet, og kostnaden ved obligasjonsfinansiering er ofte høyere.

Emisjon

Ved en bankrefinansiering av gjelden på 65 % vil en emisjon på minimum 550 MNOK være nødvendig. En emisjon på denne størrelsen tilsvarer over 65 % av markedsverdi til selskapet per 1. april, og antageligvis mer ettersom aksjepriser normalt reagerer negativt ved meldinger om emisjoner.

Norwegian Property har flere ganger hentet ekstern egenkapital.⁵³ Å gjennomføre en ny emisjon er lite ønskelig med tanke på dagens finansmarkeder og prisen på kapital og likviditet

	Refinansieringsgrad	Kontantoverskudd Q3 10
	100 %	391
	95 %	265
	90 %	140
	85 %	14
	80 %	-112
	75 %	-238
	70 %	-364
	65 %	-490
	60 %	-615
	55 %	-741
	50 %	-867

Tabell 23: NPRO, sensitivitetsanalyse på refinansiering.

⁵³ I juli 2008 ble 2,5 milliarder NOK emittert i forbindelse innløsning av opsjoner ved kjøp av Oslo Properties og til å styrke selskapets egenkapital.

fremstår en emisjon som lite ønskelig. Dette vil føre til utvanning av aksjonærene. Siden selskapet i dag handles med en rabatt på grunn av konkurserisiko vil et salg av aksjer også foregå sterkt rabattert.

Salg av eiendeler

Dersom et salg av eiendommer blir gjennomført vil dette føre til lavere leieinntekter. Kapitalbehovet vil derfor være større siden færre interne midler vil bli generert. Ved et salg vil imidlertid rentekostnadene reduseres ettersom finansieringen til salgsobjektet tilbakebetales.

	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10
Kontantoverskudd	124	241	269	201	428	548	665	87
EBITDA	392	392	392	384	382	365	357	357
Netto finanskostnad	-271	-264	-262	-257	-257	-248	-250	-259
Driftsinv. og endring arb.kap.	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40	-40
Salg	478		500	1000	1000	500		
Betalingsforpliktelse			-565		-302		-1671	
Annen nedbetaling	-442	-60	-460	-860	-860	-460	-60	-60
Refinansiering, 65 %			367		196		1086	
Utgående kontantoverskudd	241	269	201	428	548	665	87	85

Tabell 24: NPRO, estimat for kontantbeholdning med 65 % refinansiering av banklån og salg av eiendeler. I appendiks M.B finnes begrunnelse for estimer.

Salg av eiendommer er en mulig løsning for Norwegian Property sine finansielle problemer. Ved refinansiering av 65 % av betalingsforpliktelsene må eiendommer for om lag 2,5 milliarder NOK selges, se tabellen over. I dette estimatet er inntjeningen redusert som følge av salg av eiendommer. Om kjøpsforpliktelsen på de danske hotellene blir utøvet allerede tidlig i 2010 vil det kreves om lag 200 MNOK i egenkapital for finansiering og ytterligere 1 milliard NOK i solgt eiendom.

Refinansieringsgrad	Nødvendig salgssum
100 %	-1956
95 %	-1327
90 %	-698
85 %	-68
80 %	561
75 %	1190
70 %	1819
65 %	2448
60 %	3077
55 %	3707
50 %	4336

Total salgssum er sensitivt i forhold til hvor mye av betalingsforpliktelsene NPRO faktisk får refinansiert

Tabell 25: NPRO, sensitivitetsanalyse for nødvendig salgssum.

gjennom banklån. Ved en refinansieringsgrad på 85 % vil NPRO sannsynligvis kunne unngå salg av eiendom.

Salg av eiendommer er ingen enkel løsning i dagens markedssituasjon. Eiendomsmarkedet går svært tregt og det kan bli vanskelig for selskapet å få solgt eiendommene i tide, spesielt til en ønskelig pris. Med en klar strategi om å selge unna eiendommer for å kvitte seg med finansielle problemer kan dette også påvirke markedet og sette NPRO i en dårlig forhandlingssituasjon ovenfor potensielle kjøpere.

Et salg av eiendeler vil derimot være fordelaktig med tanke på selskapets covenants.

Sale-Leaseback

Ved å selge eiendommer i dette markedet kan NPRO få dårlige priser for det de oppfatter er mer verdifulle eiendommer. En sale-leaseback med gjenkjøpsavtale kan derfor være en mulighet. På den annen side vil NPRO sannsynligvis måtte akseptere en lav pris ved salg og en høyere pris ved tilbakekjøp. Fordelen er at selskapet beholder eiendommen, men frigjør kapital til refinansiering av gjelden som forfaller.

Problemet med dette er hovedsakelig IRC covenanten. En sale-leaseback vil ikke bidra til lavere gjeldsandel.⁵⁴ Rentekostnadene totalt sett vil derimot bli større på grunn av normalt høyere rentekostnader i sale-leasebackavtaler.

Andre tiltak

En utbyttebetaling vil foreverre likviditeten i selskapet ytterligere og samtidig redusere egenkapitalandelen. Utbyttebetaling bør derfor utsettes inntil en langsiktig og god finansiell plan er på plass. Dette er også i samsvar med styrets anbefaling etter 2008.

Norwegian Property har en gjennomsnittlig innbetalingstid på sine fakturaer på 30-40 dager. Ved å redusere kredittiden med 10 dager vil NPRO frigjøre en engangskontantstrøm på ca. 40 MNOK.

⁵⁴ Finansiell leasing må oppføres i regnskapet som gjeld.

Å selge rettighetene på forfalte faktura eller å ta opp kreditt med pant i kundefordringene kan gi selskapet en engangskontantstrøm som kan bidra til finansieringen av kommende betalingsforpliktelser. NPRO har solide leietakere på sin næringseiendom og betingelsene for slike tjenester bør derfor ikke bli veldig dårlige. Et annet spørsmål er om dette er overens med andre kredittavtaler selskapet har. Får selskapet kreditt i eller solgt halvparten av kundefordringene vil dette kunne gi en engangsbetaling på over 80 MNOK i kontanter. Dette tilsvarer netto kontantstrømmen ved salg av eiendommer for 400 MNOK, etter tilbakebetaling av gjeld.

9.4. KONKLUSJON

Norwegian Property får en god kontantstrøm fra drift og vil i utgangspunktet kunne betjene en høy gjeld på sine eiendommer. Problemet er at mye gjeld forfaller innenfor et kort tidsintervall. Denne må refinansieres i et vanskelig finans- og realøkonomisk marked hvor eiendom sliter spesielt.

Norwegian Property bør benytte bankfinansiering til å dekke opp for noe av betalingsforpliktelsene som forfaller. De vil trolig ikke ha mulighet til å dekke opp hele kapitalbehovet ved hjelp av banklån. Både på grunn av den vanskelige tilgang på bankfinansiering, men også fordi man ikke må risikere brudd på covenants i andre låneavtaler.

Selskapet vil ikke klare å dekke inn det resterende kapitalbehovet ved internfinansiering gjennom drift. Det vil derfor være behov for enten å hente inn ekstern egenkapital eller å selge unna eiendommer.

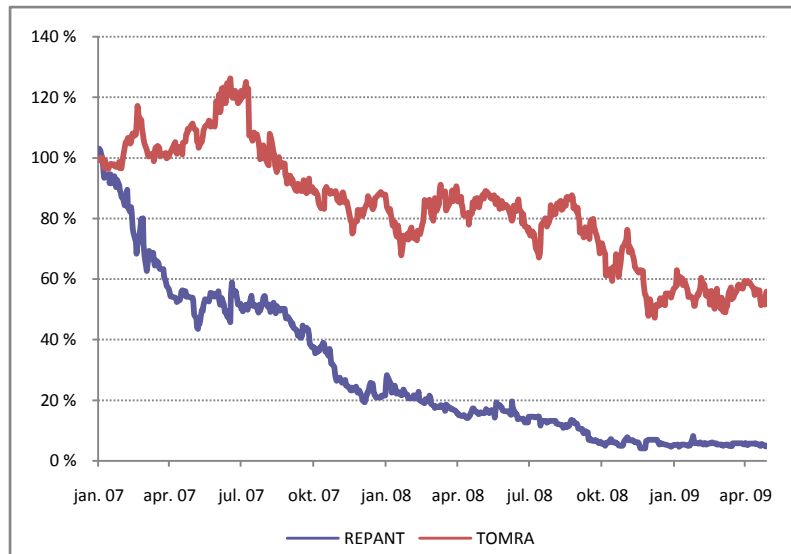
NPRO bør selge eiendommer. Hvor mye som må selges avhenger mye av i hvor stor grad betalingsforpliktelsene blir refinansiert med ny gjeld og rentenivået med tanke på covenants. I februar 2009 fikk selskapet solgt to eiendommer til priser over bokført verdi. De virkelige likviditetsproblemene kommer ikke før i oktober 2010 og det er derfor fremdeles tid til å foreta salg av eiendommer.

Selskapet bør også skaffe seg kortsiktig likviditet der hvor det er mulig. Dette kan gjøres gjennom fakturasalg eller bruk av factoring. Å kutte utbytte er en klar nødvendighet for selskapet de førstkommende årene.

Det er scenarioer som kan kreve en emisjon. Næringseiendomsmarkedet kan være så vanskelig at salg ikke lar seg gjøre. Rentenivået kan igjen stige slik at kontantstrømmen internt blir svakere, eller de får lavere refinansieringsgrad på sine forpliktelser enn forespeilet. Utøvelse av kjøpsforpliktelsen kan også være med på å tvinge frem en emisjon. Det kan bli nødvendig med en emisjon selv om dette kan føre til store tap for dagens aksjonærer.

10. CASE: REPANT

Repants (REPANT) markedsverdi på egenkapitalen falt fra over 200 MNOK ved inngangen til 2007 til nærmere 30 MNOK ved slutten av 2008. Som følge av svak omsetning og utsettelse av nye produkter har Repant hatt en negativ kontantstrøm fra drift over en lengre periode. Det eksisterer heller ingen langsiktig løsning på selskapets finansiering.



Figur 36: REPANT, aksjekurs mot sammenlignbart selskap. (Oslo Børs)

Det har blitt foretatt flere egenkapitalemisjoner, men kapitalen har i stor grad blitt brukt opp og selskapet har en negativ kontantbeholdning i form av kassekreditt.

10.1. SELSKAPET

Repant ASA opererer med håndtering av drikkevareemballasje som er pålagt pant. Selskapet har en egen forskning- og utvikling avdeling (FoU) hvor nye pantesystemer utvikles, i tillegg driver Repant med produksjon, salg og vedlikehold av disse systemene. Repants viktigste markeder er Skandinavia og Tyskland, i tillegg satses det på flere andre europeiske land. Våren 2009 kjøpte selskapet opp det finske Bevesys⁵⁵ som opererer innenfor samme bransje. Dette gav en noe mer diversifisert produktportefølje, samt innpass til nye markeder.⁵⁶ Lanseringen av den nye, men utsatte, pantemaskinen COSMOS er trolig selskapets viktigste verdidriver.

Inntjening og utsikter

Selskapets omsetning har de siste årene vært for lav til å kunne selvfinansiere drift. Omsetningen for 2008 var på 20,8 MNOK, mens det var et EBITDA-underskudd på -42,1 MNOK. Foruten kostnaden ved

⁵⁵ Oppkjøpet vil skje ved utstedelse av 26.455.968 nye aksjer i Repant ASA til en kurs 0,65 NOK og kontantvederlag på 2,21 MNOK.

⁵⁶ Selskapet dekker nå Norge, Sverige, Danmark, Tyskland, Polen, Storbritannia, Frankrike, Estland, Romania, Latvia og Litauen gjennom Repants distribusjonsavtaler. Gjennom Bevesys fås tilgang til Finland, Østerrike, Tsjekkia, Kroatia, Ungarn, Slovenia, Nederland og Slovakia.

de solgte varene og lønnskostnader har selskapet store kostnader relatert til forskning og utvikling, som utgjorde over 30 MNOK over de siste to årene. Salgsstart av den nyutviklede pantemaskinen COSMOS har vært utsatt i et år. Selskapet har derfor ikke fått den økningen i omsetningen de hadde sett for seg ved begynnelsen av 2008.

Alle tall i MNOK	2008	2007
Inntekter	20,8	26,8
Kostnad solgte varer	-16,0	-18,1
Lønnskostnader	-19,8	-21,6
Andre driftskostnader	-27,2	-34,5
EBITDA	-42,1	-47,5

Tabell 26: REPANT, EBITDA.

Som distributør av pantemaskinger selger selskapet sine produkter til dagligvarebutikker og –kjeder. Denne bransjen er normalt ikke særlig konjunkturavhengig og salget til Repant bør derfor ikke bli påvirket av finanskrisen i stor grad. Likevel vil trolig investeringsaktiviteten i denne bransjen være avventende og reduseres, og salget til Repant kan bli påvirket. Fra bedriftsundersøkelsen beskrives en klar nedgang i investeringer og bransjen for konsumvarer skiller seg ikke positivt ut (*Tabell 18*).

Bransjeutsiktene er på lengre sikt likevel gode. Få land har utbredte pantesystemer, til tross for den gode effekten det har på miljøet. Det kan ta tid før mange land tar i bruk slike systemer, men en økning er likevel naturlig. I Tyskland ble det innført pant på engangsemballasje så sent som i 2006 og det forventes en videre økning i salg i dette markedet.⁵⁷

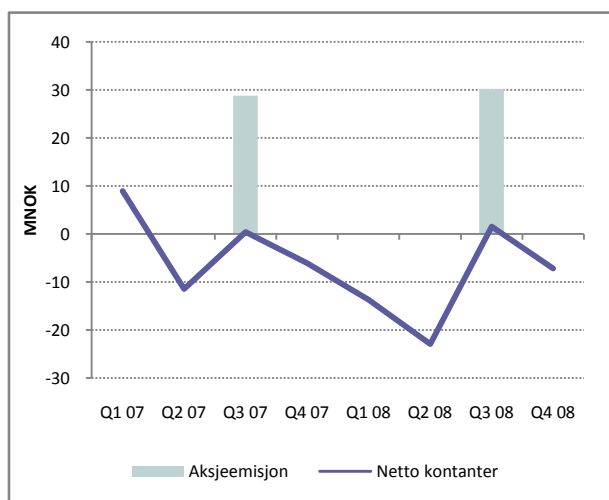
Den nyutviklede og moderne panteautomaten COSMOS kom for salg i Norge våren 2009 og vil fortløpende bli lansert i andre land. Resultater fra salg av denne automaten forventes i hovedsak å komme i siste halvdel av året, ifølge selskapet selv. Oppkjøpet av Bevesys vil også bidra til økt omsetning for konsernet.

Kapitalstruktur

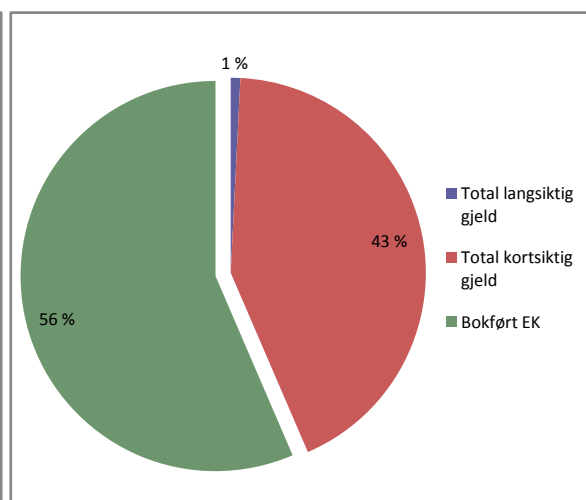
Selskapet har foretatt flere aksjeemisjoner de siste årene og er i stor grad finansiert gjennom egenkapital som utgjorde 56 % av de bokførte verdiene ved inngangen til 2009. Selskapet har

⁵⁷ Tomra

imidlertid aktivert store deler av deres FoU, som derfor er balanseført som immaterielle eiendeler. Sees denne bort i fra faller bokført egenkapital til under 30 %.



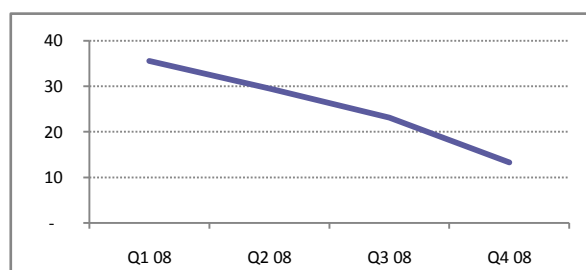
Figur 37: REPANT, netto kontantbeholdning.



Figur 38: REPANT, bokført kapitalstruktur per 31.12.2008.

Selskapet har ingen langsiktig gjeld, men benytter i stor grad kortsiktig gjeld som finansieringskilde. I hovedsak gjelder dette kassekreditt som utgjorde om lag 12 MNOK av total gjeld på 20 MNOK. Selskapet har en ytterligere ramme på kassekreditten på 8 MNOK, men avtalen utløper i slutten av september 2009.

Kontantbeholdningen og kassekreditten blir benyttet til å finansiere den daglige driften og investeringene i blant annet FoU. En betydelig reduksjon i arbeidskapital gjennom 2008 har også bidratt til å finansiere driften.



Figur 39: REPANT, arbeidskapital.

Gerald Engström kontrollerer gjennom Färna Invest AB og Systemari AB per 31.12.2008 over 40 % av aksjene i selskapet og har bidratt med mye kapital til selskapet. Färna Invest har også stilt sikkerhet for selskapets kassekreditt, med pant i varelageret.

10.2. HOVEDUTFORDRINGER OG BESLUTNINGSKRITERIER

Hovedutfordringen til Repant kommer av negativ kontantstrøm over lang tid. Uten forbedringer i salget vil ikke selskapet kunne overleve på sikt. Repant har imidlertid et lovende produkt i den nye

pantemaskinen COSMOS som forventes å kunne gi gode inntekter. Lanseringen av maskinen har imidlertid tatt tid og det er usikkert når den vil begynne å generere en positiv kontantstrøm. Selskapet har ingen langsiktig finansieringsplan for å dekke opp et underskudd i lengre tid fremover og er avhengige av en snarlig suksess for COSMOS for å unngå finansielle problemer.

Alle tall i MNOK	Q1 09	Q2 09	Q3 09	Q4 09
Netto kontanter, IB	-7,2	-14,2	-22,8	-27,8
Inntekter	6,0	6,0	6,0	6,0
Kostnad solgte varer	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Lønnskostnader	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Andre driftskostnader	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
EBITDA	-7,0	-7,0	-7,0	-7,0
Bidrag Bevesys	N/A	-1,5	2,0	2,0
Netto kontanter, UB	-14,2	-22,8	-27,8	-32,8

Tabell 27: REPANT, prediksjon for kontantoverskudd. Detaljer om estimat finnes i appendiks N.B.

Dersom salget til selskapet forblir på samme nivå som de seneste årene viser prediksjonen av kontantoverskuddet for Repant brudd på rammen på kassekreditten allerede ved slutten av andre kvartal 2009. Her er ingen inntekter i forbindelse med lansering av COSMOS tatt med siden det er usikkert om salget vil generere særlig med inntekter allerede i 2009 og i så fall når de vil komme. Hvor viktig det er med en suksessfull lansering vil således også bli illustrert. Repant bør ha en plan for hvordan å overleve finansielt inntil COSMOS begynner å bidra med kontantstrøm. Et nøyaktig kapitalbehov er vanskelig å spesifisere, men selskapet bør hente om lag 20 MNOK i fri kapital for å få en større handlefrihet og en mindre presset situasjon.

Avtalene på kassekreditten utløper 30.09.2009 og må tilbakebetales om ikke ny avtale inngås. Reforhandling og videreføring av avtalen vil være viktig for selskapet og videre drift.

10.3. MULIGE BESLUTNINGER

Langsiktig finansiering.

Repant bør vurdere mulighetene for å få en mer langsiktig finansieringsplan. En sikrere finansieringssituasjon vil gjøre selskapet bedre forberedt på en eventuell ny utsettelse av COSMOS. I tillegg kan det bidra med økt trygghet også for kundene som ofte inngår serviceavtaler på maskinene.

Ved mer tryggere finansiering vil kunder føle seg sikrere på leveransen, slik at ikke andre leverandører blir foretrukket.

Gjeld

Ved inngangen til 2009 har Repant ingen langsiktig gjeld. Selskapets langsiktige eiendeler består hovedsakelig av balanseført FoU og få materielle eiendeler. Repant har således få pantemuligheter. I tillegg er det usikkerhet rundt fremtidig salg av COSMOS og selskapet har sannsynligvis en alt for svak kontantstrøm til å kunne betjene noe gjeld. Dersom lanseringen av COSMOS blir en suksess vil det kanskje senere være enklere å ta opp gjeld. Ved å sammenligne med Tomra ASA kan det likevel vise seg vanskelig å få banklån. Tomra er et diversifisert selskap i samme bransje med en sikrere og større kontantstrøm, likevel har de bare litt over 15 % av sin total kapital finansiert med langsiktig gjeld. Dermed er det trolig vanskelig også for Repant å få langsiktige banklån.

Bruk av obligasjoner kan være en mulighet til å finne mer risikovillige gjeldsinvestorer. Sett i lys av selskapets kapitalbehov og risiko vil kanskje eksterne investorer imidlertid heller foretrekke en egenkapitalemisjon. Risikoen vil ikke være betydelig større ved en egenkapitalemisjon gitt selskapets situasjon, mens oppsiden ikke blir begrenset. En mulighet er derfor å benytte konvertible obligasjoner, noe selskapet tidligere har gjort for å hente 18 MNOK.

Egenkapitalemisjon

En ny egenkapitalemisjon vil føre frie midler inn i driften og muligheten til å kunne nedbetale kassekreditten selskapet har opparbeidet seg. Gjøres dette vil det kanskje også være enklere å kunne reforhandle en ny avtale angående kassekreditten. Ledelsen i selskapet har allerede en fullmakt til å kunne gjennomføre en emisjon, som blir ansett som sannsynlig å gjennomføre i løpet av 2009.

Repant har foretatt to egenkapitalemisjoner de siste to årene, begge på om lag 30 MNOK. Selv om dette ble gjort i bedre økonomiske tider indikerer det en mulighet for gjentakelse. Det kan imidlertid stilles spørsmålsteget ved hvor enkelt en emisjon er å gjennomføre. Ved emisjonen i tredje kvartal 2008 måtte Färna Invest overta flere aksjer enn ønsket ettersom selskapet fullgaranterte emisjonen

og det var dårlig interesse fra andre investorer.⁵⁸ Dersom denne store eieren ikke ønsker økt eierskap kan en emisjon bli vanskelig. Selskapet har lav omsettelighet på børsen og om en investor ønsker eksponering mot bransjen fremstår kanskje Tomra som et sikrere alternativ.

Offentlig finansiering

Repant bør undersøke mulighetene for å få til en finansieringsavtale via en offentlig institusjon. Selskapet bør passe godt inn i Innovasjon Norge sin profil. Bedriften er relativt liten med gode vekstmuligheter. I tillegg er lønnsomhetspotensialet stort, men den svake inntjeningen i dag vil gjøre annen finansiering vanskelig. Samtidig kan bedriftens samfunnsansvar og miljøbidrag være svært positivt for mulighetene for å få offentlig finansieringsstøtte.

Kortsiktige likvidetskilder

Det kan være vanskelig og tidkrevende å få på plass en mer langsiktig finansieringsplan for selskapet. Faren for likvidetsproblemer er imidlertid tilstede og Repant bør skaffe likviditet der hvor det er mulig.

Kredittfasiliteter

Repant har en stor kassekreditt som er svært viktig for selskapets daglige drift. Når avtalen utløper i september 2009 er det usikkert om selskapet får reforhandlet avtalen til samme vilkår. Dersom ikke salget av COSMOS for alvor har begynt vil det trolig være en viktig faktor om Färna Invest igjen stiller sikkerhet. Gjør ikke investoren det vil banken ha få insentiver til å inngå en ny risikabel avtale siden dagens er garantert tilbakebetalt av Färna Invest. Banken vil trolig være skeptisk til å stille kreditt med direkte sikkerhet i varelageret, siden dette har lite verdi for banken og er vanskelig å videreselge uten et stabilt selskap som kan utføre service og lignende.

Ved bruk av factoring kan selskapet ta opp kreditt ved å stille kundefordringene som sikkerhet. Dette vil trolig kunne sikre selskapet en noe større total kredittlinje og økt sikkerhetsmargin frem til positiv kontantstrøm er nødvendig. Effekten kan imidlertid se ut til å bli liten da kundefordringene har blitt redusert fra 22 MNOK til 4 MNOK i løpet av de siste 9 månedene i 2008. Dersom salget igjen

⁵⁸ NA24.no

begynner å ta seg opp, men likviditetssituasjonen i selskapet begynner å bli prekær kan et hurtig salg av fakturaene være en løsning.

Arbeidskapital

Repant har allerede redusert arbeidskapitalen mye gjennom 2008. En ytterligere reduksjon kan derfor bli vanskelig, ettersom kundefordringene er lave. I tillegg er varelageret også redusert, men dette skyldes mye nedskrivninger av gamle pantemaskiner, som ikke gir en kontanteffekt. Produksjon for lager bør derfor unngås i fremtiden, i den grad det ikke skaper problemer for salg.

En reduksjon av netto arbeidskapital kan foregå ved å øke leverandørgjelden, noe enkelte bedrifter har forsøkt å gjøre som følge av finanskrisen. Dette er ingen ønsket løsning da det kan få følger for fremtidig innkjøpsmuligheter og priser som igjen kan gå ut over selskapets salg. Undersøkelsen viser også at leverandører kutter i sin kreditt til kunder, denne muligheten vil trolig være begrenset (*Tabell 11*). Om situasjonen blir veldig vanskelig kan det likevel selskapet forsøke å utsette leverandørbetalingen noe.

Sparetiltak for å øke EBITDA

Repant er foreløpig i en situasjon hvor den store negative kontantstrømmen gjør alle finansieringsmuligheter mye vanskeligere. Inntil selskapet får økt omsetningen i særlig grad bør de utføre spesielle tiltak som øker kontantstrømmen fra drift der hvor det er mulig.

Antall ansatte

Mange bedrifter har kuttet i antall ansatte som følge av finanskrisen, i følge analysen av undersøkelsen. Repant er blant de som har iverksatt slike tiltak. Repant sin lønnskostnad har de siste to årene ligget opp mot 90 % av inntektene, for Tomra er det samme forholdet på under 30 %. Selv om selskapet er i to helt ulike posisjoner kan dette tyde på muligheter for ytterligere restrukturering. Oppkjøpet av Bevesys kan blant annet gi muligheter for effektivisering av administrasjonen i selskapene da flere stillinger nå trolig overlapper hverandre.

Kutte i Forskning og Utvikling

I denne bransjen er det viktig å ha innovative løsninger og best mulig teknologi på løsningene sine og FoU er derfor viktig. Repant er imidlertid nærmest ferdig med utviklingen av den nye pantemaskinen COSMOS og andre resultater fra videre forskning og utvikling vil trolig ligge flere år frem i tid. Det kan derfor være en mulighet, inntil salget av COSMOS tar seg opp og selskapet får en stabil kontantstrøm, å redusere FoU-kostnadene.

10.4. KONKLUSJON

Repant ASA er svært avhengig av lanseringen av deres nye pantemaskin COSMOS. Størrelsen og tidspunktet på ordreinngangen vil være avgjørende for hva selskapet kan og bør gjøre med sin finansieringsstrategi.

Blir produktet raskt en suksess og selskapet oppnår en mer stabil kontantstrøm kan det være mulig å få noe langsiktig gjeldsfinansiering, i tillegg vil refinansiering av kassekreditten trolig bli mindre problematisk.

Dersom kontantstrømmen ikke bedres i særlig grad vil selskapet høyst trolig måtte gjennomføre en emisjon. Dette kan imidlertid bli noe vanskelig dersom det ikke kan vises til bedre utvikling for selskapets produkter. Hjelp fra den svenske storeieren kan da bli nødvendig.

Selskapet bør også kutte kostnader der hvor det er mulig for å bedre sin finansielle situasjon.

11. CASE: SEVAN MARINE

Sevan Marines (SEVAN) aksjekurs falt fra 85 NOK april 2008 til 5,5 NOK 1.4.2009. Selskapet er i en ekspansjonsfase med negativ kontantstrøm fra drift og negative resultater. I tillegg har selskapet store problemer med å få finansiert to drillrigger, som er under konstruksjon.



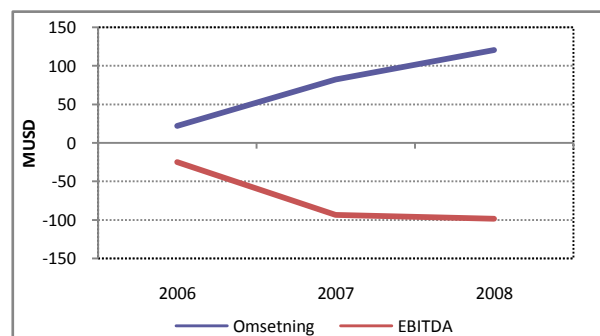
Figur 40: SEVAN, aksjekursutvikling. (Oslo Børs)

11.1. SELSKAPET

Sevan Marine er et selskap som designer, eier og operer flytende produksjonsenheter for offshore olje- og gassvirksomhet. Selskapet er kanskje mest kjent for å ha utviklet en ny sylindereformet plattformtype. Hovedfokus i selskapet er produksjon og boring. Selskapet er organisert i fire forretningssegmenter: Floating Production (FPSO), Topside and Process Technology (TPT)⁵⁹, Drilling og Corporate. Selskapet har 3 FPSOer i drift, samt 1 lisensiert ut og 2 under bygging. FPSOene under konstruksjon mangler endelig avtale med kunde og vil ikke fullføres før dette er på plass. Selskapet har en borerigg, Sevan Driller, som vil være i drift fra og med Q3 2009. Sevan har også to borerigger under konstruksjon. Riggene har kontrakter når de eventuelt blir ferdig, men foreløpig mangler Sevan finansiering for å ferdigstille drillriggene. Aktivitetene innenfor Corporate avdelingen er relatert til generell administrasjon og marketing aktiviteter i forbindelse med aktiviteter i de operasjonelle avdelingene.

Inntjening og utsikter

Selskapets omsetning har vært jevnt stigende de siste årene. Dette skyldes hovedsakelig flere rigger i drift. Likevel har resultatene hatt en negativ utvikling. Dette skyldes i stor grad høye kostnader ved oppstart og drift av plattformene. Det har også vært store kostnadsoverskridelser. I



Figur 41: SEVAN, omsetning og EBITDA.

⁵⁹ Består av eierskap i deler av Kanfa AS, Kanfa-Tec AS, Kanfa Aragon AS and Mator AS.

2008 genererte ikke drilling-avdelingen noen inntekter, men vil utover i 2009 generere inntekter for Sevan som følge av at Sevan Driller starter boring. Majoriteten av de operasjonelle inntektene er fra FPSO (64 MUSD) og TPT (40 MUSD) segmentene.

Selskapets inntekter er basert på relativt lange kontrakter med kunder. Inntjeningen fra kontraktene er ofte basert på den faktiske produksjonen til enheten eller en spesifisert leiepris. Mange av kontraktene er ikke påbegynt enda, men grunnet flere rigger i drift forventes inntekter å øke de neste årene. Det er likevel noe usikkerhet rundt hvordan inntektene blir fremover ettersom det er usikkert om de to boreriggene, Sevan Driller II og III blir finansiert og ferdigstilt.

Enhet	Klient	Kontraktslengde	Start
FPSO Sevan Piranema	Petrobas	11*	Q1 2005
FPSO Sevan Hummingbird	Venture Production	2,5*	Q3 2008
FPSO Sevan Voyageur	Premier Oil and Gas	5*	Estimert Q2 2009
Sevan Driller	Petrobas	6	Estimert Q3 2009
Sevan Driller II (ikke fullfinansiert)	Oil and NG. Corp. Ltd.	3	Estimert Q1 2011
Sevan Driller III (ikke fullfinansiert)	Petrobas	6	Estimert Q2 2012

Tabell 28: SEVAN, oversikt over kontrakter. *indikerer at kunden har opsjon på videre drift utover den initiale kontraktsperioden.

Kostnadene til selskapet vil variere betydelig. Hoveddriverne til kostnadene er utvikling- og driftskostnader samt rentekostnader. Eksempelvis påløpte det 60,8 MUSD for installasjon og mobilisering av FPSO Sevan Hummingbird.

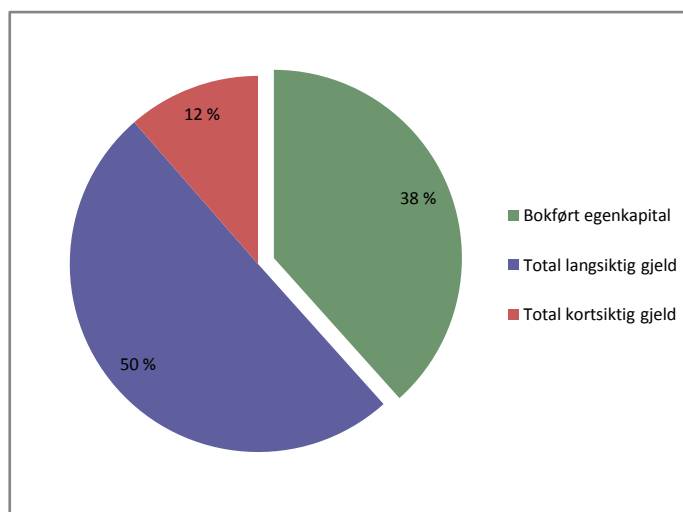
Alle tall i MUSD	2008	2007
EBITDA	-99	-93
Kontantstrøm	-172	-86
Kortsiktige eiendeler/total rentebærende gjeld	10 %	33 %
EK-andel, markedsverdi	55 %	94 %
EK-andel, bokført	38 %	38 %

Tabell 29: SEVAN, nøkkeltall.

Kapitalstruktur

Selskapet har en betydelig bokført egenkapital. Selskapet er kapitalintensivt, hovedsakelig relatert til eiendeler i rigger, og eiendelene har en bokført verdi på 1.514 MUSD per 31.12.2008.

For å finansiere eiendelene er midler hovedsakelig hentet eksternt ettersom kontantstrøm fra drift er svak. I 2008 utstedte selskapet aksjer til en verdi av 237,5 MUSD.⁶⁰ Selv med betydelige egenkapitalsemisjoner er også store deler av selskapet finansiert med bruk av gjeld. Gjelden består av banklån og obligasjonsgjeld. Bankgjelden utgjør ca. 300 MUSD og obligasjonsgjelden utgjør nærmere 700 MUSD, hvorav om lag 1/3



Figur 42: SEVAN, kapitalstruktur per 31.12.2008

er nominert i NOK. Det meste av gjelden er langsiktig, men selskapet har også 220 MUSD kortsiktig gjeld. Sevan har i tillegg en uttrukket kredittlinje på 94 MUSD og en kontantbeholdning på ca. 50 MUSD per 31.12.2008.

	NOK	USD
Bank, FPSO Sevan Voyageur		4,6 % i 2008
Bank, Sevan Driller		5,29 % i 2008
Obligasjoner, Sevan Driller 1000 MNOK	NIBOR + 5 % ^{CD}	
Obligasjoner, FPSO Sevan Voyageur, 870 MNOK	NIBOR+ 5,5 % ^{CD}	
Obligasjoner, Sevan Hummingbird, 140 MUSD		Fast rente: 9,25 % ^{CD}
Obligasjoner, FPSO Sevan Piranmena, 270 MUSD		LIBOR + 3 % ^{CD}

Tabell 30: SEVAN, renter på gjeld. ^{CD} betyr at lånet er konvertibelt til egenkapital.

11.2. HOVEDUTFORDRINGER OG BESLUTNINGSKRITERIER

Som følge av vanskelige finansmarkeder har Sevan hatt store utfordringer det siste året. Selv om Sevan har kontrakter og forpliktet seg til levering av to borerigger har selskapet ikke nødvendig finansiering for ferdigstillelse av riggene. Sevan mangler også kontrakter og finansiering for to FPSOer.

⁶⁰ Minus 6 MUSD i direkte kostnader.

Først og fremst bør Sevan sikre seg finansiering av drillriggene ettersom det påløper en straffekostnad dersom Sevan ikke klarer å tilfredsstille kontraktsbetingelsene. Straffekostnaden utgjør 70 MUSD, hvorav 22 MUSD allerede er betalt. Deretter bør selskapet jobbe for å skaffe kontrakter og finansiering til de to nye FPSOene. I tillegg vil fullføring av kontraktene være av betydning for fremtidige kontrakter. Dersom Sevan ikke klarer å levere kan omdømmet bli svekket.

Selv om ikke Sevan Driller II og III fullføres estimeres nødvendig kapital for drift til å være minimum 125-150 MUSD, inkludert arbeidskapital på 75-100 MUSD. I tillegg må kunder kompenseres ved kontraktsbrudd med 48 MUSD. Selskapet har per 31.12.2008 en kontantbeholdning på ca 50 MUSD i tillegg til kredittlinjer på 94 MUSD.

Sevan Driller II har en kontrakt på 3 år med ONGC i India og Sevan Driller III har en på 6 år for Petrobras i Brasil. Før finansiering er på plass vil ikke Sevan betale videre på kjøpesummen for disse riggene. Sevan ser for seg at følgende kriterier må tilfredsstilles for å fullfinansiere drillriggene:

- Det må sikres en lengre kontrakt med ONGC og et års utsettelse for leveranse av Sevan Driller II
- Redusere egenkapitalkravet (300 MUSD) og utsette egenkapitalbetalinger under konstruksjonsfasen
- Redusere kostnad for fullføring til 650 MUSD for hver av de to enhetene.
- Hente nødvendig kapital i Sevan Drilling.

Kapitalkravene for å fullføre Sevan Driller II og III er estimert til å være 1.300-1.400 MUSD. Av disse skal 300 MUSD være egenkapital. Per i dag har selskapet midler gjennom kontantbeholdning og kredittlinjer som trolig vil tilfredsstille minimumskravene for drift. Utover dette har ikke Sevan mye likvide midler. De 300 MUSD må derfor skaffes gjennom kontantstrøm fra drift eller andre finansielle aktiviteter.

FPSOene uten kontrakt anslås å være klar til produksjon 18 måneder etter kontrakt er underskrevet og finansiering er på plass. Sevan vil imidlertid prioritere drillriggene, men vil også forsøke å gjennomføre utbygging av FPSOene på sikt. Finansiering vil også her være et problem. I tillegg har kunder kuttet i budsjetter til leteboring noe som vil vanskeliggjøre nye kontrakter, ifølge Sevan.

Beslutninger bør sikre finansiering av pågående operasjoner og de to drillriggene. For å sikre seg den langsiktige finansieringen av disse må likviditetssituasjonen bedres. Det kreves betydelig egenkapital for å gjennomføre bygging av de to riggene. I tillegg bør selskapet også bedre den kortsiktige likviditeten som må til for å opprettholde normal drift av andre operasjoner.

11.3. MULIGE BESLUTNINGER

Selv om inntektene og kontantstrømmen fra drift vil bedres den kommende tiden som følge av flere rigger i drift, må ekstraordinære tiltak iverksettes for å sikre finansiering. Til slutt vil andre mindre tiltak foreslås for å bedre likviditetssituasjonen.

Muliggjøre finansiering av rigger

For å finansiere Sevan Driller II og III er Sevan avhengig av ekstern gjeldsfinansiering. For å sikre seg dette trenger Sevan blant annet betydelig egenkapital. Kraftfulle tiltak må iverksettes og de mest aktuelle midlene vil være å selge eiendeler og hente kapital fra det eksterne egenkapitalsmarkedet.

Gjeldsfinansiering

Aktuelle finansieringsmetoder er bank- og obligasjonsfinansiering. Med bakgrunn i beskrivelsen av forholdene i bankene og deres holdning til store lån vil trolig obligasjonsfinansiering være den mest aktuelle finansieringsmåten. Et annet sentralt moment som kan bidra til vanskeligere tilgang til bankfinansiering er økte egenkapitalkrav for bankfinansiering.

Obligasjonsfinansiering er også mindre tilgjengelig etter finanskrisen og vil også by på vanskeligheter. I tillegg vil kostnaden være betydelig. Vanligvis spesifiseres slike kontrakter med rentemargin over markedsrenten. Sevan har uttrykt ønske om å ta opp gjeld til faste renter for å redusere renteendingsrisiko. Slike avtaler er sjeldent mulig å få til for slike investeringer og selskapet bør ved ny gjeld bruke renteswaper for å redusere konsekvensene av renteendringer. Gjelden bør tas opp i dollar ettersom inntektene vil komme i form av dollar. Dette vil redusere valutarisikoen til selskapet. Et annet alternativ er å låne i norske kroner for deretter å redusere valutarisiko ved bruk av derivater. Med bakgrunn i risikoprofilen i selskapet og forholdene i markedet må Sevan trolig akseptere en betydelig rentemargin.

Andre årsaker som kan forklare problemer med finansiering er med bakgrunn i funn fra tidligere analyse. Motpartsrisiko er nevnt som en faktor for dårligere tilgang på finansiering. Dette oppstår når kundene står i fare for å ikke opprettholde betalingsforpliktelsene i kontraktene. En annen årsak er problemer med å finansiere store investeringer. Dette gjelder spesielt i forbindelse med bankfinansiering. I tillegg kan problemer med gjeldsoverheng oppstå i dette tilfellet. Som følge av at tidligere gjeld har senioritet kan verdien av ny gjeld være mindre.

Salg av eiendeler og sale-leaseback

Dersom selskapet i utgangspunktet ønsker å bruke eiendelen, men trenger kontantene vil sale-leaseback være et alternativ. Sale-leaseback vil være mulig å gjøre på en av de fullførte riggene. Dette er en løsning som også selskapet selv foreslår. På denne måten vil Sevan frigjøre midler og samtidig fortsette produksjon. De frigjorte midlene kan brukes til drift og finansiering av de to drillriggene, Sevan Driller II og III.

En annen mulighet er å selge eiendeler for å bedre likviditeten. Dette kan gjøres på rigger eller annet produksjonsutstyr. I tillegg kan selskapet forsøke å selge deler av eierskapet i TPT avdelingen.

Selv om salg eller sale-leaseback kan medføre kostnader kan det likevel være lønnsomt dersom det kan bidra til finansiering av de to boreriggene. Dette fordi straffekostnaden på nesten 50 MUSD vil påløpe dersom kontraktene ikke fullføres.

Selskapet har i rapporter indikert interesse fra investorer i forbindelse med salg av eiendeler eller sale-leaseback. Selv om ingenting er kontraktført tror Sevan at salg kan gjøres til bokført verdi.

Salg av eiendeler, eller sale-leaseback vil være en veldig aktuell løsning for Sevan. Dette fordi et salg vil bety en betydelig bedring i likviditetssituasjonen. Et salg av en rigg vil trolig gi Sevan 100-300 MUSD avhengig av rigg og hvilken avtale Sevan klarer å få til.

Ekstern egenkapital

Sevan Marine hentet 237 MUSD fra egenkapitalmarkedet i 2008 og 322 MUSD i 2007. På tross av kraftige fall i aksjeprisen vil Sevan ha mulighet til å hente betydelige beløp i aksjemarkedene. Dette vil imidlertid føre til noe utvanning av eksisterende aksjonærer, men kan også være fornuftig ettersom det kan muliggjøre finansiering av de to drillriggene. Med bakgrunn i tidligere emisjonsbeløp og lavere markedsverdi, ca 170 MUSD per 1.4.2009, vil trolig ikke emisjonsbeløp være nok til å tilfredsstillende nødvendig kapital for de to riggene som krever rundt 300 MUSD, og andre tiltak må trolig iverksettes i sammenheng med en eventuell emisjon.

Sevan har også selv fokusert på alternative løsninger. Dette skyldes hovedsaklig lavere potensielt emisjonsbeløp som følge av lavere markedsverdi og det vanskelige egenkapitalsmarkedet etter finanskrisen.

Bedre kortsiktig likviditet

Uavhengig av om Sevan får finansiert Sevan Driller II og III bør selskapet bedre likviditeten i selskapet. Den kanskje beste måten å få til det på er å redusere kredittiden i selskapet. I tillegg bør investeringer holdes på et minimum. Kun investeringer for å opprettholde nødvendig drift bør gjennomføres, slik situasjonen er i selskapet nå.

Factoring, kredittforsikring og reduksjon i kredittid

Sevan har allerede opplevd betalingsproblemer hos kunder. Før Premier Oil and Gas overtok som kunde for FPSO Sevan Voyageur gikk den forrige kunden Oilexo konkurs. Dette medførte nedskrivninger på 4 MUSD av kundefordringene. Totalt utgjør kundefordringene 22 MUSD ved utgangen av 2008. Innbetaling av kundefordringer tar en god del tid og over halvparten av kundefordringene har gått over tidsfristen, men de fleste innenfor 3 måneder over tiden. Likevel er kredittvurderingen til kundene god. Kunder, med kredittvurdering, har vurdering mellom BB og AA, majoriteten med vurdering AA. Av kunder, uten kredittvurdering, er hovedvekten av disse eksisterende kunder uten historiske konkurser. Det er derfor trolig gode muligheter til å ta opp kreditt med sikkerhet i kundefordringene.

En mer aktuell metode for å bedre likviditet i kundefordringer er å redusere den lange kredittiden til kundene. Kundene bruker lang tid fra fakturaer blir utstedt til de blir innbetalt og mange går over tidsfristen. Kundefordringer utgjør ca. 18 % av årlig omsetning i 2008. Ved reduksjon av kredittiden vil dette medføre kostnadsbesparelser og bedret likviditet. Bruk av factoring vil også kunne hjelpe med å redusere kredittiden og er noe Sevan bør vurdere.

Kutt i nye investeringer

I tiden fremover forventes ikke store investeringer i Sevan. Investeringer som gjennomføres vil bli relatert til eksisterende kontrakter. Investeringer utover dette anbefales ikke. Selskapet har også stoppet ytterligere betalinger på Sevan Driller II og III før de eventuelt blir fullfinansiert. Når det eventuelt er på plass vil betydelig investeringer i forbindelse med konstruksjon og oppstart påregnes. Med tiden vil også de to FPSOene uten kontrakt kreve investeringer dersom kontrakt og finansiering kommer på plass.

11.4. KONKLUSJON

Sevans hovedutfordringer er finansiering av Sevan Driller II og III. Det kreves betydelig kapital for å gjennomføre prosjektene, både intern og ekstern kapital. Dersom ikke kontraktene blir gjennomført fra Sevans side vil det påløpe ekstrakostnader på 48 MUSD. I tillegg har selskapet et stort kapitalbehov for å opprettholde drift av andre operasjoner.

For å sikre seg ekstern lånefinansiering til Sevan Driller II og III er Sevan nødt til å tilfredsstille visse betingelser. Den største utfordringen vil trolig være å bidra med opp mot 300 MUSD i egenkapital. Det er foreslått flere tiltak som sammen kan bidra til å muliggjøre dette. Det viktigste vil være salg av eiendeler, eventuelt sale-leaseback og egenkapitalsemisjon. Andre tiltak som kan iverksettes er factoring og kredittforsikring for å redusere kredittiden og redusere eventuelle tap på fordringer.

For å fullfinansiere de to drillriggene vil Sevan benytte seg av ekstern gjeldsfinansiering. Trolig vil dette emitteres gjennom obligasjonsfinansiering. For å få til dette må Sevan akseptere en høyere rentemargin enn på eksisterende gjeld.

12. TEORIDISKUSJON

Analysen av finanskrisens konsekvenser tyder på at bedrifters kapitalstruktur kan være relevant for en bedrifts inntjening og verdi. I denne delen kobles funn fra analysen opp mot teori om bedrifters kapitalstruktur. Utvalgte sentrale teorier innenfor temaet er valgt.

Miller & Modigliani danner fundamentet for mye av eksisterende teori om kapitalstruktur. Teorien omtaler bedrifters finansiering som irrelevant. Forutsetningene bak teoremet er viktig, og brudd på disse kan forklare finansieringens betydning. I Myers & Majlufs Pecking-Order teori og agentteori diskuteres brudd på forutsetninger i Miller & Modigliani.

12.1. MILLER & MODIGLIANI TEOREMENE

1. Teorem – Irrelevant finansiering

Miller & Modigliani teoremet (1958) omhandler bedrifters kapitalstruktur og dens relevans for bedrifters markedsverdi. Hvilke prosjekter en bedrift velger å gjennomføre og hvordan disse blir gjennomført av ledelsen og de ansatte, vil påvirke bedriftens markedsverdi. Finansieringen av prosjektene og bedriftene skal derimot ikke påvirke verdien av disse under gitte forutsetninger.

Miller & Modigliani sitt argument for irrelevant finansiering bygger på arbitrasjeteori der to identiske kontantstrømmer har identisk verdi.⁶¹ Utbetalingsprofilen ved kjøp av andeler i selskap som benytter ulik finansiering, men ellers er like, vil være den samme. Dermed skal også totalverdien være lik.

Miller & Modiglianis teorem om irrelevant finansiering bygger på flere ulike forutsetninger. De viktigste forutsetningene er:

- Nøytrale skatter
- Friksjonsfrie markeder
- Ingen konkurskostnader
- Symmetrisk informasjon
- Ingen agentkostnader

⁶¹ Forklaring på Miller & Modiglianis arbitrasjeargument finnes i appendiks J.A.

I et marked som forutsatt av Miller & Modigliani vil et selskap enkelt kunne hente ekstern egenkapital til å finansiere nye prosjekter eller til å nedbetale gjeld. Tilsvarende vil det være mulig å gjeldsfinansiere tilbakekjøp av aksjer. Dette vil ikke føre til noen kostnader for selskapet siden markedet er riktig priset og det ikke finnes transaksjonskostnader. Dersom ledelsen foretar seg uønskede endringer i selskapets kapitalstruktur, sett i forhold til investorens risikoaversjon, kan investorene enkelt nøytralisere dette i markedet.

3. Teorem – Irrelevant utbyttepolitikk

Ifølge Miller & Modiglianis 3. teorem vil investorenes form for avkastning være irrelevant for markedsverdien til selskapet. En investor vil være indifferent mellom avkastning fra utbyttebetaling eller verdistigning på verdipapiret. Miller & Modigliani bygger her på de samme forutsetningene som i 1. teorem.

Utbyttepolitikkenes irrelevans argumenteres med en investors mulighet til å endre utbyttebetaling fra et selskap ved forandre egen aksjebeholdning i selskapet. For å redusere utbyttet kan investor kjøpe flere aksjer i selskapet ved å benytte kontantutbetalingen fra utbyttet. I motsatt fall kan investor selge aksjer.

12.2. MYERS & MAJLUFS PECKING-ORDER TEORI

Pecking-Order teorien⁶² (1984) forsøker å forklare hvorfor selskaper ser ut til å finansiere seg selv med internt generert kapital fremfor ekstern kapital, og derfor hvorfor kapitalstruktur kan være relevant.

En forutsetning for Miller & Modiglianis 1. teorem er symmetrisk informasjon. I Pecking-Order teorien er denne brutt og det forutsettes asymmetrisk informasjon. Enkelte aktører har altså bedre informasjon enn andre. I denne sammenheng har ledelsen bedre informasjon om selskapet enn eksterne investorene. Som en følge av dette vil verdien av selskapet være usikker for eksterne

⁶² Forklaring på Pecking-Order argumentet finnes i appendiks J.B.

investorer. En konsekvens er feilprising av selskapets kapital. Ved bruk av internfinansiering vil dette problemet unngås.

Dersom selskaper må hente overpriset kapital i markedet vil dette medføre en kostnad for selskapet. Denne kostnaden kan gjøre at prosjekter med positiv netto nåverdi blir forkastet. Finansieringen av selskapet kan derfor spille en rolle på dets verdi.

Teorien lager en "Pecking-Order" for selskapers finansieringsvalg. Den minst informasjonssensitive finansieringskilden foretrekkes først:

- Intern finansiering
- Tilpasning av utbytte til normalt investeringsnivå
- Kapitalreserver⁶³
- Ekstern finansiering
 - Gjeld⁶⁴
 - Hybridprodukter
 - Ekstern egenkapital

Teorien forsøker ikke å definere en optimal gjeldsgrad. Fokuset er derimot rettet mot problemer rundt asymmetrisk informasjon, og hvordan unngå effektene som medfølger. Ifølge modellen vil selskaper søke en lavere gjeldsgrad siden intern finansiering foretrekkes. Før ekstern egenkapital hentes vil bedrifter derimot foretrekke bruk av gjeldsfinansiering, og dermed øke gjeldsgraden til et maksimum. Optimal gjeldsgrad avhenger derfor av hvor store investeringene er i forhold til tilgang på kilder "høyt oppe" i Pecking-Orderen.

12.3. AGENTTEORI

Jensen & Meckling (1976) definerer et prinsipal-agent forhold som: "An *agency relationship* is a contract under which one or more persons (the *principal*) engage another person (the *agent*) to

⁶³ Svingninger i inntjeningen gjør at selskap kanskje ikke har overskudd fra driften til å foreta investeringer. Da vil det benytte seg av kontantreserver og andre finansielle eiendeler.

⁶⁴ Bankgjeld er det beste alternativet. Fordelen med bankgjeld er én motpart som kan få tilgang til mye informasjon om selskapet noe som fører til mindre informasjonsasymmetri. Salg av obligasjoner er også en mulighet, men ulempen er flere kreditorer og bedriften blir tvunget til å gi mer informasjon ut til markedet.

perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." Prinsipal-agent problemer oppstår dersom det er ufullstendig eller asymmetrisk informasjon når en prinsipal ansetter en agent til å gjøre en jobb. Dette oppstår som følge av motstridende interesser, og medfører at agenten ikke alltid vil handle i prinsipalens beste interesser. Agentkostnader består i overvåkningskostnader, bindingskostnader og velferdstap som følge av ikke-optimal beslutningstaking.

12.4. TEORI KOBLET OPP MOT ANALYSEN

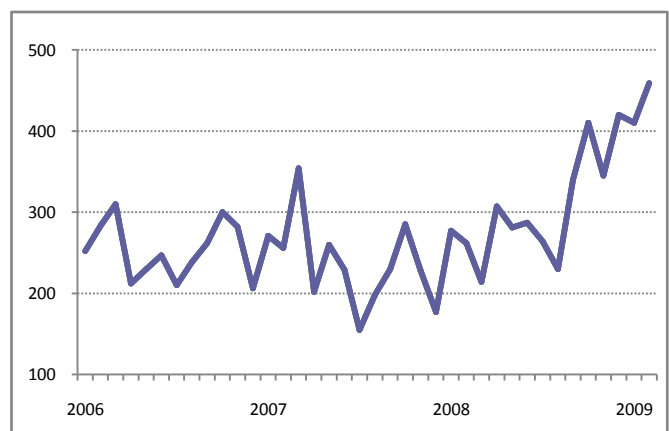
I denne delen vil forutsetninger for Miller & Modiglianis 1. teorem diskuteres opp mot funn i analysen. Fokuset er på endringer som følge av finanskrisen og hvilke konsekvenser det har for validiteten av teori om bedrifters kapitalstruktur.

Konkurskostnader

Dersom en bedrift ikke klarer å oppfylle sine gjeldsforpliktelser vil den bli slått konkurs og verdiene i bedriften overføres til kreditorene, og andre rettighetshavere.

Inntjeningen til en bedrift er volatil. Egenkapitalen, som mottar resultatet etter gjelden er betjent, vil bli mer volatil desto høyere gjeldsgrad selskapet har. Dersom inntjeningen i en bedrift er dårlig et år øker faren for ikke å kunne betjene gjelden ved større gjeldsandel. Med større andel kortsiktig gjeld kan også risikoen for gjeldsproblemer øke.

Antall konkurser har steget kraftig siden høsten 2008.⁶⁵ Dette er en naturlig konsekvens av svak inntjening og likviditet beskrevet tidligere. Selv om antall konkurser ser ut til å øke er dette i seg selv ikke noe argument mot forutsetningen i Miller & Modigliani sitt 1. teorem. En konkurs vil også kunne forekomme i perfekte markeder, da uten noe verditap.



Figur 43: Antall konkurser i Norge. (SSB)

⁶⁵ SSB.no

Eventuell kostnad ved en konkurs kan imidlertid påvirke gyldigheten til teoremet. Det skilles normalt mellom to typer kostnader; direkte og indirekte. Direkte kostnader inntreffer ved selve konkursen, mens indirekte kostnader oppstår før en eventuell konkurs.

Administrering av en konkurs blir gjort av eksterne rådgivere som selv tar betaling ut av konkursboet. Denne kostnaden er i seg selv et brudd på forutsetningen. Likevel fremstår disse kostnadene som mindre betydelige ifølge Weiss & Bhandari (1996) og forholdene har trolig ikke endret seg i betydelig grad som følge av finanskrisen.

For å dekke inn krav fra ulike kreditorer og andre rettighetshavere blir eiendeler i bedriften solgt for å skaffe kontanter til konkursboet. Dersom eiendeler selges under markedspris vil en konkurs lede direkte til et verditap. I dagens situasjon kan det også være vanskelig å finne potensielle kjøpere og salg kan bli foretatt til sterkt reduserte priser. På den annen side kan det stilles spørsmålsteget om disse potensielle lave salgprisene ikke er rabbert, men skyldes generell nedgang i markedspriser. Dette argumentet støttes av de store børsfallene gjennom finanskrisen. Dersom dette er riktig er det ingen store endringer i direkte kostnader knyttet til en konkurs. Norwegian Property kan illustrere dette momentet. Selskapet har benyttet eksterne verdsettere til å finne verdien på selskapets bokførte eiendommer. I tillegg foretok selskapet to salg av eiendommer i februar 2009, hvor salgssummen lå noe over den bokførte verdien. Disse forholdene kan tyde på at bokført verdi tilsvarer markedsverdi. Pris/bok forholdet til selskapets egenkapital er likevel svært lavt. Selskapet er i fare for konkurs og om dette inntreffer vil i teorien alle eiendommene i selskapet bli solgt. Gjelden vil først bli tilbakebetalt, deretter vil egenkapitalen få de resterende midlene, som skal tilsvare den bokførte verdien. Det lave pris/bok forholdet tyder derimot på at egenkapitaleierne forventer å få lite igjen ved en konkurs. Dette kan komme som følge av direkte konkurstkostnader. En annen mulighet er at bokført verdi likevel ikke tilsvarer markedsverdien på eiendelene.

Indirekte konkurstkostnader kan også være av stor betydning. Disse kostnadene skyldes problemer med å opprettholde normal drift som følge av faren for konkurs. Konkursfare kan påvirke både eksterne og interne forhold i bedriften.

Bedrifter i undersøkelsen opplever kutt i mulighetene til å få leverandørkreditt. Dette kan skyldes mange forhold, eksempelvis økt pris på likviditet, men det er også en klar sammenheng mellom kutt i leverandørkreditten og betalingsproblemer for kjøper.⁶⁶ Bedrifter med betalingsproblemer, og dermed større fare for konkurs, kan få større problemer med å utføre handler på grunn av kutt i leverandørkreditt. Dette representerer en indirekte konkurskostnad og kan være betydelig for enkelte bedrifter.

Det er andre forhold som kan tyde på at bedrifter med gjeldsproblemer får problemer med drift. Fare for konkurs kan også påvirke salget til bedriften. Dette gjelder spesielt bedrifter som selger varige forbruksvarer, hvor senere oppfølging er viktig. En potensiell konkurs kan også føre til lammelse av interne prosesser. Ansatte kan velge å gå over til mer sikre arbeidsgivere og valgene ledelsen tar kan bli påvirket av konkurstrisikoen. Desto større sannsynlighet det er for konkurs desto større vil kostnaden bli.

Etter finanskrisen har mange forhold endret seg. Sannsynligheten for konkurs har økt i mange bedrifter på grunn av dårligere markedsforhold. Som følge av dette vil bedrifter få økt nåverdi av konkurskostnadene etter finanskrisen, dersom det eksisterer konkurskostnader. For å redusere nåverdien av konkurskostnader og dermed å maksimere verdien av bedriften vil den optimale gjeldsandel i noen bedrifter ofte være lavere enn før. I tillegg vil det være gunstig å refinansiere gjelden slik at nedbetalingen skjer lengre frem i tid. Selv om gjeldsandelen ikke blir lavere vil sannsynlighet for konkurs bli redusert ettersom en tidsdiversifiseringseffekt oppstår. Kongsberg Automotive Holding gjorde dette da de fikk sin gjeld restrukturert.

Symmetrisk informasjon

Dersom en markedsdeltaker har bedre informasjon enn andre kan dette kunne utnyttes til å skaffe en økonomisk gevinst. På den annen side kan det også lede til økonomiske tap som følge av feilprising. Dette oppstår dersom ekstern part ikke vet om den ukjente informasjonen er fordelaktig eller ikke.

⁶⁶ Se tabell Tabell 38 i appendiks C.B.

Ledelsen i et selskap vil sannsynligvis ha bedre informasjon enn eksterne markedsdeltakere om bedriftens sanne verdi. Eksterne investorer vil derfor ha problemer med å skille gode fra dårlige bedrifter. Kapitalstruktur kan brukes til å signalisere informasjon. Gode bedrifter vil ønske å signalisere høy kvalitet for å sikre finansiering til bedre betingelser. Bedrifter med en bedre økonomisk situasjon vil i større grad kunne betjene gjeld. Empiri viser at et låneopptak fra en bedrift kan signalisere en god økonomisk situasjon.⁶⁷ I motsatt fall kan behov for ekstern egenkapital signalisere en svakere økonomisk situasjon.⁶⁸

Det er momenter som kan tyde på at informasjonsasymmetrien har økt etter finanskrisen, spesielt i forhold til gjeldsfinansiering. Bedrifter må betale klart større marginer på renter, noe som kan tyde på større kompensasjon for økt usikkerhet. I tillegg er banker mer restriktive på utlån, en årsak kan være problemer med å skille gode fra dårlige kunder. Problemet med asymmetrisk informasjon kan ifølge Sparebank1 Telemark påvirke utlånsveksten. Hyppigere rapporteringskrav kreves av banken for å redusere informasjonssymmetrien.

I dagens situasjon er tilgangen på lån enda vanskeligere enn tidligere, banker vil i større grad prioritere de gode kundene og signaleffekten ved nytt låneopptak kan være større enn tidligere. Variabelen *Bankforhold > 7 år* i regresjonsanalysene viser at bedrifter med langvarig bankforhold har enklere tilgang på bankfinansiering (*Tabell 8 og 14*). Bedrifter med langvarig bankforhold har trolig mindre problemer med asymmetrisk informasjon overfor banken.

Ifølge Miller & Modigliani skal utbyttepolitikk være irrelevant ettersom bedrifter teoretisk sett kan hente inn kapital til samme betingelser eksternt. I dagens situasjon virker ikke dette å være tilfelle. Bedrifter har kuttet utbyttet kraftig etter finanskrisen. Dette skyldes ikke nødvendigvis likviditetsmangel, men også dårligere tilgang på eksternfinansiering. Bedrifter på børs kutter i mindre grad utbytte (*Tabell 13*). Dette kan forklares med et ønske om å signalisere god kvalitet i markedet ved å opprettholde utbytte i større grad.

⁶⁷ James, C. (1987). Bevist ved abnormal positiv avkastning på aksjer ved inngåelse av nye låneavtaler.

⁶⁸ Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). Bevist ved abnormal negativ avkastning på aksjer ved melding om emisjon.

På den annen side kan det argumenteres for større asymmetrisk informasjon før finanskrisen. De høye markedsverdiene på børsene tydet på en mye høyere forventning om fremtidig inntjening enn det som faktisk er tilfelle. Etter finanskrisen har investorer blitt klar over hvilken inntjening og risiko som faktisk venter fremover. Investorer har derfor nedjustert markedsverdiene på selskapene som følge av mer symmetrisk informasjon i dag.

Om asymmetrisk informasjon eksisterer og har økt vil Miller & Modigliani sitt 1. teorem ikke holde. Bedrifter vil ønske å unngå feilpriset kapital og ha økonomisk fleksibilitet til å foreta investeringer. Bedrifter i undersøkelsen har relativt sett økt bruken av internfinansiering og i tillegg justert utbyttebetalingen, i samsvar med Pecking-Order teorien (*Figur 4 og Tabell 10*). Hvordan kapitalstrukturen blir påvirket total sett er vanskelig å konkludere. Noen vil foretrekke å øke intern kapital fremfor økt bruk av gjeld, mens andre vil øke bruk av gjeld fremfor ekstern egenkapital.

Agentkostnader

Agentkostnader oppstår ved interessekonflikter mellom prinsipal og agent. Økte agentkostnader er en aktuell problemstilling i forbindelse med finanskrisen. I relasjon til kapitalstruktur kan problemer oppstå som følge av for stor gjeldsandel, men også som følge av for mye fri kapital.

Høy gjeldsgrad

”Asset substitution” oppstår når ledelsen i en bedrift velger å investere i prosjekter med høyere risiko enn det kreditorene i utgangspunktet forventet. Dette kan føre til en verdioverføring fra kreditorer til eiere. I mange tilfeller kan en høyrisikoinvestering føre til en lavere verdi av bedriften enn ved gjennomføring av den planlagte trygge investeringen. Eiere i bedrifter med mye gjeld kan ha et ønske om mer risikable prosjekter siden deres avkastning uansett blir lav ved moderat inntjening. For bedrifter nær konkurs kan et høyrisikoprojekt være eneste løsning for å unngå konkurs. Som følge av dårligere resultater og negativ utvikling i egenkapitalens markedsverdi etter finanskrisen har gjeldsandelen i mange bedrifter økt. Ledelsen og eierne vil derfor få forsterkede insentiver til å gjennomføre risikable og kanskje ulønnsomme prosjekter, på bekostning av kreditorer.

På den annen side kan konkursfare føre til underinvesteringer. Dette oppstår når prosjekter med positiv nåverdi blir forkastet på grunn av risikoen for konkurs. I dagens situasjon vil konkursfaren

være større for flere bedrifter og underinvesteringer kan bli et større problem. I analysen fremkommer det ikke bevis for dette, men slike problemer vil trolig komme frem på lengre sikt.

Kortsiktig investeringsatferd oppstår når prosjekter med rask tilbakebetaling velges fremfor lengre prosjekter med høyere nåverdi. Dette vil være en aktuell problemstilling for bedrifter med mye kortsiktig gjeld og likviditetsproblemer. Mange bedrifter i undersøkelsen har betalingsproblemer og denne type bedrifter vil typisk foretrekke prosjekter som gir rask tilbakebetaling for å betjene kortsiktig gjeld. Totalverdien av selskapet vil bli lavere enn om bedriften hadde valgt prosjektet med høyere nåverdi, men den kortsiktige investeringsadferden kan gå ut over kreditorene eller prinsipalen og ikke eierne som styrer. Dette vil trolig være en relevant problemstilling for Kongsberg Automotive. Selskapet har mye gjeld som forfaller de nærmeste årene. Bedriften vil trolig foretrekke investeringer som gir tilbakebetaling innen den tid for å sikre nedbetaling av gjeld, selv om nåverdien til disse prosjektene kan være mindre enn andre. På den annen side kan bedre langsiktige prosjekter kunne gjøre ny langsiktig finansiering enklere.

Gjeldsoverheng

Problemer med gjeldsoverheng kan også føre til underinvesteringer dersom bedrifter ikke får finansiert nye og lønnsomme prosjekter som følge av gammel gjeld med førsteprioritet. Ny investor vil derfor ikke kunne få avkastning på investeringen, og således ikke foreta denne. Etter finanskrisen har verdien på eiendeler i bedrifter falt, i tillegg har nye investeringer blitt mer usikre. Den vanskeligere tilgangen på ekstern finansiering kan skyldes gjeldsoverheng. Sevan Marine er et eksempel på dette. I selskapet er det vanskelig å få ny finansiering til nye investeringer. Dersom selskapet går konkurs vil nye investorer risikere verdioverføring til eksisterende kreditorer med førsteprioritet. Dersom problemer med gjeldsoverheng oppstår, vil bedrifter søke en lavere gjeldsgrad for å unngå slike problemer i fremtiden.

Fri kapital

Agentproblemer kan også oppstå for bedrifter med lite gjeld. Free-Cash-Flow⁶⁹ problemet ble lansert av Jensen (1986). Det oppstår når ledelsen har for mye fri kapital tilgjengelig og ikke benytter denne mest optimalt med tanke på eiernes verdier, men heller søker etter å maksimere sin egen nytte ved å

⁶⁹ Jensen, M.C. (1986).

kjøpe egne goder eller investere i prosjekter de selv anser som interessante av andre grunner. Dette vil være en aktuell problemstilling også i dagens situasjon.

Gode bedrifter med høy kontantstrøm vil ha midler tilgjengelig til å gjøre investeringer. Problemer oppstår når investeringer med negativ netto nåverdi blir gjennomført. Bedrifter i undersøkelsen beskriver svekkede økonomiske utsikter og dette vil påvirke avkastningen til investeringer. Dersom prosjekter med negativ nettonåverdi blir gjennomført vil det føre til lavere verdi av bedriften. Foreløpig er det vanskelig å analysere slike problemstillinger, dette vil være mer aktuelt på lengre sikt når investeringenes inntjening blir kjent.

13. KONKLUSJON

Oppgaven ble startet med den hensikt å belyse konsekvenser av finanskrisen. Fokuset har spesielt vært på hvordan bedrifters finansieringsmuligheter har endret seg, samt bedrifters respons på disse endringene.

Inntjeningsutsiktene til norske bedrifter er svært svekket etter finanskrisen. Bedrifter opplevde raskt en redusert omsetning, men det forventes en ytterligere forverring av økonomiske faktorer i tiden fremover. Norge er en liten åpen økonomi og merker en global nedgangskonjunktur sterkt.

Tilgangen på ekstern finansiering har blitt betydelig svekket etter finanskrisen. Banker, som den viktigste eksterne finansieringskilden til norske bedrifter, har selv merket finanskrisen og sliter med egen finansiering. Dette påvirker vilkårene og volumet i nye utlån. Samtidig er tilgangen på andre langsiktige finansieringskilder også svekket og det fremgår en klar sammenheng i endringen i finansieringsmulighetene.

Kostnaden på finansiering har økt for de fleste norske bedrifter. Kapitalmarkedene krever i større grad betaling for risiko og usikkerhet. Likevel er det her en større spredning da de gode bedriftene vil kunne få positive effekter av en synkende styringsrente.

Som følge av vanskeligere langsiktig finansiering responderer bedrifter ved i større grad å benytte seg av kortsiktige likviditetskilder. Det samme gjelder for bedrifter som har kommet i betalingsproblemer, noe flere bedrifter har fått som følge av finanskrisen. Etterspørselen etter factoringtjenester og avdragsutsettelse har økt og flere bedrifter benytter seg av kassekreditt i større grad. I tillegg responderer bedrifter med å selge driftsmidler og å kutte i utbyttebetalingen.

Bedrifter har redusert sin aktivitet som følge av finanskrisen. Investeringsplaner har blitt kuttet, det samme gjelder antallet ansatte i norske bedrifter. Dette kommer som naturlig følge av svakere og mer usikre økonomiske utsiter, men det er også en sammenheng mellom problemer med finansiering og investeringsaktiviteten.

Bidrag fra studien

Mange bedrifter har fått problemer etter finanskrisen. Dette kan skyldes høy gjeldsandel og stor risikotakning. Denne strategien har fungert og gitt god avkastning i årene før finanskrisen da de økonomiske tidene var svært gode. Etter finanskrisen har mange bedrifter imidlertid fått oppleve svekket omsetning og dårlige økonomiske utsikter.

En lærdom bedrifter kan ta av dette er å ha en kapitalstruktur som gjør bedriften mer tilpassningsdyktig til dårligere tider. Dette innebærer en større kapitalreserve og lavere gjeldsgrad. I tillegg kan det være fordelaktig å redusere refinansieringsrisikoen. Dette gjøres ved å øke nedbetalingstid og sørge for at mye gjeld ikke forfaller på samme tidspunkt. Å bygge et godt forhold til kreditor har også vist seg å være verdifullt for bedrifter. Dette kan gi mange fordeler som lettere tilgang på lånefinansiering, driftskreditt og leasing samt lavere kostnad på finansieringen. Betydning av dette blir spesielt merkbart i vanskelige økonomiske og finansielle tider.

"We're all blind to rare events and routinely fool ourselves into believing we can predict risks and rewards."

Taleb (2001). Fooled by randomness.

Bruken av alternative finansieringskilder har økt etter finanskrisen. Bedrifter bør kanskje i større grad under normale omstendigheter benytte seg av slike midler. I tillegg bør bedrifter ha klar en kriseplan over hvilke tiltak som kan eller bør iverksettes ved finansielle problemer.

Fokus på både finansielle og operasjonelle aktiviteter har økt som følge av finanskrisen. Fokus på å kutte unødvendige kostnader har vært stor, gjerne først etter å ha havnet i finansielle problemer. Det kan stilles et spørsmålstegn ved hvorfor ikke bedrifter optimaliserer drift og finansiering ved oppgangstider også.

Begrensninger og videre forskning

Opgaven har hatt et bredt fokus på konsekvensene av finanskrisen. Det er derfor svært mange momenter videre forskning kan gå dypere inn på. De ulike hovedelementene i oppgaven kan studeres nærmere. Dette gjelder inntjeningsutsikter, ulike finansieringskilder og økonomisk aktivitet.

Informasjonen brukt i oppgaven er hovedsakelig datert til februar 2009, omtrent et halvt år etter finanskrisen slo ut for fullt. Fremtidige studier vil ha større mulighet til å kunne analysere virkningene av finanskrisen ettersom ny informasjon kommer til.

Vår hovedinformasjonskilde er nærmere 300 bedrifter fra store deler av det norske næringsliv. Enkeltstudier på de ulike bransjene kan gjennomføres for en dypere analyse av hvordan disse blir påvirket av finanskrisen. Spesielt vil det være interessant å se nærmere på bransjer med størst problemer som for eksempel industri, bygg og anlegg og eiendom.

Kun konsekvenser av finanskrisen er diskutert. Selve årsakene til krisen kan analyseres nærmere for å forsøke å hindre en gjentakelse. Dette vil være spesielt med tanke på tiltak i forhold til regulering av finansmarkeder, samt finans- og pengepolitiske virkemidler fra offentlige styringsorganer. Spesielt har reguleringen av banknæringen vært et omdiskutert tema og utformingen av Basel II regelverket er noe som bør utforskes nærmere.

Ulike krisepakker er lansert av regjeringer verden over. Det er brukt betydelig beløp for å begrense virkningen av finanskrisen. Utformingen og konsekvensene til disse kan også være interessante å studere nærmere.

A. METODE

Offentlig tilgjengelig informasjon om konsekvenser av finanskrisen er svært begrenset. Tilgjengelige databaser er sjelden fremoverskuende og heller ikke fullt oppdatert på dagens situasjon. Media kan gi et bilde av finanskrisens konsekvenser, men inneholder mye støy. Det kan virke som om media har en tendens til å overfokusere på negative meldinger og forsidejournalistikken er i fokus.

Bedriftenes respons på endrede rammebetingelser har et viktig fokus i oppgaven. Offentlig informasjon på dette er vanskelig å få mye ut av. Regnskapstall viser lite og effekter fremstår normalt med en viss forsinkelse. Det samme problemet med media gjør også seg gjeldende her.

Formålet med intervjuene og undersøkelsen var derfor å få et presist og nyansert bilde på hvordan bedrifter opplever finanskrisen.

Forskningsdesign

I denne oppgaven ønskes det å beskrive og analysere konsekvenser av en bestemt hendelse; finanskrisen. Det vil beskrives hva som har skjedd og hvilke konsekvenser dette har for bedrifters finansiering og inntjening.

Forskningsmetoder

Det skilles mellom to hovedretninger innen forskningsmetoder; kvantitativ og kvalitativ metode. Kvalitative metoder innebærer formulering av ord, i motsetning til kvantitativ metode som bruker tall. I kvalitative metoder er det et større ønske om totalperspektiv. Intervjuer er den viktigste kvalitative metoden i oppgaven. Kvantitative metoder er datamateriale i form av tall og mengdestørrelser. I oppgaven er spørreundersøkelsen den viktigste kvantitative metoden.

I starten av arbeidet var det et stort ønske om en god oversikt over situasjonen. Som følge av dette var intervjuer den best egnede metoden. Etter hvert som oversikten ble bedre økte behovet for bedre innsikt i endringer. Ved bruk av spørreundersøkelsen ble innsikten bredere og dypere.

A.A. Intervjuene

I oppgavene er ulike typer intervjuer benyttet. Noen intervjuer er gjort ansikt til ansikt, mens andre er per telefon. I utgangspunktet skulle gjerne alle intervjuer blitt gjort personlig, men dette lot seg ikke gjøre på grunn av tid og økonomi. Intervjuene er semi-strukturerte, det vil si at vi hadde stikkord og noen viktige spørsmål vi ville ha stilt, utover dette bygget intervjuene på informasjonen som ble tilgjengelig i løpet av intervjuet. Hensikten med dette var å sikre fleksibilitet i forhold til hvilken informasjon objektet hadde å dele. Dette gjorde at vi kunne komme i dybden på interessante momenter samt informasjon angående momenter som ikke var vurdert før intervjuet. På grunn av ønske å omgå i dybden valgte vi å informere respondentene på forhånd om temaet. På denne måten kunne respondenten forberede seg godt og gi fylldigere svar på spørsmålene.

Følgende personer er intervjuet:

- Jan Erik Jebsen – Assisterende banksjef SMB, DnBNOR
- Per Preben Prebensen – Viseadministrerende banksjef, Sparebank1 Telemark
- Magnus Myrseth – SVEA Finans
- Anders Johnsrud – Leder analyseavdelingen, FinCorp
- Arne Geir Hodnefjell – Sjef for factoring og leasing i Norge, SG Finans
- Et anonymt bankeid leasingselskap

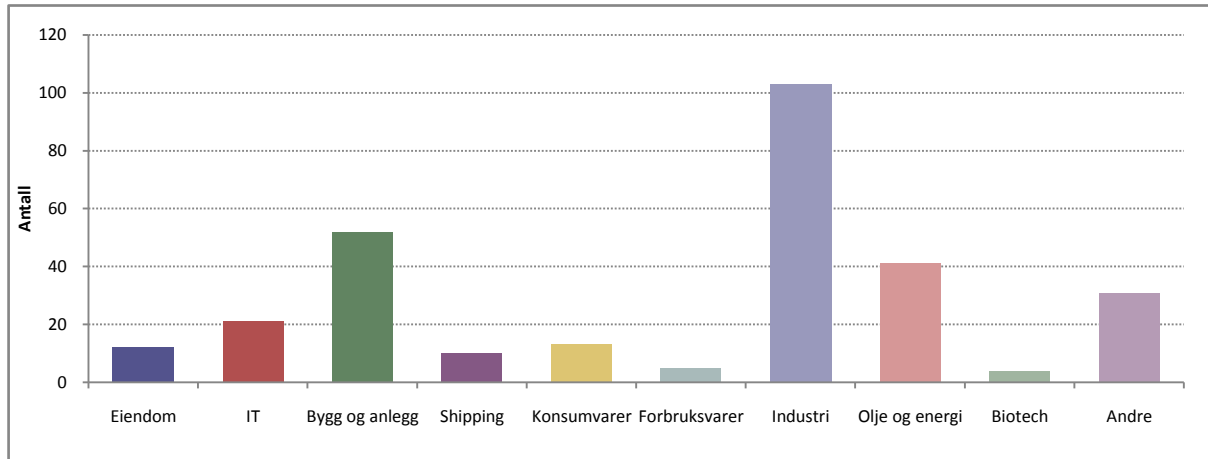
A.B. Bedriftsundersøkelsen

I undersøkelsen har bedrifter blitt spurt om finanskrisens virkning på ulike faktorer, fra den begynte frem til i dag, og hvordan utviklingen forventes fremover. Hovedfokus var på hvordan finansiering og omsetning har endret seg og vil utvikle seg videre.

Utvalget

Undersøkelsen fanger et bredt utvalgt av norske bedrifter, både når det gjelder størrelse og bransjer. Likevel er bransjer med større kapitalintensitet noe overrepresentert da slike bedrifter er mest interessante for problemstillingen. Finansinstitusjoner er utelatt fra denne undersøkelsen. Figuren under viser hvordan bransjesammensetningen er for de bedriftene som responderte.

Det er en god fordeling mellom børsnoterte og ikke børsnoterte bedrifter. Av respondentene utgjorde børsnoterte bedrifter 21 %. En børsnotert bedrift er definert som notert på enten Oslo Børs eller Oslo Axess.



Figur 44: Undersøkelsen, bransjefordeling blant respondenter.

Respondenter i undersøkelsen var i all hovedsak fra den øverste ledelsen. Finansansvarlige (CFO) og daglig ledere (CEO) utgjorde mesteparten av respondentene. I noen tilfeller ble informasjonsansvarlig (IR), og om nødvendig, firmaposten registrert.

Datainnsamling

For å gjennomføre undersøkelsen ble programvaren Refleks benyttet. Dette sikret respondentene full anonymitet. Undersøkelsen ble sendt ut via e-post den 8. februar 2009, mens en påminnelse ble utsendt tirsdag 17. februar. Total mottok 943 respondenter undersøkelsen. Av disse svarte 292, det gir en svarprosent på 31 %.

Formuleringen og oppsettet i undersøkelsen er viktig for å få gode resultater. Dersom spørsmål feiltolkes vil undersøkelsen miste mye verdi. Samtidig må alle interessante spørsmål bli stilt. For å sørge for dette ble en pilotundersøkelse gjennomført.

Undersøkelsen var anonym slik at selskaper, spesielt de børsnoterte, ville være mindre tilbakeholdne ved besvarelse av spørsmålene.

Om lag 50 tilfeldig valgte selskaper ble kontaktet per telefon før undersøkelsen ble sendt ut, for å sikre en bedre svarprosent. Responsen var for det meste positiv.

Data

I undersøkelsen har bedriftene vurdert hvordan ulike faktorer har utviklet seg, på en femdelte skala. Når statistiske tester da skal utføres vil variablene få numeriske verdier. I tabellen under finnes en oversikt over hvilke verdier som er tildelt de ulike svaralternativene:

1	2	3	4	5
Redusert mye	Redusert noe	Uendret	Økt noe	Økt mye
Vanskeligere	Noe vanskeligere	Uendret	Noe enklere	Enklere

Tabell 31: Undersøkelsen, verdi på svaralternativer.

Dataene beskriver holdninger og vurderinger av hvordan bedriften opplever ulike situasjoner. Dataene er ordnet i rekkefølge og er ordinale. Ordinale data kan rangeres, men avstanden mellom verdiene er problematisk å diskutere. Østerberg (1986) peker på at ordinalskalaen fremstår: "... som den mest egnede skala for statistisk behandling av sosiologiske variable. Det er en "intensiv" skala som måler "intensiteter"." Ved bruk av statistisk analyse byr ordinalvariabler på en del problemer. Dersom ordinalvariabelen er den avhengige variabelen blir problemene ekstra store. Krysstabellanalyse er brukt, men har sine klare begrensninger både når det gjelder hvor mange variabler som brukes og hvor mange verdier disse kan ha. Ordinalvariablene kan dikotomiseres, eller behandles som om de var på forholds nivå. Ved bruk av dikotomisering går en del informasjon tapt. Ved behandling som på forholds nivå gjør en sterke forutsetninger om avstandene mellom verdiene på variabelen. Det er ikke nødvendigvis samme avstand mellom svaralternativ 2 og 3 som 3 og 4. Problemet illustreres i forbindelse med ett av spørsmålene fra undersøkelsen:

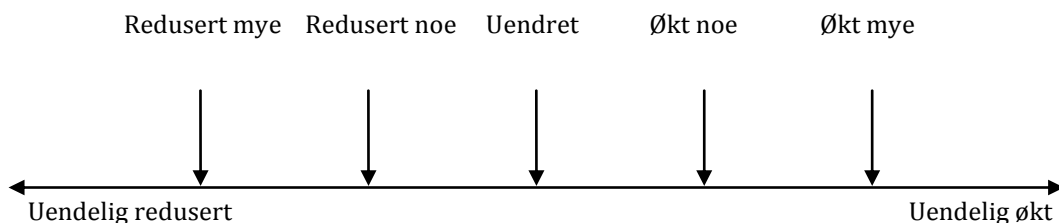
Spørsmål: Har bedriften endret investeringsplaner for 2009 som følge av finanskrisen?

Svaralternativ	Kode	Svarprosent
Redusert mye	1	17,5
Redusert noe	2	47,3
Uendret	3	30,5
Økt noe	4	3,1
Økt mye	5	1,4

Tabell 32: Undersøkelsen, eksempel på svar.

Kategorien "økt mye" er gitt høyest verdi, det vil si at de enhetene som havner her har økt investeringsplanene mer enn andre. For hvert nivå med reduserte investeringsplaner synker den tilordnede tallverdien med 1. Dette markerer ikke avstanden mellom verdiene, kun rangordningen. Vi kan tenke på ordinalvariabelen som et mål på en underliggende variabel på forholds nivå. Den underliggende ikke-målte variabelen er den faktiske kvantitative intensiteten i endring i bedrifters investeringsplaner. Vi kan anta at den går fra uendelig negativ til uendelig positiv verdi.

Ved bruk av ordinal skala, som om den var på forholds nivå, forutsettes den underliggende intensiteten å være delt i like intervaller.



Figur 45: Undersøkelsen, fordeling av svar.

Forutsetningen om like intervaller er i de fleste tilfeller ikke oppfylt. Dersom intervallene ikke har samme størrelse vil ikke betingelsene for regresjonsanalysen være tilfredsstillt. Problemet blir da tolkningen av estimatorene. Det vil være problematisk å tolke for eksempel en koeffisient på 1. Betyr denne koeffisienten at en økning i en annen variabel øker investeringsnivået fra økt noe til økt mye og blir det tilsvarende fra uendret til økt noe? Avstandene er mest sannsynlig forskjellige, derfor vil det være vanskelig å tolke disse koeffisientene. Estimatorene vil da ikke være forventningsrette. Imidlertid kan fortegnet til en forklaringsvariabel tolkes. Signifikansen til en forklaringsvariabel brukes, med forsiktighet.

Regresjonsanalyse er brukt, men det må tas noen forbehold om validitet av resultatene. Derfor er også binær logistisk regresjon benyttet for å sikre validitet. Resultatene fra de to analysene er marginalt forskjellige.

Feilkilder

Det er knyttet en rekke feilkilder til spørreundersøkelser. Disse kan for eksempel gjøre at man får data som ikke er mulige å analysere, eller at analysene man gjennomfører ikke er gyldige. Vanlige feilkilder er:

Frafall er en vanlig kilde til usikkerhet i undersøkelser. Det er vanskelig å vite hvordan respondentene som har svart skiller seg fra de som ikke har svart. Derfor er det vanskelig å være helt sikker på om utvalget som har svart er representativt for alle bedriftene undersøkelsen er sendt ut til. Undersøkelsen har en svarprosent på ca. 31 %, noe som er høyt for slike undersøkelser og problemet vil trolig ikke være stort.

Registerfeil kommer av flere årsaker. Underdekning oppstår når bedrifter som burde vært med, ikke er med i undersøkelsen. Overdekning kan forekomme om bedrifter som har opphørt å eksistere får sendt ut undersøkelse, eller om både datter og morselskaper mottar undersøkelsen. Problemet er etter beste evne unngått og er trolig lite.

Det kan oppstå *utvalgsfeil* som følge av at utvalget i undersøkelsen ikke er representativt for populasjonen. Når størrelsen på utvalget øker vil utvalgsfeilen reduseres. Selskaper i utvalget må være av en viss størrelse, for å ha et kapitalbehov. I tillegg er i hovedsak tjenesteytende bedrifter ekskludert. Utvalget i undersøkelsen er stort og problemet med utvalgsfeil vil trolig være lite.

Målefeil er en vanlig feilkilde i spørreundersøkelser. Dette oppstår når det er feil i spørreskjemaet, respondentens informasjon eller respondentens tolkning av spørsmålene. For å bedre kvaliteten i spørreskjemaet ble en pilotundersøkelse sendt ut. Hvor god kunnskap respondenten har om spørsmålene er også avgjørende for det endelige resultatet. Spørsmålene gjaldt bedriftens finansiering og totale drift, derfor var målgruppen personer i ledelsen, fortrinnsvis finansansvarlige

eller daglig ledere. I invitasjonsteksten er det opplyst hvem som er målgruppen dersom kontaktinformasjonen skulle være feil eller mangelfull. I mange undersøkelser kan respondentene ha insentiver til å svare feil for å dra nytte av resultatet i for eksempel regjeringens krisepakker. Som en uavhengig oppgave vil denne feilkilden bli redusert.

Undersøkelsen omfatter spørsmål om finansiering og fremtidsutsikter til drift av bedriften. Markedet og fremtidsutsikter er i stadig endring. På grunn av forskjell på hvilket tidspunkt respondentene har svart, kan noen av svarene være påvirket av dette. Det ble derfor holdt relativt stramme tidsfrister for å minske dette problemet.

Spørsmål

Spørsmål	Hvordan har bedriften hovedsakelig finansiert nye prosjekter i perioden 2002 – 2007?
Svar	Sjekkliste med mulighet for flere valg og spesifisering
Valgmulighet	Banklån Obligasjoner Ekstern egenkapital Tilbakeholdt overskudd Annet, spesifiser:
Spørsmål	Hvordan vil bedriften i 2009 hovedsakelig finansiere nye prosjekter?
Svar	Sjekkliste med mulighet for flere valg og spesifisering
Valgmulighet	Banklån Obligasjoner Ekstern egenkapital Tilbakeholdt overskudd Annet, spesifiser:
Spørsmål	Fra finanskrisen begynte og frem til i dag; hvordan har følgende faktorer påvirket mulighetene for nyinvestering og omsetningsøkning?
Svar	Rangering av alternativene på likertskalaen: [Vanskeligere, Noe vanskeligere, Uendret, Noe enklere, Enklere]
Rangering på	Tilgang på lånefinansiering Tilgang på obligasjonsfinansiering Tilgang på ekstern egenkapitalfinansiering Kostnad finansiering Makroøkonomiske utsikter Næringsspesifikke utsikter Kostnad på innsatsfaktorer

Spørsmål	I det kommende året sett i forhold til i dag; hvordan ser du for deg at følgende faktorer vil påvirke mulighetene for nyinvestering og omsetningsøkning?
Svar	Rangering av alternativene på likertskalaen: [Vanskeligere, Noe vanskeligere, Uendret, Noe enklere, Enklere]
Rangering på	Tilgang på lånefinansiering Tilgang på obligasjonsfinansiering Tilgang på ekstern egenkapitalfinansiering Kostnad finansiering Makroøkonomiske utsikter Næringsspesifikke utsikter Kostnad på innsatsfaktorer

Spørsmål	I hvilken grad har bedriften endret bruk av følgende faktorer?
Svar	Rangering av alternativene på likertskalaen: [Redusert mye, Redusert noe, Uendret, Økt noe, Økt mye]
Rangering på	Factoring/fakturasalg Kasse/driftskreditt Antall ansatte Utbyttebetaling Avdragsfrihet på lån Leasing av driftsmidler Salg av driftsmidler

Spørsmål	Hvordan opplever deres bedrift at følgende økonomiske forhold har endret seg etter finanskrisen?
Svar	Rangering av alternativene på likertskalaen: [Redusert mye, Redusert noe, Uendret, Økt noe, Økt mye]
Rangering på	Omsetning Ramme på kasse/driftskreditt Tap på kundefordringer Tilgang på leverandørkreditt

Spørsmål	Har bedriften endret investeringsplaner for 2009 som følge av finanskrisen?
Svar	Rangering på likertskalaen: [Redusert mye, Redusert noe, Uendret, Økt noe, Økt mye]

Spørsmål	Har bedriften som følge av finanskrisen fått problemer med å betale gjeld/kreditt?
Svar	Rangering på likertskalaen: [Klare problemer, Noen problemer, Fare for kommende problemer, Ingen problemer]

Spørsmål	Hvilken bransje opererer bedriften hovedsakelig i?
Svar	Sjekkliste med mulighet for kun et valg:
Valgmulighet	Eiendom IT Bygg og anlegg Shipping Konsumvarer Forbruksvarer Industri Olje og energi Biotech Andre

Spørsmål	Er bedriften notert på Oslo Børs eller Oslo Axess?
Svar	Sjekkliste med mulighet for kun et valg:
Valgmulighet	Ja Nei

Spørsmål	Kommer mer enn 25 % av bedriftene omsetning fra utlandet
Svar	Sjekkliste med mulighet for kun et valg:
Valgmulighet	Ja Nei

Spørsmål	Hva var anslagsvis bedriftens omsetning i 2008?
Svar	Sjekkliste med mulighet for kun et valg:
Valgmulighet	Under 100 MNOK 100 – 500 MNOK Over 500 MNOK

Spørsmål	Hvor langt kundeforhold har bedriften til sin hovedbankforbindelse?
Svar	Sjekkliste med mulighet for kun et valg:
Valgmulighet	Under 2 år 2 – 7 år Over 7 år

Spørsmål	Har dere noen spesielle bemerkninger for hvordan deres bedrift opplever finanskrisen?
Svar	Egen tekst

A.C. Forklaring variabler i analysen

Lån til nå: Indikerer hvordan lånetilgangen har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Obligasjoner til nå: Indikerer hvordan tilgang på obligasjonsfinansiering har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Ekstern EK til nå: Indikerer hvordan tilgang på ekstern egenkapitalsfinansiering har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Kostnad finansiering til nå: Indikerer hvordan kostnad på finansiering har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Makroutsikter til nå: Indikerer hvordan makroøkonomiske utsikter har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Næringsutsikter til nå: Indikerer hvordan næringsspesifikke utsikter har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Kostnad innsatsfaktorer til nå: Indikerer hvordan kostnad på innsatsfaktorer har påvirket nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra finanskrisen begynte til medio februar. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Lån 09: Indikerer hvordan tilgang på lånefinansiering forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Obligasjoner 09: Indikerer hvordan tilgang på obligasjonsfinansiering forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Ekstern EK 09: Indikerer hvordan tilgang på ekstern egenkapitalsfinansiering forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Kostnad finansiering 09: Indikerer hvordan kostnad på finansiering forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Makroutsikter 09: Indikerer hvordan lånetilgangen forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Næringsutsikter 09: Indikerer hvordan næringsspesifikke utsikter forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Kostnad innsatsfaktorer 09: Indikerer hvordan kostnad på innsatsfaktorer forventes å påvirke nyinvesteringer og omsetningsøkning, fra februar og utover i 2009. En høyere verdi indikerer positiv utvikling.

Factoring: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret bruk av factoring etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økt bruk.

Kassekreditt: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret bruk av kassekreditt etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økt bruk.

Ansatte: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret antall ansatte etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økning i antall ansatte.

Utbyttereduksjon: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret utbytte etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer redusert utbytte.

Avdragsfrihet: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret bruk av avdragsfrihet på lån etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer redusert gjeldsnedbetaling, større bruk av avdragsfrihet.

Leasing: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret bruk av leasing etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økt bruk.

Salg driftsmidler: Indikerer i hvilken grad bedriften har endret salg av driftsmidler etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økt salg.

Omsetning: Indikerer hvordan omsetning har endret seg etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer økning i omsetning.

Ramme kassekreditt: Indikerer i hvilken grad bedriften har fått endret rammen på kassekreditt etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer større ramme.

Tap kundefordringer: Indikerer hvordan bedriftens tap på kundefordringer har endret seg etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer større tap.

Leverandørkreditt: Indikerer hvordan bedriftens tilgang på leverandørkreditt har endret seg etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer bedre tilgang.

Investeringsplaner: Indikerer hvordan bedriftens investeringsplaner har endret seg som følge av finanskrisen. En høyere verdi indikerer økte investeringsplaner.

Betalingsproblemer: Indikerer om bedriften har fått betalingsproblemer etter finanskrisen. En høyere verdi indikerer mindre problemer.

Børs: Indikerer om bedriften er notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Tar verdien 1 dersom ja.

Eksport: Indikerer om mer enn 25 % av bedriftens omsetning kommer fra utlandet. Tar verdien 1 dersom ja.

Størrelse: Indikerer størrelsen på bedriftens omsetning i 2008. En høyere verdi indikerer høyere omsetning.

Bankforbindelse: Indikerer hvor langt kundeforhold bedriften har med sin hovedbankforbindelse. En høyere verdi indikerer lengre tid.

Bransjer: Indikerer hvilken bransje bedriften hovedsakelig opererer i. Det er det skilt mellom følgende bransjer: Eiendom, IT, bygg og Anlegg, Shipping, Konsumvarer, Forbruksvarer, Industri, Olje og energi, Biotech, Andre.

B. STATISTISK TEORI

Vi vil her presentere relevant teori for analysene gjennomført på bedriftsundersøkelsen.

Normalfordelingen

Denne fordelingen er i statistikken den viktigste sannsynlighetsfordelingen. Normalfordelingen er symmetrisk om forventningen μ og går fra $-\infty$ til ∞ . Fordelingens standardavvik er σ . En standardisert normalfordeling har $\mu = 0$ og $\sigma = 1$. Fordelingsfunksjonen til den standardiserte normalfordelingen betegnes gjerne med ϕ og angir sannsynligheten for at en normalfordelt variable Y er mindre eller lik et tall x : $P(Y < x) = \Phi(x)$. Fordelingsfunksjonen for en vilkårlig normalfordelt variabel $N(\mu, \sigma)$ kan utledes fra fordelingsfunksjonen: $P(X < a) = \Phi(z) = \Phi\left(\frac{a-\mu}{\sigma}\right)$ der $z = \frac{a-\mu}{\sigma}$.

Sentralgrensesetningen

Selv om dataene fra undersøkelsen ikke er normalfordelte kan vi tilnærme til normalfordelingen når utvalget er stort nok. En stokastisk variabel X har middelerdi μ og standardavvik σ . Fra et tilfeldig utvalg trekker vi n verdier fra populasjonen og beregner \bar{x} for disse. Fordelingen av \bar{x} for utvalgene vil gå mot en normalfordeling med forventningsverdi $\mu_{\bar{x}} = \mu$ og $\sigma_{\bar{x}} = \frac{\sigma}{\sqrt{n}}$. Vi sier da at fordeling for \bar{x} går mot normalfordeling når n blir stor.

B.A. Regresjonsanalyse

For å kunne teste hvordan flere ulike faktorer påvirker en variabel brukes regresjonsanalyse. Regresjonsanalyse er den mest brukte verktøyet i økonometrisk analyse. En slik modell bruker uavhengige variable til å beskrive endringer i den avhengige, forklarte, variabelen.

Enkel regresjon

Ved kun en forklaringsvariabel kalleres det for den enkle lineære regresjonsmodell, og kan vises som:

$$y = \alpha + \beta x_i + u_i$$

Der y er den avhengige variabelen, x er den uavhengige variabelen og u er feilledet. Feilledet vil fange opp andre faktorer enn x som påvirker y . u kan betraktes som de uobserverte faktorene som påvirker y . I den lineære regresjonsmodellen vil α være konstantleddet og skjæringspunktet med y -aksen. β er helningsparameteren i forholdet mellom y og x . Ettersom vi har en lineær modell vil en enhets endring i x gi β endring i y . Modellen har imidlertid mulighet for å legge inn ikke-lineære sammenhenger som logaritmisk med flere. For å finne den beste linjen, det vil si velge den beste α og β benyttes minste kvadraters metode, OLS. Vi kan beregne estimerer på $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}$:

$$\hat{\beta} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$$

α kan beregnes residualt fra likningen: $\tilde{y} = \hat{\alpha} + \hat{\beta}\tilde{x}$, som gir: $\hat{\alpha} = \tilde{y} - \hat{\beta}\tilde{x}$

OLS tar avstanden fra de observerte verdiene y_i til den estimerte verdiene \hat{y}_i , kvadrerer denne og minimerer den totale summen av kvadratene:

$$\hat{u}_i = y_i - \hat{y}_i = y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}x_i$$

$$\sum_{i=1}^n \hat{u}_i^2 = \sum_{i=1}^n (y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}x_i)^2$$

Multipel regresjon

Når utfører multipel regresjon utføres er det mulig å kontrollere for mange forskjellige faktorer som kan påvirke den avhengige variabelen. Siden den multiple regresjonsmodellen kan bruke flere faktorer kan en større del av variasjonen i y forklares. Generelt kan modellen med flere uavhengige variabler skrives som:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_i x_i + u$$

β_1 beskriver nå endringen i y når x_1 endres med en enhet, gitt at man holder alle andre faktorer konstant for eksempel: $\Delta\hat{y} = \hat{\beta}_1\Delta x_1$. Fordelen med den multiple regresjonsmodellen er at man får en koeffisient for x_1 som er renset for andre forklaringsvariabler og som da vil gi et mer korrekt bilde av hvilken effekt variabelen faktisk har på den avhengige variabelen.

Egenskaper

Ved bruk av OLS vil estimatoren være den beste lineære forventningsrette estimatoren, BLUE. Dette er bevist av Carl Friedrich Gauss og Andrey Markov og kalles Gauss-Markov teoremet:

1. $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}_i$ er estimatører for de sanne verdiene til α og β_i .
2. $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}_i$ er lineære lineære kombinasjoner av den avhengige variabelen y .
3. Forventningene til $\hat{\alpha}$ og $\hat{\beta}_i$ vil være lik deres sanne verdier.
4. OLS estimatoren vil ha laveste varians av alle lineære forventningsrette estimatører.

Antagelser

For at OLS skal være BLUE må en del antagelser oppfylles:

1. $E(u_t) = 0$ – feilleddene har forventning lik null.
2. $Var(u_t) = \sigma^2$ – variansen til feilleddene er konstant og endelig for all verdier av x_t .
3. $Cov(u_i, u_j) = 0$ – feilleddene er uavhengige av hverandre.
4. $Cov(u_t, x_t) = 0$ – feilleddene er uavhengige av korresponderende x variabel.
5. $u_t \sim N(0, \sigma^2)$ – feilleddene er normalfordelte.

Under forutsetningene 1-4 vil OLS være konsistent, forventningsrett og effisient. Forutsetning 5 er påkrevd for at man skulle kunne utføre statistisk inferens på estimatorene. Forutsetningene 1-5 er kjent som den klassiske lineære regresjonsmodellens forutsetninger, CLRM.

Brudd på antagelser

Vi har de nevnte antakelser for at OLS skal være BLUE samt at hypotesetesting av koeffisientene skal kunne gjennomføres uten feilkilder. I det kommende avsnittet vil vi diskutere hva som kan forårsake brudd på antagelsene og konsekvensene av dette.

Antagelse 1: $E(u_t) = 0$

Dersom denne antagelsen brytes vil det føre til forventningsskjev estimater. Forklaringsgraden kan også bli meningsløs dersom denne antagelsen brytes. Dette problemet løses automatisk dersom man inkluderer et konstantledd.

Antagelse 2: $Var(u|x_1, \dots, x_i) = \sigma^2$

Denne antagelsen spesifiserer at feilledet u har samme varians uansett verdi av de avhengige variablene. Dersom feilledene varierer systematisk med en eller flere forklaringsvariable eksisterer det heteroskedastisitet. Dersom det eksisterer heteroskedastisitet vil OLS fremdeles gi forventningsrette koeffisientestimater for de uavhengige variablene, men de vil ikke lenger være BLUE. Koeffisientene vil få estimert en feilaktig standardfeil.

Antagelse 3: $Cov(u_i, u_j) = 0$

Denne antagelsen spesifiserer at kovariansen mellom feilledene skal være uavhengig. Feilledene skal altså være ukorrelerte. Dersom feilledene ikke er ukorrelerte sier vi at de er autokorrelerte. Problemet med autokorrelasjon oppstår oftest med tidsseriedata.

Antagelse 4: Forklaringsvariablene er ikke-stokastiske

Selv om vi har stokastiske forklaringsvariabler vil OLS estimatoren være konsistent og forventningsrett forutsatt at forklaringsvariablene ikke er korrelert med feilledet. Brudd på denne antagelsen kan oppstå som følge av:

- Forholdet mellom den avhengige og uavhengige variabelen er feilspesifisert
- Dersom man utelater en viktig faktor som er korrelert med en av de uavhengige variablene

Antagelse 5: $u_i \sim N(0, \sigma^2)$

Dersom den avhengige variabelen tar kun noen få verdier vil vi ikke være i nærheten av en normalfordeling. Konsekvenser av brudd på denne antagelsen er i utgangspunktet at statistisk inferens ikke er gyldig.

Ikke-normalitet er imidlertid ikke et stort problem med store utvalg. Asymptotisk teori forteller at man kan bruke standard statistisk inferens på data som ikke er normalfordelt dersom antall observasjoner er tilstrekkelig stort. Det betyr at vi kan benytte OLS og inferens der den avhengige variabelen ikke er normalfordelt.

Forklaringsgraden

Et mål på hvor mye av variasjonen i den avhengige variabelen som kan forklares av de uavhengige variablene er forklaringsgraden, R^2 :

$$R^2 = \frac{\text{Sum of Squares Explained}}{\text{Sum of Squares Total}} = \frac{SSE}{SST} = \frac{SSE}{SSE + SSR}$$

SSE er den del av variasjonen i y som forklares av modellen. SST består av den forklarte variasjonen SSE og den uforklarte variasjonen SSR . Denne viser hvor godt vi har tilpasset datapopulasjonen med den estimerte regresjonslinjen. Dersom alle datapunktene ligger på samme lineære linje vil vi få $R^2 = 1$. En verdi nær null vil indikere at modellen er dårlig til å beskrive endringer i y . I sosiale studieanalyser er det imidlertid ikke uvanlig med en lav R^2 i regresjoner, dette fordi det kan være mange faktorer som kan forklare endring i den avhengige variabelen. Dette betyr at likningen vi har funnet ikke nødvendigvis er dårlig selv om R^2 er lav, bare at det finnes andre forklaringer på endringer som vi ikke har fanget opp. I den tradisjonelle R^2 beregningen vil det være slik at dersom man legger til flere forklaringsvariable vil R^2 aldri øke. R^2 er dermed ikke en god indikator på om en variabel bør inkluderes. For å unngå dette problemet rapporteres ofte en justert R^2 , denne tar hensyn til tap av frihetsgrader som følger med en ekstra forklarende variabel.

Logistisk regresjon med dikotom avhengig variabel

Bruk av ordinær regresjon med ordinal avhengig variabel har som nevnt noen problemer heftet ved seg. For å unngå dette kan logistisk regresjon med dikotom avhengig variabel benyttes. Dette innebærer en omgjøring av den ordinale variabelen til en dikotom variabel som tar verdien 1 eller 0. Når dette gjøres vil noe informasjon gå tapt ettersom de ulike skaleringene vil gå tapt, men samtidig vil det tydelig fremgå hva som forklarer de ytterlige svarene som "vanskeligere" og "reduert mye".

Alternativt til logistisk regresjon kunne lineær sannsynlighetsregresjon blitt benyttet. Tufte (2000) påpeker imidlertid en del svakheter ved denne type analyse og logistisk regresjon tilbyr en mer realistisk og teoretisk korrekt funksjonell form.

Modellen som benyttes i logistisk sannsynlighetsregresjon er:

$$L = \ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = b_0 + b_1x_0 + \dots + b_nx_n + e$$

I utgangspunktet er det en avhengig variabel Y som tar verdier 0 og 1. Denne må, ifølge Tufte (2000), omformes slik at det ikke er noen begrensninger knyttet til hvilke verdien den kan ta. For å fjerne øvre positive grense må variabelen omformes til odds: $p/1 - p$. Dersom det er mer sannsynlig at noe inntreffer enn at det ikke gjør det er oddsen større enn 1. Oddsen er lik 1 dersom det er like sannsynlig om noe inntreffer som om det ikke inntreffer. Videre fjernes nedre negative grense ved å omforme oddsen ved å ta logaritmen. Dersom oddsen er større enn 1, vil logaritmen være positiv. Dersom oddsen er mindre enn 1 vil logaritmen være negativ og dersom oddsen er 1 vil logaritmen være lik 0. Dermed vil uttrykk på venstresiden være logaritmen av oddsen og kalles logiten.

Koeffisientene vil derfor angi endring i logiten som følge av endringer i de uavhengige variablene eller vise hvor mye logiten endres med en enhet når de andre holdes konstant. Positiv sammenheng fremkommer ved positivt fortegn. Oddsen/sannsynligheten vil øke med høyere verdi på den uavhengige variabelen. Negativ sammenheng fremkommer ved negativt fortegn. Oddsen/sannsynligheten vil synke ved høyere verdi på den uavhengige variabelen.

Ved estimering av koeffisientene benyttes ikke minste kvadraters metode, men Maximum Likelihood Estimation (MLE). Gitt modellen formuleres det en Maximum Likelihood funksjon som skal maksimeres. Funksjonen er basert på estimerer som gjør det mest sannsynlig at vi har fått de observerte y -verdiene. I utskriften presenteres denne verdien. Desto større denne verdien er, i absoluttverdi, desto mer forklarer de uavhengige variablene endringer i den avhengige.

For å utføre signifikanstester på resultatene benyttes Z-test, der estimatoren er:

$$Z = \beta / ASE$$

der ASE er asymptotiske standardfeil. Når utvalget er stort og $\beta = 0$ er estimatoren tilnærmet normalfordelt.

B.B. Hypotesetesting

I analysen ønsker vi å se på forskjeller mellom grupper og finne forventning eller median innad i en gruppe. For å gjøre dette vil vi utføre en serie med hypotesetester. Når man utfører hypotesetesting er det normalt en viss prosedyre som følges:

- Vi har to hypoteser. En er kalt nullhypotesen H_0 og den andre kalles alternativhypotesen H_A .
- Prosedyren begynner med forutsetningen om at nullhypotesen er sann.
- Målet med testen er å finne ut om det er nok bevis til å forkaste nullhypotesen.
- Vi har to mulige utfall:
 - Konkludere med at det ikke er nok bevis til å forkaste nullhypotesen og dermed anta at alternativ hypotesen ikke er korrekt.
 - Konkludere med at det er nok bevis til å forkaste nullhypotesen og dermed anta at alternativ hypotesen er korrekt.
- Det er to typer feilkilder i statistisk testing:
 - Type 1 feil oppstår når vi forkaster en sann nullhypotese.
 - Type 2 feil oppstår når vi ikke forkaster en feilaktig nullhypotese.
- Et forkastningsområde er de verdiene av teststatistikken hvor man velger å forkaste nullhypotesen. Forkastningsområdet blir bestemt av det valgte signifikansnivået.

Når man utfører hypotesetester i dataprogrammer får man ofte ut en P-verdi. P-verdien til testen er den sannsynlighet for å observere en teststatistikk som er minst så ekstrem som den beregnede, gitt at null hypotesen er sann. Dersom P-verdien er mindre enn 0,01 er det meget sterke bevis i favør av at den alternative hypotesen er sann. Dersom P-verdien er mindre enn 0,05 er det sterke bevis i favør av at den alternative hypotesen er sann. En P-verdi mellom 0,05 – 0,1 vil indikere svake bevis i favør av at den alternative hypotesen er sann.

Hypotesetester i forbindelse med regresjonsanalyse

T-test

En sentral test i statistisk inferens er t-testen. Når det sanne standardavviket ikke er kjent må vi bruke t-testen istedenfor en z-test. Fremgangsmåten er imidlertid lik. Vi ønsker å teste verdien på β_j . Testobservatoren vil her være:

$$t = \frac{\hat{\beta}_j - \beta_j}{se(\hat{\beta}_j)} = \frac{\text{estimat} - \text{nullhypotese}}{\text{standard feil}} \sim t_{n-k-1}$$

Testobservatoren er altså t-fordelt med $n - k - 1$ frihetsgrader. T-fordelingen har liknende egenskaper og tetthetsfunksjon som standard normalfordelingen. Den har imidlertid større spredning og dermed tyngre haler. Forventningen er null og variansen er $n/(n - 2)$. Når frihetsgraden blir stor, det vil si at vi har et stort antall observasjoner vil t-fordelingen nærme seg standard normalfordeling.

Alternativhypotesen kan være både ensidig og tosidig. Som standard vil utskriften fra en statistisk programvare bruke en tosidig test der alternativhypotesen H_A er: $\beta_j \neq 0$. Man kan enkelt bruke utskriften til å tolke som ensidig test dersom dette er mer beslutningsrelevant. P-verdien til en tosidig t-test beregnes som: $P(|T| > |t|)$. Når man har beregnet P-verdien for en tosidig test kan man beregne den ensidige P-verdien som halvparten av den tosidige. Dette på grunn av symmetri rundt 0 i t-fordelingen.

F-test

For å kunne teste om en gruppe av variabler ikke har effekt på den avhengige variabelen må vi benytte en F-test. En slik F-test kan brukes til å teste signifikansen til hele modellen. Nullhypotesen til en slik test er:

$H_0 = \beta_1 = \dots = \beta_k = 0$, som vil si at ingen av forklaringsvariablene har en effekt på y .

Alternativhypotesen er at minst én β_j er forskjellig fra null, som vil si at minst én av variablene har en effekt på y . Teststatistikken er:

$$F = \frac{\text{forklart varians}}{\text{forklart varians}} \sim F_{k,n-k-1}, \text{ der } k \text{ er antall ulike variabler.}$$

Nullhypotesen forkastes dersom $F > c$. I tabeller finnes den kritiske verdien c for ulike signifikansnivå og frihetsgrader. P-verdien er definert som $P(F > F)$.

Andre hypotesetester

Z-test

Testen sammenlikner gjennomsnittet eller forventningen til to populasjoner for normalfordelte variable. Statistisk inferens med normalfordelingen følger en standard prosedyre. Hypotesetesten er:

H_0 : Gjennomsnittet til de to populasjonene er den samme: $\mu_1 = \mu_2$

H_A : $\mu_1 \neq \mu_2$, $\mu_1 > \mu_2$, eller $\mu_1 < \mu_2$

Testobservatoren er:

$$z = \frac{\bar{a} - \mu}{\sigma} \sim N(0,1)$$

Forkastningsområdet avhenger av om det er en tosidig- eller ensidig test. Dersom en tosidig test brukes forkaster man dersom $|z| > Z_{\alpha/2}$. Ved ensidig test forkaster vi dersom $z < -Z_{\alpha}$ eller $z > Z_{\alpha}$ avhengig av om vi tester "mindre enn", eller "større enn".

B.C. Wilcoxon's rank sum test for å sammenlikne to populasjoner

Dette er en ikke-parametrisk test som undersøker forskjell i medianen M_i til to populasjoner. Denne testen forutsetter at utvalgene er uavhengige og at vi har enten ordinal- eller intervalldata. Testen bruker rangering som en viktig del av kalkulasjonene. Medianen er brukt som mål på observasjonen ligger i midten av målingene. Median er beregnet ved å plassere observasjonene i rekkefølge og velge den observasjonen som er i midten. I Wilcoxon's rank sum test vil den laveste observasjonen få verdien 1, den nest laveste verdien 2 og så videre. Deretter vil man summere rangen i hvert utvalg. Rangsummen kalles T_i der i er utvalget vi ser på. Like observasjoner tildeles rangtall som er lik gjennomsnittet av rangtallet de ville fått dersom de hadde vært forskjellige. Hypotesetesten er:

H_0 : Lokaliseringen av populasjon 1 og 2 er den samme, $M_1 = M_2$

H_A : $M_1 \neq M_2$, $M_1 > M_2$ eller $M_1 < M_2$

Teststatistikken er, det antas normaltilnærming når $n > 10$:

$$Z = \frac{T - E(T)}{\sigma_T}, \text{ der}$$

$$E(T) = \frac{n_1(n_1 + n_2 + 1)}{2}, \sigma_T = \sqrt{\frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12}}$$

Forkastningsområdet avhenger av om det er en tosidig- eller ensidig test. Dersom vi bruker en tosidig test forkaster man dersom $|z| > Z_{\alpha/2}$. Dersom vi bruker en ensidig test forkaster vi dersom $z < -Z_{\alpha}$ eller $z > Z_{\alpha}$ avhengig av om vi tester "mindre enn", eller "større enn".

B.D. Kruskal-Wallis-testen for å sammenlikne flere populasjoner

Dette er en ikke-parametrisk test som undersøker medianen M_i til flere ulike variable. Målenivået i denne testen må minst være ordinalt, både innenfor mellom utvalgene og innenfor hvert utvalg. Forutsetningene er like som for Wilcoxon testen. Testen er en generalisering av denne testen, der vi nå tester medianen for flere enn to variabler. Hypotesetesten er:

$$H_0: M_1 = M_2 \dots = M_k$$

H_A : Minst en av medianene er ulik de andre

Teststatistikken er:

$$Q = \frac{12}{n(n+1)} \sum_{i=1}^k \frac{R_i^2}{n} - 3(n+1) \sim \text{kjikkvadratfordelt } k-1 \text{ frihetsgrader}$$

Hvor $n = n_1 + n_2 + \dots + n_k$. Der n_i er antall observasjoner i hvert utvalg. $R_1, R_2 \dots R_k$ er rangsummen for hvert enkelt utvalg etter at alle utvalgene er slått sammen og observasjonene er rangert i stigende rekkefølge.

Vi forkaster nullhypotesen dersom $Q > \chi_{k-1, \alpha}^2$. I utskriften beregnes en P-verdi "justert for like". Denne P-verdien tar hensyn til at verdier kan være like og dermed få en lik gjennomsnittsrang. I utskriften beregnes også en Z-verdi på tilsvarende måte som i Wilcoxon's test:

$$Z = \frac{T_n - E(T_n)}{\sigma_n}, \text{ der } E(T_n) = \frac{n(N+1)}{2} \text{ og } \text{var}(T_n) = \frac{n(N+1)(N-n)}{12}$$

B.E. Sign-test for å teste den sanne medianen til en populasjon

Tidligere har vi beskrevet en test som sammenlikner to populasjoner. I andre tilfeller ønsker vi også å estimere hva den sanne medianen til en populasjon er. En test som kan gjøre dette for ordinale data er sign-test. Den er gyldig for enhver utvalgsstørrelse og populasjonstype. Når antall observasjoner i utvalget er større enn 10 kan vi også bruke sentralgrensesetningen og normalfordelingen for enklere beregninger. Hypotesetesten er:

$$H_0: \text{Medianen til utvalget } M_d = M_0.$$

$$H_A: M_d > M_0, M_d < M_0 \text{ eller } M_d \neq M_0.$$

Teststatistikken er:

$$z = \frac{(S - 0,5) - 0,5n}{0,5 * \sqrt{n}}$$

Forkastningsområdet avhenger av om det er en tosidig- eller ensidig test. Dersom vi bruker en tosidig test forkaster man dersom $|z| > Z_{\alpha/2}$. Dersom vi bruker en ensidig test forkaster vi dersom $z < -Z_{\alpha}$ eller $z > Z_{\alpha}$ avhengig av om vi tester "mindre enn", eller "større enn".

C. ANDRE TESTER

C.A. Binær logistisk regresjon

	<i>Omsetning, redusert mye</i>	<i>Næringsutsikter til nå, mye vanskeligere</i>	<i>Næringsutsikter 09, mye vanskeligere</i>
<i>Omsetning</i>	N/A	-0,7657***	-0,8413***
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	N/A	-0,1904	N/A
<i>Kostnad innsatsfaktorer til nå</i>	N/A	-0,2267	N/A
<i>Kostnad finansiering 09</i>	N/A	N/A	-0,0409
<i>Kostnad innsatsfaktorer 09</i>	N/A	N/A	-0,27735*
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Eksport</i>	0,0720++	0,3202	0,4906
<i>Omsetning > 500 MNOK</i>	-0,1758	0,5518**	0,5622
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	2,3758***	1,4604***	1,3379***
<i>Industri</i>	1,6046***	1,0427**	0,9690**
<i>Olje og Energi</i>	0,3600	0,5223	0,4606
<i>Eiendom</i>	2,2028++	1,0769	1,1720
<i>Log-likelihood:</i>	<i>-112,888</i>	<i>-132,75</i>	<i>-136,47</i>

Tabell 33: Binær logistisk regresjonsanalyse med Omsetning og Næringsutsikter som avhengig variabel, jfr. Tabell 4. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå. Tilsvarende for +, men disse var ikke signifikante ved bruk av ordinær regresjon (T-test).

	<i>Lån 09, vanskeligere</i>	<i>Obligasjoner 09, vanskeligere</i>	<i>Ekstern EK 09, vanskeligere</i>
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-1,4199***	-0,9066	-1,1941***
<i>Makroutsikter 09</i>	-1,3853**	-1,6808***	-1,1825***
<i>Omsetning</i>	-0,1316	-0,4561	0,1717
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Bankforbindelse > 7 år</i>	-0,4175	N/A	N/A
<i>Eksport</i>	0,6338+	0,7872	-0,0114
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	-0,5393	-0,6523	-0,3257
<i>Industri</i>	-0,4392	-0,8291	-0,1454
<i>Olje og Energi</i>	-0,6978	-0,5388	-0,8951
<i>Eiendom</i>	1,0657	1,1020	0,0258
<i>Log-likelihood:</i>	<i>-111,193</i>	<i>-50,665</i>	<i>-89,971</i>

Tabell 34: Binær logistisk regresjonsanalyse med Lån, Obligasjoner og Ekstern EK som avhengig variabel, jfr. Tabell 8. "09" representerer forventning i endring av faktoren i løpet av 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå. Tilsvarende for +, men disse var ikke signifikante ved bruk av ordinær regresjon (T-test).

	<i>Factoring, økt</i>	<i>Utbyttereduksjon, redusert mye</i>	<i>Salg av driftsmidler, økt</i>
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-1,3503 ⁺⁺	-1,6975 ^{***}	-1,6850 ^{***}
<i>Makroutsikter til nå</i>	N/A	0,3536	0,5603 ^{**}
<i>Omsetning</i>	0,1174	-0,5089 ^{**}	N/A
<i>Tap på kundefordringer</i>	-0,1555	N/A	N/A
<i>Bedriftsindikator:</i>			
<i>Ekstern EK 09</i>	N/A	-0,4613	N/A
<i>Eksport</i>	-0,4603	0,3257	-0,9642
<i>Børs</i>	0,1842	-1,2520 [*]	1,6506 ^{**}
<i>Bransjeindikator:</i>			
<i>Bygg og anlegg</i>	-1,7625	0,6962	1,3961 ^{**}
<i>Industri</i>	--0,6145	-0,4117	0,0479
<i>Olje og energi</i>	-1,4760	-0,3612	0,1286
<i>Eiendom</i>	-20,6939	0,2095	1,5370
<i>Log-likelihood:</i>	<i>-52,109</i>	<i>-71,73</i>	<i>-80,319</i>

Tabell 35: Binær logistisk regresjonsanalyse med Factoring, Utbyttereduksjon og Salg av driftsmidler som avhengig variabel, jfr. Tabell 13. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009, "09" indikerer forventet endring i 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ^{***}, ^{**} og ^{*} indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå. Tilsvarende for ⁺, men disse var ikke signifikante ved bruk av ordinær regresjon (T-test).

	<i>Kassekreditt, økt bruk</i>	<i>Ramme på kassekreditt, redusert</i>
<i>Ramme på kassekreditt</i>	1,2147 ^{***}	N/A
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-1,3353 ^{***}	-1,2062 ⁺⁺⁺
<i>Omsetning</i>	-0,2867	-0,4939 ^{**}
<i>Bedriftsindikator:</i>		
<i>Bankforbindelse > 7 år</i>	N/A	-0,5869
<i>Eksport</i>	0,5419	0,4642
<i>Børs</i>	0,1394	0,1830
<i>Bransjeindikator:</i>		
<i>Bygg og anlegg</i>	0,0979	0,0532
<i>Industri</i>	-0,0596	0,9017
<i>Olje og energi</i>	-0,5646	0,3751
<i>Eiendom</i>	-0,6573	1,2145
<i>Log-likelihood:</i>	<i>-117,209</i>	<i>-76,849</i>

Tabell 36: Binær logistisk regresjonsanalyse med Kassekreditt og Ramme på kassekreditt som avhengig variabel, jfr. Tabell 14. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes appendiks A.C. og B. ^{***}, ^{**} og ^{*} indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå. Tilsvarende for ⁺, men disse var ikke signifikante ved bruk av ordinær regresjon (T-test).

	<i>Investeringsplaner, redusert</i>	<i>Ansatte, redusert</i>
<i>Kostnad finansiering til nå</i>	-0,4348***	N/A
<i>Makroutsikter til nå</i>	-0,3212	N/A
<i>Investeringsplaner</i>	N/A	-0,6308***
<i>Omsetning</i>	-0,6823***	-1,2047***
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-0,8939**	-0,4685
<i>Bedriftsindikator:</i>		
<i>Eksport</i>	0,2984	-0,3051
<i>Bransjeindikator:</i>		
<i>Bygg og anlegg</i>	0,5908	-0,4004
<i>Industri</i>	-0,0698	-0,3279
<i>Olje og energi</i>	-0,5135	-1,4261***
<i>Eiendom</i>	0,0172	-0,0916
<i>Log-likelihood:</i>	<i>-126,852</i>	<i>-143,080</i>

Tabell 37: Binær logistisk regresjonsanalyse med Investeringsplaner og Ansatte som avhengig variabel, jfr. Tabell 17. "Til nå" indikerer endring fra finanskrisens begynnelse til medio februar 2009. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. ***, ** og * indikerer signifikant variabel på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå. Tilsvarende for †, men disse var ikke signifikante ved bruk av ordinær regresjon (T-test).

C.B. Kruskal-Wallis

	<i>Tilgang leverandørkreditt</i>
<i>Ingen betalingsproblemer</i>	-3,50
<i>Ikke, ingen betalingsproblemer</i>	3,50
<i>P-verdi:</i>	<i>0,0000***</i>

Tabell 38: Tilgang på leverandørkreditt i forhold til betalingsproblemer. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. Tallene i tabellen beskriver variabelenes Z-verdier. ***, ** og * indikerer signifikant ulikhet mellom bransjene på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå, p-verdien er juster for like (Kruskal-Wallis).

	<i>Investeringsplaner</i>
<i>Tilbakeholdt EK 02-07</i>	-2,13
<i>Ikke, tilbakeholdt EK 02-07</i>	2,13
<i>P-verdi:</i>	<i>0,021**</i>

Tabell 39: Investeringsplaner i forhold til tilbakehold egenkapital som historisk hovedfinansieringskilde. Beskrivelse av variabler og teststatistikker finnes i appendiks A.C. og B. Tallene i tabellen beskriver variabelenes Z-verdier. ***, ** og * indikerer signifikant ulikhet mellom bransjene på hhv. 1 %, 5 % og 10 % nivå, p-verdien er juster for like (Kruskal-Wallis).

D. INTERVJU: SPAREBANK1 TELEMAR

Per Preben Prebensen – Viseadministrerende banksjef

Prebensen mener finanskrisen er fersk og utslagene realøkonomisk hittil er små. Det er også lite som tyder på problemer i de fleste bedrifters regnskap. Han påpeker imidlertid at alle vet noe kommer til å skje, "det er som en Tsunami hvor vannet nå har trukket seg tilbake og vi vet flodbølgen kommer."

Det blir også påpekt at effekten vil være forskjellig for de ulike typene banker, hvor de mindre bankene i Norge trolig vil merke krisen i mindre grad enn de større og internasjonale.

Bankens finansiering

Kapitaldekningen hos Sparebank1 Telemark er meget sterk, på 17,3 % mens kravet er 8 %. Banken er finansiert 70 % av innskudd, det resterende er obligasjonslån til dels notert på Oslo Børs, bilaterale lån og andre eksterne lån. Banken har ikke problemer med likviditet, og det har derfor ikke påvirket utlånsvolumet sier Prebensen. Fremover forventer Sparebank1 Telemark en utlånsvekst på 5 %.

Kostnaden på kapital er et større problem enn tilgangen, innlån er betydelig dyrere enn før. Tidligere lå NIBOR 0,15-0,20 prosentpoeng over styringsrenten og bankens innlånsrente tilsvarende over igjen, slik at marginen totalt var 0,3-0,4 prosentpoeng. Nå ligger NIBOR ca. 0,5 over styringsrenten, i tillegg må banken betale 1,5-2 prosentpoeng over det igjen. Prebensen ser riktignok at styringsrenten og NIBOR konvergerer og tror kanskje på en margin mellom dem på 0,3 i løpet av et par måneder. Marginen mellom NIBOR og innlån var på vei inn, men snudde igjen i februar 2009. Utviklingen videre er han usikker på.

Marginen på innlån er svært avhengig av lengden på lånene. Kortsiktige lån kan ha en margin over NIBOR på ca. 0,6 prosentpoeng, mens langsiktige har opp mot 1,6-1,7. Eksempelvis nevner Prebensen et lån banken inngikk forrige uke, et tre års obligasjonslån på 100 MNOK. Vilårene ble 1,74 prosentpoeng over NIBOR, ca. 2,25 over styringsrenten. Samtidig inngikk banken avtale på et ettårs lån på 100 MNOK for et kommunalt selskap. Marginen ble på kun 0,64 over NIBOR, mest på grunn av lengden.

De økte marginene slår ikke særlig ut på eksisterende lån, her forsøkes den å holdes på samme nivå. Derimot vil det for nye kunder og til dels gamle kunder med nye prosjekter komme en markant økning i marginer.

Når det gjelder innskudd er renten høy siden annen finansiering er ekstremt dyrt. Små sparebanker får kun finansiering fra innskudd og presser prisen opp og lager et tøft marked. Sparebank1 Telemark forventer en innskuddsvekst på 7 % inneværende år.

Markedsrisiko er ikke et stort moment for banken. Likvid kapital må plasseres et sted, men banken er i praksis ikke i aksjemarkedet og har således liten risiko. Når det gjelder kredittrisiko er betalingsevnen hos personkunder god, selv om eiendomspriser faller. Arbeidsledigheten kan øke noe og gi risiko sammen med forventningen om økte tap fra bedrifter. Likviditetsrisikoen er derimot den største utfordringen. Problemene med å refinansiere seg er til stede.

Utlånspolitikk

Sparebank1 Telemark vil stille strengere krav ved utlån etter finanskrisen. Nye låneavtaler fremstår med større risiko siden markedet er usikkert og banken har noe økt kredittrisiko. For å redusere denne bruker banken covenants, reforhandlinger og pant som ofte ligger i kontraktene.

Spesielt nevnes høyere egenkapitalkrav som vil bli strengere fremover og er den vanligste covenanten banken benytter. Bankens vil også i større grad følge opp kvartalsregnskap fremfor de reviderte årsregnskapene for tidligere å kunne finne problemer i bedriftene. Det vil også være aktuelt å legge begrensninger på utbytte. Bankens har imidlertid ikke innført særlige endringer når det gjelder krav til pant og arbeidskapital.

Banken er generelt mer skeptisk til lange lån. Det avhenger selvfølgelig av sikkerhet, men banken har ikke lyst til å binde rente over lang tid på grunn av de høye marginene. Reforhandling etter et år kan derfor ofte være et alternativ. Store utlån på over 100 MNOK sitter også lenger inne for banken å finansiere.

Bedrifiers betalingsevne

Sparebank1 Telemark har ikke opplevd særlig betalingsproblemer blant bedrifter. Mislighold fra kunder har for så vidt økt med omtrent 50 %, men dette omtrent fra null, så nivået er fremdeles lavt. Banken tror dette vil komme i større grad. Bedriften ønsker kanskje å holde et ryddig forhold til banken og prioriterer den først. Svært få bedrifter ønsker refinansiering, enda.

Av bransjer er bygg og anlegg den som sliter mest. Til dels også eiendom og IT-bedrifter. Når det gjelder størrelse på bedriften har ikke Prebensen merket noen særlig forskjell, men når det gjelder uttrykt bekymring hører banken mest fra de store bedriftene.

Ulike finansieringsprodukter

Etterspørselen etter lån fremstår nokså uendret og banken føler ikke at investeringsaktiviteten har endret seg enda. For leasing har etterspørselen gått opp, men samtidig har prisene også økt, så volumsmessig er det ikke store endringer.

Banken har merket en økt utnyttelse av drifts og kassekreditt. Samtidig har prisene endret seg til ugunst for bedriftene allerede ettersom de store renteendringene. Banken har derimot ingen større margin her. Det vurderes å redusere rammene for kreditt. Spesielt for de som har høye rammer og liten utnyttelse. Preben tror også at bedriftene benytter seg av sine leverandører for å bidra til finansiering. Bedriftene som bidrar må finansiere seg på en annen måte.

En del bedrifter ønsker å utsette avdragsbetalinger, dette er en enkel måte å tilføre likviditet på. Banken er ofte imøtekommende og ønsker å finne en best mulig løsning. Det er bedre å la bedriften leve enn å la den gå konkurs, selv om avdragsbetalinger ønskes opprettholdt så lenge som mulig.

Banken har ikke merket noen etterspørselsendring etter factoring. En del ønsker å ta hånd om fakturering selv, da de sitter inne med 1.håndsinformasjon om kundene.

E. INTERVJU: DNB NOR

Intervjuobjekt: Jan Erik Jebsen – Assisterende banksjef SMB

Betingelser på lån

Rentemarginer på utlån til bedrifter har økt og det er mye lettere å få lån for gamle kunder. Eksisterende kunder får ofte mye bedre betingelser enn nye kunder. Nye kunder må gjerne akseptere rentemargin flere prosentpoeng høyere enn gamle kunder. Jebsen uttrykker generelt stor skepsis til nye kunder og kunder får ikke bedre betingelser ved å skifte bank! Spesielt innenfor eiendom vil ofte ikke nye kunder bli akseptert. Spennende bedrifter i industrien vil bli gitt finansiering til OK betingelser, ifølge Jebsen.

Som følge av dårligere kredittverdighet generelt er strengere betingelser for covenants på nye avtaler innført. Dette gjelder både strengere krav til rapportering (gjerne kvartalsvis) og begrensninger på eierskapskifte.

Endrede forhold i banken

DnBNOR sliter med stor andel kortsiktig finansiering. Marginene på innlån, over NIBOR, har økt for bankene og spesielt gjelder dette langsiktig finansiering. Mer langsiktig finansiering er ønskelig, men det er generelt veldig dyrt. De lange obligasjonene som ble utstedt av DnBNOR i fjor høst var trolig en god idé, selv om mange mente det var dyrt, sier Jebsen.

Bedrifter som vil ha store lån, over 100 MNOK vil nå for tiden ha problemer med å få det, rett og slett fordi at banken ikke ønsker å låne ut så mye penger, selv om prosjektene er gode. Som følge av dette er en egen komité opprettet for å vurdere lån over 100 MNOK.

Banken ønsker å øke innskuddene for å bedre likviditet og finansiering. DnBNOR prøver å tiltrekke seg innskudd med bruk av høye innskuddsrenter og generelt bedre betingelser.

Høsten 2008 var de store risikoene på likviditet og markedsrisiko. I tiden fremover mener Jebsen de største problemene vil være på kredittsiden, gjennom mislighold av lån. Større risiko på utlånsportefølje vil kreve høyere kapitaldekningsbehov for banken, jfr. Basel II.

Endrede forhold i bedriftene

Mislighold av lån har økt marginalt, Jebsen forventer større tap der utover våren. DnBNOR opplever generelt dårligere betalingsevne hos bedriftene. Det blir som en dominoeffekt; når en leverandør ikke klarer å betale forplanter det seg videre på samarbeidspartnere. Bransjer med økte problemer er bygg og anlegg, samt eiendom. Bedriftene ønsker et godt forhold til banken og prioriterer derfor å betale renter og avdrag der før de gjør opp for sine forpliktelser til andre. DnBNOR har derfor foreløpig ikke opplevd mislighold på lån i større grad.

Bedrifter har økt bruken av driftskreditt. Rammen på driftskreditt er uendret, det er vanskelig for banken å endre den, selv om det i enkelte tilfeller ville vært ønskelig. Dette av juridiske og andre praktiske årsaker. Banken presser imidlertid opp renten, spesielt på dårlige kunder.

Bedrifter etterspør avdragsfrihet på lån i noe større grad. DnBNOR er utgangspunktet ikke veldig begeistret for slike tiltak, men det kan være en måte å hjelpe bedriften ut av problemer.

Jebsen merker en økt tendens til bruk av factoring. Kunder er ofte mer villig til å betale når de ser at faktura er utstedt av DnBNOR finans, enn direkte fra bedriften. Bedrifter får nå lavere finansiering, i %, ved bruk av factoring sammenliknet med før finanskrisen.

F. INTERVJU: ANONYMT BANKEID LEASINGSSELSKAP

Anonymt intervju

Intervjuer ønsket å være anonym og at bankens navn ikke ble nevnt i oppgaven.

Leasing

For bedrifter vil det være nærmest like vanskelig å få leasingavtaler som banklån. Leasingsekskapet er jo egentlig en bank, og har den samme finansieringssituasjonen. Der forventes derfor økte priser for å kompensere for økte finansieringsmarginer og for å kompensere for egen risiko. Vi får vite at selskapet ser for seg en "skarp opprising på rundt 50 %."

Selskapet vil være mye mer restriktive på å gi leasing. Fokuset vil være på eksisterende gode kunder. De kan ikke lete etter nye og vil heller ikke ha nye. Det vil derfor være essensielt med et langt kundeforhold. Det er nå vanskelig å bytte bank, og vi får høre: "man må ta det man får, for man får heller ikke i en annen bank."

Det er også stor endring i lengden på leasingavtaler. Tidligere kunne avtalene gjerne gå opp mot 10 år. Nå har leasingsekskapet satt et absolutt maksimum på 5 år. Da må bedriftene betale høyere beløp per år, og det store beløpet kommer fortore.

På etterspørselsiden sees en liten økning som følge av vanskeligere lånefinansiering. Samtidig kutter mange bedrifter i investeringer, slik at etterspørselen på grunn av dette reduseres. Salget av leasing forventes totalt sett å gå ned rundt 50 %.

Når det gjelder brudd på covenants har selskapet ikke merket mye. Intervjuobjektet sier at uansett er det svært vanskelig for selskapet å øke marginene på allerede inngåtte kontrakter, selv ved covenantsbrudd. Kunden må selv akseptere økte marginer. Dette kan skje for eksempel i sammenheng med ønske om et nytt låneopptak til noe annet fra banken, da kan en betingelse være reforhandling av leasingavtaler.

Når vi spør spesifikt om bransjer får vi vite at byggbransjen sliter spesielt, men ikke anlegg like mye på grunn av mye offentlig kjøp og finansiering. Transportbransjen sliter også, siden dette er en bransje som har operert med lave marginer. IT bransjen gir banken sjelden leasing til. Dette på grunn av mye human kapital og lite pantbare objekter i bransjen.

Annet

Vi får vite at leasing blir en betydelig viktigere finansieringskilde for bedrifter. Banken antar en tredobling av bedrifter som utnytter leasing.

Det blir også påpekt at skattefordelen ved leasing har blitt relativt svakere siden avskrivningsmetodene har blitt endret. Satsene har blitt høyere, slik at bedrifter kan avskrive mer ved kjøp, men fremdeles er det fordelaktig med leasing. Et annet viktig moment er at mange bedrifter kanskje ikke er i skatteposisjon i det hele tatt, så eventuell gevinst vil komme år frem i tid, mens det nå de har et kapitalbehov

Sale-leaseback blir også trukket frem. Banken kjøper ikke midler selv, men kan hjelpe med tilretteleggelse av slike avtaler.

Intervjuobjekt: Anders Johnsrud – Leder analyseavdelingen

Om Bedrifter

De fleste kunder sliter ikke med betalingsproblemer ennå og banker opplever ikke store tap på store bedrifter. Bedrifter sliter mer med å overholde covenants, enn selve nedbetalingen. Covenants fungerer som en sikkerhetsventil for bankene og dette indikerer potensielle problemer i fremtiden. Ifølge Johnsrud får bedrifter stort sett lån til OK betingelser, dersom den bruker eksisterende bankforbindelse. Dersom bedrifter prøver å bytte bankforbindelse er kranen skrudd igjen. Kun få spennende bedrifter har mulighet til dette. Ved nye lån vil det stilles strengere krav og dårligere betingelser, sammenliknet med før finanskrisen.

Bedrifter respons er mer føre var, enn krisetiltak. Utfordringen er å matche aktiva og passiva og tilpasse egenkapital til langsiktig gjeld. Bedrifter ønsker også å redusere eksponering mot risiko, spesielt er det mye fokus på motpartsrisiko. Leverandørkreditt og andre goder kuttes det ned på. Dette gjelder for så vidt både bedrifter og banker. Bedrifter passer også på forfallsrisiko. Bedriften må sørge for å kunne nedbetale gjelden. Refinansieringsrisiko er bedrifter mer oppmerksom på nå som følge av vanskeligere tilgang på finansiering. Bedrifter ønsker ikke at all gjeld forfaller på samme tid.

Andre endringer

Som følge av finansielle utfordringer blir bedrifter mer fokusert på å kutte kostnader og redusere risiko. FinCorp har merket økt etterspørsel etter følgende produkter:

- Økt bruk av bankgarantier.
- Bedrifter samler flere konti med ulik valuta i en konto notert i NOK, dette gjelder spesielt bedrifter i netto låneposisjon.
- Samle ulike konti i et kontosystem.

Factoring

Ingen merkbar forskjell i etterspørsel og bruk av denne type finansiering. Noe endrede betingelser, som er avhengig av bransje. Etterspørselen er avhengig av hvilke kunder bedriften har.

Leasing

FinCorp har observert en sterk økning i etterspørsel etter leasing den siste tiden. FinCorp driver kun med sale-leaseback. Sale-leaseback kan gjøre med eiendom, produksjonsutstyr, varelager. Dette gjøres for å redusere balansen og frigjøre likviditet. Men å leie er ofte dyrere enn å eie. En leasing avtale gjelder typisk 1-5 år. Sentrale krav til bedriften og objektet som det foretas en sale-leaseback på er: Omsettelighet av objektet samt kapital og kontantstrøm i bedriften.

Magnus Myrseth

Factoring og fakturakjøp

SVEA Finans har opplevd en økt etterspørsel etter factoring og fakturasalgstjenester. Myrseth sier at selskapene som "før var gode kunder i banken, kanskje ikke er gode nok nå, og da henvender de seg til oss." Han tror altså at endringen kommer som følge av både økt usikkerhet rundt kunders betalingsevne og problemene med å få finansiering andre steder.

På tilbudssiden har ikke SVEA Finans store problemer med å kunne tilby sine tjenester. Selskapet har derimot blitt mer forsiktige med tanke på hvem de tar inn som kunder. Det kreves også mer sikkerhet, slik at kreditten bedrifter får nok ikke kan bli like stor som tidligere.

Myrseth sier at prisen har gått noe opp som følge av usikkerheten, men siden rentene nå er på vei ned blir kreditten billigere. Derfor er nok produktet totalt sett billigere. Det blir igjen presisert at SVEA er mer restriktive på hvem som kan få tjenesten. SVEA Finans har økt det totale salgsvolumet etter finanskrisen.

De typiske betingelsene er det vanskelig for SVEA Finans å si noe om da typen av kunder varierer stort. Selges det til private eller til bedrifter, er bedriften stor eller liten, hva driver den med, hvordan er kapitalstrukturen er faktorer som må vurderes. Avtaler skreddersys altså til hver bedrift.

Oppsigelser av eksisterende avtaler har ikke blitt gjort, og er heller ikke særlig aktuelt fremover. Dette fordi de har hatt gode rutiner om valg av kunder og betingelser i avtalene om sikkerhet og lignende.

Inkassovirksomhet

Selskapet merker at det har blitt flere inkassosaker etter finanskrisen. Samtidig har betalerne blitt dårligere. Myrseth bemerker at SVEA Finans kommer godt ut av dette da det økte volumet kompenserer mer enn tapet på mislighold utgjør.

SVEA Finans merker ikke noe særlig til at bedriftene betaler regningene senere. Myrseth tror dette kan ha noe med at når det står SVEA på fakturaen, så betaler man. Likevel mener han at tregere betalinger er nok noe bedriftene føler.

I. INTERVJU: SG FINANS

Arne Geir Hodnefjell – sjef for Factoring og Leasing i Norge

Factoring

SG Finans har merket en betydelig økt etterspørsel etter factoring siden finanskrisen begynte i høst. Det blir påpekt: "Tidligere har bedriftene flommet over av penger og bankene har stått i kø for å låne ut. Nå har mange av disse stoppet og da er factoring et alternativt nisjeprodukt man kanskje ser mer til." Generelle likviditetsproblemer kan også være en årsak til økt etterspørsel sammen med større tap på kundefordringer.

Det er ingen spesielle bransjer som har ønsket mer av produktet i forhold til før, men når det gjelder størrelse kan det se ut til at det er de største bedriftene som etterspør mer.

Selskapet har blitt mye mer forsiktige før de tar imot nye kunder. SG Finans har sterke krav til lønnsomhet og tilbudet av tjenesten har helt klart gått ned. Prisene har gått opp som følge av økt innlånsrente til selskapet pluss endret risikobildet. Likevel påpeker Hodnefjell at totalvolumet økte i 2008, og det forventes en høy øking i 2009. Det har ikke blitt sag opp flere avtaler enn det som er vanlig.

Leasing

Når det gjelder leasingproduktet har selskapet merket en betydelig lavere investeringsaktivitet og etterspørselsnedgang. Spesielt innen anlegg og transport tørr ikke bedrifter å investere slik dagens økonomiske situasjon er.

Tilbudsbildet er nokså likt som for factoring. Man er mer forsiktig og prisen har økt. Lengden på avtalen kan være et element og vil kanskje gå noe ned, men det er ingen store endringer.

Det påpekes at et godt kundeforhold er viktig og banken er villig til å strekke seg lengre for å hjelpe disse ut av vanskelige situasjoner. SG Finans er mer skeptiske til å ta inn nye kunder. Likevel er de

fullt i stand til det, de har godt med kapitalreserver, men er mer nøye på risikoanalyser og andre vurderinger av nye kunder.

J. UTFYLLENDE TEORI

J.A. Eksempel: Miller & Modiglianis 1. teorem

Miller & Modigliani sitt argument for irrelevant finansiering bygger på arbitrasjeteori som sier at to identiske kontantstrømmer skal ha identisk verdi. Anta to selskaper, U og L . Selskapene er identiske på aktiva siden, men ulike på passiva siden. Selskap U er kun finansiert med egenkapital, mens L er finansiert med egenkapital og gjeld. Verdien av de to selskapene, V_U og V_L vil være lik ettersom de vil generere den samme kontantstrømmen.

Dersom dette ikke er tilfellet kan retten på den billigste kontantstrømmen kjøpes og samtidig selge den dyre, slik vil en risikofri gevinst oppstå. Om $V_U > V_L$ kan aksjer i U selges for så å kjøpe en tilsvarende andel av L i form av både aksjer og gjeld. En gevinst blir sikret i dag, samtidig vil kontantstrømmene nulles ut i fremtiden.

Slike arbitrasjemuligheter skal ikke eksistere i et effisient marked. Av *Tabell 40* fremgår utbetalingsprofilen ved kjøp av en andel α i selskap U , og en andel α i selskap L sin egenkapital, S_L , og gjeld, B_L . Selskapene vil tjene X_i avhengig av hvilken tilstand som inntreffer i fremtiden, mens gjelden forfaller til pålydende Z . Andelene i selskap L s egenkapital og gjeld gir samme totalavkastning som en andel i selskap U . Verdiadditivitet støtter derfor Miller & Modiglianis argument.

	I dag	Tilstand 1	Tilstand 2	Tilstand n
Selskap U	αV_U	αX_1	αX_2	αX_n
Selskap L, egenkapital	αS_L	$\alpha(X_1 - Z)$	$\alpha(X_2 - Z)$	$\alpha(X_n - Z)$
Selskap L, gjeld	αB_L	αZ	αZ	αZ
Selskap L, total	αV_L	αX_1	αX_2	αX_n

Tabell 40: Bevis for irrelevant kapitalstruktur.

J.B. Eksempel: Pecking-Order

Dersom et selskap har en investeringsmulighet med nettonåverdi y og markedsverdi på x vil ledelsen kunne øke verdien av selskapet til $(x + y)$, til investeringsbeløpet, N . Dersom det kreves ekstern egenkapital blir derimot forholdene annerledes. På grunn av den asymmetriske informasjonen vet

ikke markedet den virkelige verdien på x og y , men ser kun en sannsynlighetsfordeling ($\tilde{x} + \tilde{y}$) av verdien.

Ledelsen vet den virkelige verdien av den reiste kapitalen, N_1 , som er avhengig av hvor stor andel av selskapet som selges og de sanne verdiene av x og y . Ny egenkapital vil derfor være over eller undervurdert ved $\Delta N = N_1 - N$. Ledelsen vil maksimere de eksisterende aksjonærenes verdier. Dersom ledelsen har fordelaktig informasjon om selskapet vil de hente ny kapital og investere dersom nettonåverdien til investeringen overstiger feilprisingen av selskapet, det vil si om: $y \geq \Delta N$.

Dersom ledelsen har ufordelaktig informasjon om selskapet, $\Delta N < 0$, vil det alltid ønske å hente kapital, uansett om den bare plasseres i en passiv bankkonto, fordi aksjen er overpriset. Når ledelsen derimot har fordelaktig informasjon kan det hende at prosjekter med positive nettonåverdier vil bli forbigått dersom prosjektets inntjening ikke kompenserer for at man selger underprisede aksjer, dette om $y < \Delta N$.

Om prosjekter med positiv netto nåverdi blir forkastet på grunn finansieringen representerer det en kostnad for selskapet.

Dersom det er en mulighet til å hente ekstern gjeld fremfor ekstern egenkapital vil dette foretrekkes. Gjeld er et sikrere verdipapir enn aksjer og feilprisingen blir derfor mindre. I tillegg kan informasjon gis til investorer uten å tilfalle konkurrenter, dermed minsker den asymmetriske informasjonen. Feilprisingen blir mindre og ΔN nærmer seg 0. Ekstern gjeld bør brukes fremfor egenkapital om selskapet er underpriset.

K. BASEL II

Basel II brukes for å regulere mange norske banker. Reglene skal sørge for at bankene har et minimum av egenkapital, ikke påtar seg for mye risiko og har gode kontrollrutiner. Basel II vil derfor ha påvirkning på bankenes utlånspolitikk med tanke både på volumeffekter og hvilken risikoeksponering de kan ta på nye utlån.

En banks samlede ansvarlige kapital må være minst 8 prosent og kjernekapitalen må utgjøre minst halvparten av beregningsgrunnlaget. Bankens egenkapital utgjør i hovedsak kjernekapitalen, mens ansvarlig kapital også omfatter for eksempel ansvarlige lån. For å beregne minimum kapital må bankene ta hensyn til ulike typer risiko:

- *Kredittrisiko* omfatter bankenes utlånstap.
- *Markedsrisiko* omfatter endringer i aksjeutbytte og kursgevinster eller tap på derivater, valuta og verdipapirer.
- *Operasjonell risiko* oppstår ifølge Norges Bank som følge av mangelfulle eller mislykkede interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller eksterne hendelser.

Minimumskravet til en banks ansvarlige kapital beregnes i prosent av sine risikovektede eiendeler:

$$\frac{\text{kjernekapital} + \text{tilleggs kapital}}{\text{kredittrisiko} + \text{markedsrisiko} + \text{operasjonell risiko}} \geq 8\%$$

I tillegg er *likviditetsrisiko* viktig i Basel II reglementet. Denne risikoen kvantifiseres ikke og er dermed ikke med i minstekravet til kapitaldekning, men inngår derimot i pilar 2 som omhandler vurdering av samlet kapitalbehov. Likviditetsrisikoen beskriver risikoen for at banken

ikke kan overholde sine betalingsforpliktelser. Denne risikoen er svært viktig med tanke på hvilke renter bankene må betale for sin finansiering da den indikerer risikoen for at motparten ikke vil få betalt tilbake utlånet. Høy likviditetsrisiko førte til de store svingningene i pengemarkedsrentene høsten 2008.

De tre pilarer i Basel II:

Pilar 1: Minstekrav til ansvarlig kapital

Pilar 2: Krav til vurdering av samlet kapitalbehov og tilsynsmessig oppfølging

Pilar 3: Markedsdisiplin

Bankene må selv lage systemer som kan måle risikoen, modellen må godkjennes av kredittilsynet. Basel II regelverket ble innført for å gjøre minstekravet i de enkelte bankene mer likt bankenes risikoprofil. Noen eksperter og fagmiljøer mener at det nye regelverket gjør kapitalkravet mer sensitivt mot endringer i kredittrisiko og dermed konjunkturforsterkende.⁷⁰ I oppgangstider vil kredittrisikoen bli relativt sett lav og bankene vil da kunne øke utlån i større grad. Økte utlån vil i seg selv øke kredittrisiko, mens små tap på utlån vil redusere nettoeffekten av økte utlån på kredittrisiko. Når en nedgangskonjunktur kommer kan bankene sitte på mye utlån som banken får økte tap på og dermed vil kredittrisikoen øke. Med økt kredittrisiko vil bankene i mindre grad ha evne til å gi nye lån. Dette merket bankene mot slutten av 2008 og DnBNOR rapporterer at kredittrisikoen økte til 59 milliarder NOK ved utgangen av 2008 mot 43 milliarder året før. Med svake økonomiske utsikter og medfølgende svekkelse i kredittkvalitet vil vi forvente at kredittrisikoen vil øke i tiden fremover og redusere bankenes muligheter til å gi lån.

Samtidig har lavere egenkapital, som følge av økte tap/nedskrivinger, redusert telleren i kapitaldekningskravbrøken. Dette vil direkte føre til at bankene må redusere sine utlån.

Ved utgangen av 3. kvartal hadde norske banker en kjernekapitaldekning på 8,8 % og en kapitaldekning på 11,4 %. Enkelte banker frykter nok at de skal bryte kravene til kapitaldekning som følge av økt risiko.

⁷⁰ E24.no

L. KONGSBERG AUTOMOTIVE HOLDING

L.A. Balanse og resultat

Balanse (MNOK)	2007	2008
Langsiktig rentebærende gjeld	405,2	410,6
Annen langsiktig gjeld	35,2	59,4
Total langsiktig gjeld	440,4	470,0
Kortsiktig rentebærende gjeld	119,0	67,3
Leverandørgjeld	106,9	67,9
Annen kortsiktig gjeld	47,0	55,5
Total kortsiktig gjeld	272,9	190,7
Total gjeld	713,3	660,7
Bokført EK	63,7	122,5
Anleggsmidler	423,1	475,4
Andre langsiktige eiendeler	14,3	43,5
Total langsiktig eiendeler	437,4	518,9
Kontanter	42,7	48,3
Kundefordringer	167,8	111,8
Andre kortsiktige eiendeler	129,1	104,2
Total kortsiktige eiendeler	339,6	264,3
Totale eiendeler	777,0	783,2
Resultat (MNOK)	2007	2008
Inntekter	543,9	905,9
EBITDA	55,0	45,9
Avskrivning/verdijustering	-14,7	-49,6
EBIT	40,3	-3,7
Finansinntekt	0,7	2,0
Finanskostnad	-11,7	-38,9
Verdijustering finansinstrumenter	0,2	-112,0
EBT	29,5	-152,6
Skatt	-5,7	25,8
Resultat	23,8	-126,8
Kontantstrøm (MNOK)	2007	2008
Netto investeringsaktiviteter	-411,9	-39,0
Netto finansieringsaktiviteter	394,3	16,2

L.B. Forklaring estimater

Tabell 20

Kontantbeholdning: 2009 IB er basert på kontantbeholdning minus 20 MEUR som forventes å være et minimum for videre drift.

EBITDA: Prediksjon på EBITDA er basert på rapporter fra KOA og estimater gitt fra nye kontrakter.

Rentekostnader: Er basert på rentemargin opplyst fra KOA, samt prediksjon om utvikling i renter i markedet.

Skatt: På grunn av utsatt skattefordel på 38 MEUR vil trolig KOA ikke havne i skatteposisjon før tidligst 2012, vi har derfor satt skattebeløpet lik 0.

Andre finansaktiviteter: Et nytt lån via Innovasjon Norge på ca 16 MEUR (145 MNOK).

Arbeidskapital: Som følge av reduksjon i varelager og kundefordringer på 30 %, forventes det en nedgang i arbeidskapital på 20 MEUR i løpet av 2009.

Salg av eiendeler: Gjelder KOAs salg av lufttrafikkavdelingen for 20 MEUR februar 2009.

Investeringer: Er forventet å bli 3 % av omsetning, basert på uttalelser fra KOAs ledelse.

Avdragsbetalinger: I henhold til nedbetalingsplan med DnBNOR og Nordea.

L.C. Gjeldscovenants

Som en konsekvens av den nye forretningsplanen er nye covenants i forhold til den nye låneavtalen blitt etablert. Den nye covenants benytter følgende variabler:

- Nominell 12 måneders rullerende EBITDA
- Netto gjeld/EBITDA
- Rentedekningsrater
- Nominelt egenkapitalsnivå
- Investeringsbegrensninger
- Kontantstrømdekning

KOA vil ikke offentlige gjøre detaljer i avtalen og grenser for covenants er derfor ikke mulig å analysere.

M. NORWEGIAN PROPERTY

M.A. Balanse og resultat

Balanse (TNOK)	2007	2008
Langsiktig rentebærende gjeld	21 733 946	21 021 975
Annen langsiktig gjeld	1 521 767	671 768
Total langsiktig gjeld	23 255 713	21 693 743
Kortsiktig rentebærende gjeld	3 094 030	818 611
Leverandørgjeld	44 086	29 432
Annen kortsiktig gjeld	657 354	1 383 377
Total kortsiktig gjeld	3 795 470	2 231 420
Total gjeld	27 051 183	23 925 163
Bokført EK	6 830 904	5 001 159
Anleggsmidler	31 116 854	27 322 425
Andre langsiktige eiendeler	1 077 735	936 181
Total langsiktig eiendeler	32 194 589	28 258 606
Kontanter	635 476	174 220
Kundefordringer	186 369	172 125
Andre kortsiktige eiendeler	865 653	321 371
Total kortsiktige eiendeler	1 687 498	667 716
Totalt eiendeler	33 882 087	28 926 322
Resultat (TNOK)	2007	2008
Inntekter	1 195 685	1 866 775
EBITDA	1 036 319	1 583 062
Avskrivning/verdijustering	1 228 400	-4 209 461
Annet	19	35 352
EBIT	2 264 738	-2 591 047
Netto finanskost.	-890 900	-1 270 800
Netto finansk. før oppkjøpsfin.	-825 000	-1 063 800
Verdijustering finansinst.	276 748	-1 257 039
EBT	1 650 586	-5 118 886
Skatt	-460 737	848 193
Resultat	1 189 849	-4 270 693
Kontantstrøm (TNOK)	2007	2008
Kjøp av driftsmidler	-5 126 458	-308 302
Salg av driftsmidler	227 393	1 346 849
Kjøp av finansielle midler	-2 230 544	-155 521
Salg av finansielle midler	113 216	
Netto investeringsaktiviteter	-7 016 393	883 026
Endring i langsiktig gjeld	5 263 524	-3 782 570
Endring i egenkapital	215 650	2 076 296
Andre finansielle	-11 640	-1 281 899
Netto finansieringsaktiviteter	5 467 534	-2 988 173

Tabell 21

Kontantoverskudd: Beholdningen fra årets slutt 2008 er fratrukket 50 MNOK som antas nødvendig for drift, jamfør arbeidskapital. Dette er på nivå med om lag 3 % av totale inntekter årlig og er noe lavere enn historisk laveste nivå.

EBITDA: Selskapet vil få positive effekter på reforhandling av leiekontrakter og inflasjonsjustering, samtidig vil salget av eiendommer redusere inntektene noe. Guidingen på selskapets leieinntekter for næringsseiendom er derfor fulgt, mens inntektene fra hotellvirksomhet settes 5 % ned fra 2008 nivået i samsvar med svak markedsforventning. For 2010 øker totale inntekter med 4 % med begrunnelse i inflasjonsjustering og reforhandlinger av kontrakter.

Netto finanskostnad: Gjennomsnittlig rentekostnad ble rapportert til 5 % av CFO i siste kvartalsrapport for 2008. Siden NIBOR har sunket noe siden den tid og selskapet finansierer seg med rentemargin over NIBOR er gjennomsnittlig finansieringskostnad redusert til 4,8 % for 2009, med en økning til 5 % for 2010 i tråd med Norges Bank sin renteprognose.

Driftsinvestering og endring i arbeidskapital: Selskapet må stadig vekk foreta mindre investeringer på eiendommene i sammenheng med oppussing for nye leietakere og lignende. For 2008 var dette på om lag 300 MNOK. Dette kan reduseres en god del siden mye investeringer ble gjennomført ved kjøp av bygg, og utgiftskontrollen fremover vil bli nødt til å være betydelig strengere. I tillegg vil selskapet ha en liten økning i arbeidskapital. Totalt reduseres nivået til 160 MNOK årlig.

Salg: De to eiendommene solgt februar 2009 gir kontanter til selskapet.

Betalingsforpliktelse: De tre store forfallene av gjeld er inkludert. Den mulige kjøpsforpliktelsen på 685 MNOK er her utelatt. Selger vil trolig avvente markedet. Alternativkostnaden ved å vente er ikke stor om selger har finansielle problemer. Å selge til NPRO, med deres finansielle problemer, kan bli vanskelig selv om avtalen er bindende. Om forpliktelsen vil bli benyttet mot slutten av dens periode, 2012, vil NPRO uansett være i en finansiell situasjon.

Annen nedbetaling: Ved siden av forfallene på gjelden de nærmeste årene må selskapet betale avdrag på annen gjeld. Kortsiktig rentebærende gjeld er fordelt utover de spesifikke betalingsforpliktelsene over året. I tillegg er tilbakebetalingen justert for lånet til de to solgte eiendommene. Vi har her justert etter selskapets totale gjeldsgrad.

Skatt: Et stort underskudd i 2008 vil føre til ingen skattebetaling i de nærmeste årene.

Tabell 22

Refinansiering: Det antas at NPRO vil kunne låne 65 % av lånebeløpene som forfaller. Økte krav til egenkapitalandel vil gjøre at NPRO ikke får belånt den samme andelen av objektet igjen. I tillegg har synkende verdier på eiendommene gjort at totalt lånebeløp vil bli enda mindre. 65 % fremstår derfor som et fornuftig anslag.

Tabell 24

EBITDA: Reduseres med en yield på 6,8 % av salgssummen, tilsvarende selskapets yield gitt den eksterne verdsettelsen.

Renter: Reduseres med det tilbakebetalte lånet og effektiv rente lagt til grunn.

Salg: Salget er spredd rundt årsskiftet 2009/2010. Dette kan representere gjennomsnittstidspunktet eventuelle salg kan bli foretatt. Endring i tidspunkt vil kunne påvirke kontantstrømmene noe på grunn av redusert innekter og renter, men er ikke avgjørende for analysen.

Annen nedbetaling: Ved salg vil NPRO betale tilbake finansieringen på de solgte eiendommene. Det er antatt at denne representerer gjennomsnittlig gjeldsgrad for selskapet på 80 %.

N. REPANT

N.A. Balanse og resultat

Balanse (TNOK)	2007	2008
Konvertible lån	18 000	
Annen langsiktig gjeld		363
Total langsiktig gjeld	18 000	363
Kassekreditt	7 368	11 839
Leverandørgjeld	7 892	3 927
Annen kortsiktig gjeld	11 583	3 742
Total kortsiktig gjeld	26 843	19 508
Total gjeld	44 843	19 871
Bokført EK	34 862	25 781
Immaterielle eiendeler	14 643	17 666
Andre anleggsmidler	3 685	2 421
Total langsiktig eiendeler	18 328	20 087
Varelager	23 536	14 915
Kontanter	1 301	4 627
Kundefordringer	21 587	4 249
Andre fordringer	14 953	1 774
Total kortsiktige eiendeler	61 377	25 565
Totale eiendeler	79 705	45 652
Resultat (TNOK)	2007	2008
Inntekter	26 754	20 766
Kostnad solgte varer	-18 124	-15 973
Lønnskostnader	-21 637	-19 766
Andre driftskostnader	-34 458	-27 172
EBITDA	-47 465	-42 145
Avskrivning/verdijustering	-16 433	-15 124
EBIT	-63 898	-57 269
Netto finanskostnad	-423	-80
EBT	-64 321	-57 349
Skatt		
Resultat	-64 321	-57 349
Kontantstrøm (TNOK)	2007	2008
Investering i immaterielle eiendeler		-9 328
Investering i driftsmidler	-1 458	-204
Investering i datterselskap	-199	-8 416
Salg av driftsmidler		
Netto investeringsaktiviteter	-12 565	-17 948
Endring i langsiktig gjeld	11 000	7 000
Endring i egenkapital	28 813	30 202
Andre finansielle		
Netto finansieringsaktiviteter	39 813	37 202

Tabell 27

Netto kontanter: Tilsvarende kontantene i selskapet fratrukket benyttet kassekreditt.

Inntekter: En videreføring av historisk nivå, men som nevnt i teksten ikke medregnet en potensiell økning gjennom salg av den nye automaten COSMOS

Kostnad solgte varer: Er lagt til nivået på 75 % av inntektene, i tråd med historien. Høyere marginer kan imidlertid trolig forventes ved et salg av den nye maskinen COSMOS.

Lønnskostnader: På historisk nivå, men justert for oppsigelser.

Andre driftskostnader: På lavere nivå på grunn av fullføring av COSMOS og mindre behov for FoU.

Bidrag Bevesys: Selskapet ble tatt over sent mai 2009 og vil gi et positivt bidrag. Med en årlig omsetning på om lag 45 MNOK antas en EBITDA per kvartal på 2 MNOK. I tillegg er kontantvederlaget på 2,21 MNOK medregnet i Q2 2009.

Annen kommentar: Netto finanskostnader er tilnærmet lik 0 og arbeidskapitalen forventes å bli på et stabilt nivå.

O. SEVAN MARINE

O.A. Balanse og resultat

Balanse (TNOK)	2007	2008
Langsiktig rentebærende gjeld	789,6	950,7
Annen langsiktig gjeld	9,3	16,3
Total langsiktig gjeld	799	967
Kortsiktig rentebærende gjeld	4,9	14
Leverandørgjeld	82,2	177,1
Annen kortsiktig gjeld	56,1	29,5
Total kortsiktig gjeld	220,6	220,6
Total gjeld	942,2	1187,6
Bokført EK	571,7	739,1
Anleggsmidler	1079,2	1693
Andre langsiktige eiendeler	176	135,2
Total langsiktig eiendeler	1255,2	1828,2
Kontanter	222,8	50,3
Kundefordringer	28,6	26,2
Andre kortsiktige eiendeler	7,4	12,1
Total kortsiktige eiendeler	258,8	98,5
Totalt eiendeler	1514	1926,7
Resultat (TNOK)	2007	2008
Inntekter	82,2	120,5
EBITDA	-93,4	-98,5
Avskrivning/verdijustering	-13,2	-31,6
Annet		
EBIT	-106,6	-130,1
Netto finanskost.	-98,3	-122,4
Netto finansk. før oppkjøpsfin.		
Verdijustering finansinst.	53,2	138,6
EBT	-150,6	-113,1
Skatt	35,6	5,2
Resultat	-115,0	-107,9
Kontantstrøm (TNOK)	2007	2008
Kjøp av driftsmidler	-623,5	-534,3
Salg av driftsmidler		
Kjøp av finansielle midler	-2,5	-3,8
Salg av finansielle midler		
Netto investeringsaktiviteter	-626,0	-538,1
Endring i langsiktig gjeld	377,8	250,0
Endring i egenkapital	314,5	276,8
Andre finansielle	3,4	-4,4
Netto finansieringsaktiviteter	695,7	522,4

15. OVERSIKT OVER FIGURER

Figur 1: Rentedifferanse (TED)	9
Figur 2: Annualisert volatilitet på Oslo Børs.....	10
Figur 3: Utvikling i ulike råvarepriser.....	16
Figur 4: Undersøkelsen, hovedfinansieringskilder for bedrifter	18
Figur 5: Bankers finansieringskilder	22
Figur 6: Prognose for styringsrenten.....	22
Figur 7: Kredittspread DnBNOR.....	22
Figur 8: Rentemarginer for norske banker	23
Figur 9: Bankenes beholdning av statscertifikater	24
Figur 10: Norske bankers tap på utlån	24
Figur 11: Undersøkelsen, bedrifters endrede lånetilgang.....	26
Figur 12: Transaksjonsvekst siste 12 måneder.....	34
Figur 13: Antall private og offentlige emisjoner på Oslo Børs	35
Figur 14: Undersøkelsen, endret utbyttebetaling som følge av endret omsetning.....	41
Figur 15: Foreslått utbytte for 2008 mot 2007.	45
Figur 16: Undersøkelsen, investeringsplaners endring som følge av finanskrisen.	47
Figur 17: Undersøkelsen, finansieringens påvirkning på nyinvesteringer.	50
Figur 18: Undersøkelsen, investeringsplaners avhengighet av historisk hovedfinansieringskilde	51
Figur 19: Undersøkelsen, økonomiske utsiktens påvirkning på nyinvesteringer	52
Figur 20: Undersøkelsen, endring i antall ansatte, etter finanskrisen	53
Figur 21: Prognose på bruttoinvesteringer i næring på Fastlands-Norge.....	54
Figur 22: Antall arbeidsledige. 3 måneders glidende gjennomsnitt.....	55
Figur 23: KOA, aksjekurs.....	57
Figur 24: KOA, utvikling i omsetning og EBITDA.....	57
Figur 25: KOA, utvikling i bokført EK-andel	59
Figur 26: KOA, kapitalstruktur per 31.12.2008.....	59
Figur 27: KOA, marginstruktur på gjeld	60
Figur 28: KOA, tilbakebetalingsplan gjeld.....	60
Figur 29: NPRO, aksjeutvikling mot benchmark.....	67
Figur 30: NPRO, forfall av leiekontrakter	68
Figur 31: Transaksjonsvolum næringseiendom i Norge	69
Figur 32: NPRO, fair-value justering på eiendomsmasse	69
Figur 33: NPRO, bokført kapitalstruktur per 31.12.2008	70
Figur 34: NPRO, egenkapitalandel.....	70

Figur 35: NPRO, betalingsforpliktelser	70
Figur 36: REPANT, aksjekurs mot sammenlignbart selskap	79
Figur 37: REPANT, netto kontantbeholdning	81
Figur 38: REPANT, bokført kapitalstruktur per 31.12.2008.....	81
Figur 39: REPANT, arbeidskapital	81
Figur 40: SEVAN, aksjekursutvikling	87
Figur 41: SEVAN, omsetning og EBITDA	87
Figur 42: SEVAN, kapitalstruktur per 31.12.200.....	89
Figur 43: Antall konkurser i Norge.....	98
Figur 44: Undersøkelsen, bransjefordeling blant respondenter	110
Figur 45: Undersøkelsen, fordeling av svar	112

16. OVERSIKT OVER TABELLER

Tabell 1: Ulike variabler, endring etter finanskrisen	12
Tabell 2: Økonomiske utsikter, endring etter finanskrisen	12
Tabell 3: Kostnader, endring etter finanskrisen	13
Tabell 4: Regresjonsanalyse med Omsetning og Næringsutsikter som avhengig variabel	14
Tabell 5: Finansieringskilder, endring etter finanskrisen.	19
Tabell 6: Kostnad finansiering, endring etter finanskrisen	19
Tabell 7: Leasing, endring etter finanskrisen.....	19
Tabell 8: Regresjonsanalyse med Lån, Obligasjoner og Ekstern EK som avhengig variabel.....	20
Tabell 9: Korrelasjon mellom ulike finansieringskilders endring etter finanskrisen.	21
Tabell 10: Kortsiktige likviditetskilder, endring etter finanskrisen.....	37
Tabell 11: Tilgang på kortsiktige likviditetskilder, endring etter finanskrisen.....	37
Tabell 12: Tap på kundefordringer, endring etter finanskrisen.	37
Tabell 13: Regresjonsanalyse med Factoring, Utbyttereduksjon og Salg av driftsmidler som avhengig variabel.....	38
Tabell 14: Regresjonsanalyse med Kassekreditt og Ramme på kassekreditt som avhengig variabel... ..	38
Tabell 15: Korrelasjon mellom ulike kortsiktige likviditetskilders endring etter finanskrisen.	39
Tabell 16: Variabler som indikerer økonomisk aktivitet, endring etter finanskrisen.....	47
Tabell 17: Regresjonsanalyse med Investeringsplaner og Ansatte som avhengig variabel.	48
Tabell 18: Endring av ulike faktorer for forskjellige bransjer, etter finanskrisen.....	49
Tabell 19: KOA, nøkkeltall	58
Tabell 20: KOA, Estimat på endring i kontantbeholdning	61
Tabell 21: NPRO, estimat for kontantbeholdning uten ny finansiering	72
Tabell 22: NPRO, estimat for kontantbeholdning med 65 % refinansiering av banklån.....	74
Tabell 23: NPRO, sensitivitetsanalyse på refinansiering	74
Tabell 24: NPRO, estimat for kontantbeholdning med 65 % refinansiering av banklån og salg av eiendeler.....	75
Tabell 25: NPRO, sensitivitetsanalyse for nødvendig salgssum	75
Tabell 26: REPANT, EBITDA	80
Tabell 27: REPANT, prediksjon for kontantoverskudd.	82
Tabell 28: SEVAN, oversikt over kontrakter	88
Tabell 29: SEVAN, nøkkeltall.....	88
Tabell 30: SEVAN, renter på gjeld.....	89
Tabell 31: Undersøkelsen, verdi på svaralternativer.....	111
Tabell 32: Undersøkelsen, eksempel på svar	112

Tabell 33: Binær logistisk regresjonsanalyse med Omsetning og Næringsutsikter som avhengig variabel, jfr. Tabell 4.....	132
Tabell 34: Binær logistisk regresjonsanalyse med Lån, Obligasjoner og Ekstern EK som avhengig variabel, jfr. Tabell 8.....	132
Tabell 35: Binær logistisk regresjonsanalyse med Factoring, Utbyttereduksjon og Salg av driftsmidler som avhengig variabel, jfr. Tabell 13.....	133
Tabell 36: Binær logistisk regresjonsanalyse med Kassekreditt og Ramme på kassekreditt som avhengig variabel, jfr. Tabell 14	133
Tabell 37: Binær logistisk regresjonsanalyse med Investeringsplaner og Ansatte som avhengig variabel, jfr. Tabell 17	134
Tabell 38: Tilgang på leverandørkreditt i forhold til betalingsproblemer	134
Tabell 39: Investeringsplaner i forhold til tilbakehold egenkapital som historisk hovedfinansieringskilde.....	134
Tabell 40: Bevis for irrelevant kapitalstruktur.....	148

17. BIBLIOGRAFI

- Alreck, P. L., & Settle, R. B. (1995). *The Survey Research Handbook*. Chicago: Irwin.
- Bailey, R. E. (2008). Corporate Finance: The Modigliani-Miller Theorems. *Economics of Financial Markets*.
- Bloomberg. (2009, April 29). *Bloomberg.com: Personal Finance*. Hentet fra Bloomberg.com: <http://www.bloomberg.com/apps/cbuilder?ticker1=.TEDSP%3AIND>
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (1994). Finance and growth: A Sythesisand interpretation of the evidence. *International Finance Discussion Papers* (477).
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2008). *Investments* (Seventh Edition. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Bowerman, B. L., & O'Connell, R. (2002). *Business Statistics in Practice* (Third Edition. utg.). McGraw Hill Higher Education.
- Brealey, A. R., Myers, C. S., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance* (Ninth Edition. utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Dagens Næringsliv . (2009). *Gasellene - DN.no*. Hentet februar 2009 fra <http://www.dn.no/gasellene/>
- Dagens Næringsliv ved Berglihn, H. (2009, januar 30). 300.000 færre på hoteller i fjor. ss. 22-23.
- Dagens Næringsliv ved Berglihn, H. (2009, januar 30). Kjempesnell for hotellene. s. 22.
- Dagens Næringsliv ved Bjørndal, B. (2009, mars). *Kjø for krisepakke-penger*. Hentet mars 2009 fra DN.no: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1623228.ece>
- Dagens Næringsliv ved Bjørndal, B. (2009, februar). *Roser Hydros gjerrighet*. Hentet mars 2009 fra DN.no: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1612731.ece>
- Dagens Næringsliv ved Langum, C. (2009, mars). *Vil rase over hele linjen*. Hentet mars 2009 fra DN.no: <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1621855.ece>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Wruck, K. H. (2002). Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A. Gear. *Journal of Financial Economics*, 3-34.
- DnBNOR ASA. (2008). *Årsrapport 2007*. DnBNOR ASA.
- E24 ved Isachsen, Arne J. (2008, oktober 21). *Behovet for en ny IMF-avtale*. Hentet januar 2009 fra E24: <http://e24.no/kommentar/spaltister/isachsen/article2724698.ece>
- E24 ved Sunnanå, L. M.; Larsen, M. M. (2009, februar). *Første år uten utbytte siden 1969*. Hentet februar 2009 fra E24.no: <http://e24.no/selskap/NHY/article2934980.ece>
- E24 ved Wold, R. (2009, mars). *Saab har tre måneder på seg*. Hentet mars 2009 fra E24.no: <http://e24.no/naeringsliv/article2957960.ece>
- Finansdepartementet. (2009, februar). *Regjeringens kredittpakke*. Hentet februar 2009 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/Finansmarkedene/finansuro/regjeringens-kredittpakke.html?id=545226>
- Findexa Forlag AS. (2009). *Norges Største Bedrifter*. Hentet februar 2009 fra <http://www.norgesstorstebedrifter.no/>
- Hodnefjell, A. G. (2009, mars). Sjef for factoring og leasing i Norge. *SG Finans*. Oslo.
- Holberg Fondene. (Mars 2009). *Avkastningsrapport Holberg Likviditet II*.
- Index Mundi. (2009). *Commodity Prices*. Hentet mars 2009 fra <http://indexmundi.com/commodities/>

James, C. (1987). Some evidence of the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics* , 217-235.

Jebsen, J. E. (2009, februar). Assisterende banksjef SMB. *DnBNOR*. Bergen.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takovers. *American Economic Review* , 323-329.

Johnsen, T. (2007). Forelesningsnotater FIE402 - Corporate Finance. Norges Handelshøyskole.

Johnsrud, A. (2009, mars). Leder for analyseavdelingen. *FinCorp*. Oslo.

Klovland, J. T. (2009). *Dagens finanskriser i lys av erfaringer fra tidligere kriser: Hvor ille blir det?*

Kongsberg Automotive Holding ASA. (u.d.). *Offentlig tilgjengelig informasjon og rapporter fra selskapets hjemmeside*. Hentet 2009 fra <http://www.kongsbergautomotive.com/>

KPMG Corporate Finance. (2006). *Sale and leaseback takes the spotlight*. London: KPMG LLP.

Kraus, A., & Robert, L. H. (1973). State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance* , 911-922.

Kristiansen, E. G. (2008). Forelesningsnotater FIE427 - Finansielle Kontrakter. Norges Handelshøyskole.

Lee, I., Lochhead, S., Ritter, J., & Zhao, Q. (1996). The Costs of Raising Capital. *Journal of Financial Research*, Vol 19, No. 1 , 59-74.

Lehman, E. L. (1975). *Nonparametric Statistical Methods Based On Ranks*. San Francisco: Holden Day Inc.

Myers, C. S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* , 39 (3), 575-592.

Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives* , 15 (2), 81-102.

Myrseth, M. (2009, mars). *SVEA Finans*.

NA24.no. (u.d.). *Om Repant*. Hentet mai 2009 fra NA24.no: <http://arkiv.na24.no/Tema/Repant.html>

NAV. (2007, desember). *NAV - Analyser - Rekordhøy mangel på arbeidskraft*. Hentet mars 2009 fra <http://www.nav.no/805369018.cms>

Nhomatogbio. (u.d.). *Regjeringens Krisepakke*. Hentet mars 2009 fra Nhomatogbio: <http://www.nhomatogbio.no/article.php?articleID=333&categoryID=286>

Nordea. (2009, januar). *Press releases*. Hentet april 2009 fra Nordea.com: <http://www.nordea.com/Press/Press%2Breleases/51232.html?showhugin=http%3a//cws.huginonline.com/N/1151/PR/200901/1283320.xml>

Norges Bank. (2009, februar). *Finansiell stabilitet - rapport*. Hentet februar 2009 fra http://www.norges-bank.no/templates/reportroot___11403.aspx

Norges Bank. (2009). *Norges Banks utlånsundersøkelse*. Hentet januar 2009 fra http://www.norges-bank.no/templates/reportroot___68544.aspx

Norges Bank. (2009, mars). *Pengepolitisk rapport*. Hentet mars 2009 fra http://www.norges-bank.no/templates/reportroot___11404.aspx

Norwegian Property ASA. (u.d.). *Offentlig tilgjengelig informasjon og rapporter fra selskapets hjemmeside*. Hentet mars 2009 fra <http://www.npro.no/>

Oslo Børs ASA. (2009). *Oslo Axess - Aksjer*. Hentet februar 2009 fra http://www.osloaxess.no/markedsaktivitet/stockList?newt__menuCtx=1.1&menu2show=1.1.1

- Oslo Børs ASA. (2009). *Oslo Børs - Aksjer - Månedstatistikk*. Hentet mars 2009 fra Oslobors.no: http://www.oslobors.no/ob/mndstatistikk_aksjer
- Oslo Børs ASA. (2009). *Oslo Børs - Aksjer*. Hentet februar 2009 fra http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockList?newt__menuCtx=1.1&menu2show=1.1.2.
- Preben, P. P. (2009, februar). Viseadministrerende banksjef. *Sparebank1 Telemark*. Skien.
- Repant ASA. (u.d.). *Offentlig tilgjengelig informasjon og rapporter fra selskapets hjemmeside*. Hentet 2009 fra <http://www.repant.no>
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 1795-1828.
- Sevan Marine ASA. (u.d.). *Offentlig tilgjengelig informasjon og rapporter fra selskapets hjemmeside*. Hentet 2009 fra <http://www.sevanmarine.com>
- SG Finans. (2009). *SG Finans - LeasingForside*. Hentet februar 2009 fra <http://www.sgfinans.no/servlet/ContentServer?pagename=SGFInternett.no/SGFIParent/StandardFrontPage&cid=1100094444826>
- Shivdasani, A., & Zenner, M. (2005). How To Choose a Capital Structure: Navigating the Debt-Equity Decision. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (1), 26-35.
- Sparebank1. (2008). *Årsrapport 2007*. Sparebank1.
- Stamland, T. (2008). Forelesningsnotater ECO422 - Advanced Corporate Finance. Norges Handelshøyskole.
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, mars). *Arbeidskraftsundersøkelsen*. Hentet mars 2009 fra SSB.no: <http://www.ssb.no/emner/06/01/akumnd/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, januar). *Banker. Balanse med spesifikasjoner*. Hentet februar 2009 fra <http://www.ssb.no/orbofbm/tab-203.html>
- Statistisk sentralbyrå. (2009, februar). *Finansforetak, balanser*. Hentet februar 2009 fra <http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/10/orbofbm/arkiv/art-2009-02-06-01.html>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, februar). *Finansforetak, kvartal og årsresultatregnskap*. Hentet februar 2009 fra <http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/10/orbofrk/main.html>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, februar). *Finansforetak, renter*. Hentet februar 2009 fra <http://www.ssb.no/vis/emner/11/01/orbofrent/main.html>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009). *Konjunkturtendensene for Norge og utlandet*. Hentet mars 2009 fra <http://www.ssb.no/kt/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, januar). *Konkurs, åpne*. Hentet januar 2009 fra SSB.no: <http://ssb.no/konkurs/>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, mars). *Obligasjoner og sertifikater*. Hentet mars 2009 fra SSB.no: <http://www.ssb.no/emner/11/01/obligasjoner/index.html>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, mars). *Overnattingsstatistikk*. Hentet mars 2009 fra <http://www.ssb.no/vis/emner/10/11/overnatting/main.html>
- Statistisk Sentralbyrå. (2009, mars 2). *Statistisk sentralbyrå: Kredittindikatorer K2. Innenlandsk kreditt*. Hentet mars 2009 fra <http://ssb.no/k2/>
- Stewart, H. (2008, april). *We are in the worst financial crisis since Depression, says IMF*. Hentet mai 2009 fra [Guardian.co.uk: http://www.guardian.co.uk/business/2008/apr/10/useconomy.subprimecrisis](http://www.guardian.co.uk/business/2008/apr/10/useconomy.subprimecrisis)

- Taleb, N. N. (2001). *Fooled by randomness: The hidden role of chance in the markets and in life*. Texere.
- Tomra ASA. (u.d.). *Offentlig tilgjengelig informasjon og rapporter fra selskapets hjemmeside*. Hentet 2009 fra <http://www.tomra.no>
- Tsai, C.-L. (2005). *Why are dividends sticky?* College Station: Texas A&M University.
- Tufte, P. A. (2000). *Paper om logistisk regresjon*. En intuitiv innføring i logistisk regresjon.
- Ubøe, J., & Jørgensen, K. (2004). *Statistikk for økonomifag* (Første Utgave. utg.). Gyldendal Norsk Forlag AS.
- UNION Gruppen. (2009). *Markedsrapport*. Hentet mars 2009 fra <http://uniongruppen.no/?id=39>
- Weiss, L. A., & Bhandari, J. S. (1996). *Corporate bankruptcy: Economic and legal perspectives*. Cambridge University Press.
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (Tredje Utgave. utg.). South Western College Publishing.
- Østerberg, D. (1986). *Fortolkende sosiologi*. Oslo: Universitetsforlaget.