



NHH

Norges Handelshøyskole
Bergen, våren 2011

Caseanalyse av Konglomeraters aktivasalg:

Årsaker til det kortsiktige finansielle utfallet fra selgers perspektiv

Masterutredning i fordypningsområdet Finansiell Økonomi

Veileder: Aksel Mjøs

Skrevet av:

Henrik Dahl

"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 inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet."

Sammendrag

Dette er en analyse av aktivsalg, spesielt med henblikk på konglomeraters avhendelse av eiendeler på veien mot et rendyrket selskap. Jeg undersøker tre forskjellige omdiskuterte norske transaksjoner, og vurderer årsaker til selgers aksjeavkastning på og rundt annonseringstidspunktet. Det kan se ut til at det er bedre å investere når konglomerater skal splittes opp, enn når man bygger konsernet gjennom fusjon og oppkjøp.

Etter en grundig gjennomgang av forskning og konvensjonell teori finner jeg seks avgjørende momenter for det finansielle utfallet av et aktivsalg for et konglomerat:

1. Salgspris og oppgjørsform
2. Distribusjon av salgsvederlag
3. Enheten passer bedre hos kjøper enn selger, som skaper verdi gjennom økt salgspremie
4. Størrelseeffekten
5. Redusert konglomeratrabatt, synliggjøring av verdier
6. Forhandlingsmakten mellom partene

Salgene av Elkem, Hydro Petroleum og Orkla Media viser at faktorene har en tydelig påvirkning på selgers aksjekurs i forbindelse med annonsering av avtalen. Samtidig vil jeg peke på casestrukturens svakhet og ikke trekke generelle konklusjoner basert på mitt begrensede utvalg. En annen avgjørende faktor er selskapets kommunisering i løpet av salgsprosessen. Man kan observere hvordan avkastning øker på annonseringstidspunktet hvis det er en lukket prosess uten forstyrrelser og lekkasjer fra media. Dette er i tråd med teorien om markedseffesians. Det også viktig at alle detaljene blir kjent når salget annonseres. Aksjemarkedet liker ikke usikkerhet og hvis detaljer hva angår salgspris og oppgjørsform utsettes kan dette gi negative reaksjoner fra investorer. Jeg vil anbefale framtidig forskning å studere timing og kommunikasjon i salgsprosessen. Det kan være interessant å se en eventuell sammenheng mellom avkastning og en bevisst annonserings- og kommunikasjonsstrategi.

Begivenhetsstudiene og hypotesetestene av den unormale avkastningen knyttet til salgene avdekker følgende resultater:

- Salget av Elkem gir ingen signifikant unormal avkastning for Orkla – aksjonærene
- Salget av Hydro Petroleum gir signifikant unormal avkastning for Norsk Hydros – aksjonærene
- Salget av Orkla Media gir ingen signifikant unormal avkastning for Orkla - aksjonærene

Forord

Jeg har i løpet av min mastergrad i finansiell økonomi gjort bevisste fagvalg i retning av corporate finance. Jeg har i tillegg til grunnkurset "Corporate finance", tatt kursene "Cases in corporate finance" og "M&A and valuation". Kursene har bidratt til en økende interesse innenfor emnet, og derfor er det naturlig for meg å gå selskapsrestruktureringer nærmere i sømmene i en omfattende masterutredning. Det er et stort fagfelt med mange interessante temaer, men der jeg føler avhendelse av eiendeler eller aktivasalg (divestures) er lite berørt i pensumlitteraturen. Samtidig har jeg alltid vært nysgjerrig på hvorfor og hvordan den norske industrigiganten Norsk Hydro gikk fra å være et solid konglomerat til et suksessfullt aluminiumselskap. Dette var inngangen for å koble aktivasalg opp mot konglomerater og selskapsdiversifisering.

Jeg har ikke angret på oppgavevalget, og til tross for at veien blir til mens man går har jeg ikke avveket vesentlig fra mine tanker i oppstartsfasen. Det har vært en langvarig prosess, men jeg har verdsatt fleksibiliteten ved det selvstendige arbeidet. Jeg valgte å skrive utredningen alene, og selv om det kan bli ensomt til tider har det totalt sett vært en tilfredsstillende opplevelse. I ettertid er det lett å se at jeg burde vært mer strukturert og gjort enda grundigere forarbeid med hensyn på forskning og teori for en mer effektiv prosess. Derfor ble det naturlig å hoppe fram og tilbake mellom teori/empiri og min egen analyse, nettopp fordi masterutredningen er en modningsprosess hvor brikkene faller på plass etter hvert.

Jeg ønsker å takke min veileder Aksel Mjøs for nyttige innspill og tilbakemeldinger. Til tross for at det meste av oppgaven ble skrevet på østlandet har det gått fint med mail – og telefonkorrespondanse. Takk til flere meglerhus og aktuelle selskapers "investor relations" – avdelinger som har bidratt med relevant informasjon og rapporter.

Bergen, 15. juni 2011

Henrik Dahl

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
Innholdsfortegnelse	4
1: Innledning	6
1.1 Introduksjon	6
1.2 Struktur.....	7
1.3 Oppgavens problemstilling.....	8
2: Innføring i aktivasalg ved restrukturering	9
2.1 Aktivasalg.....	9
2.1.1 Årsaker til aktivasalg.....	10
2.1.2 Prosessen.....	11
2.1.3 Effekt	12
2.2 Verdidrivere.....	13
2.2.1 Økende fokus på hovedvirksomhet.....	13
2.2.2 Eliminering av negative synergier	15
2.2.3 Enheten passer bedre hos kjøper enn selger	16
2.3 Transaksjonsstruktur/Oppgjørsform	18
2.4 Distribusjon av salgsvederlag	20
2.5 Andre studier av finansielle effekter ved salg av divisjoner.....	23
3: Konglomerat/diversifisering	24
3.1 Konglomeratteori	24
3.2 Interne kapitalmarkeder og agentproblematikk	26
3.3 Fordeler og ulemper ved selskapsdiversifisering	29
3.4 Historie	29
3.5 Konglomeratrabatten	30
3.6 SOTP – verdsettelse.....	32
4: Teoretisk rammeverk	33
4.1 Markedseffesiens	33
4.1.1 Svak form.....	34
4.1.2 Semi – sterk form	34
4.1.3 Sterk form.....	34

4.1.4	Forskning og kritikk av EMH	35
5:	Metode	36
5.1	Begivenhetsstudier	36
5.1.2	Estimeringsvinduet	36
5.1.3	Begivenhetsvinduet	37
5.2	Markedsmodellen	39
5.3	Unormal avkastning	41
5.4	Hypotesetesting	41
6:	Analyse av Case	43
6.1	Faktorer å analysere ved aktivasalg	43
6.2	Data og hypotese:	44
6.3	Orklas salg av Elkem	45
6.3.1	Hendelsesforløpet	46
6.3.2	Begivenhetsstudie	46
6.3.3	Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon	49
6.3.4	Konklusjon	58
6.4	Norsk Hydros salg av olje- og gassdivisjonen Hydro Petroleum	59
6.4.1	Hendelsesforløpet	61
6.4.2	Begivenhetsstudie	61
6.4.3	Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon	63
6.4.4	Konklusjon	74
6.5	Orklas salg av Orkla Media	75
6.6.1	Hendelsesforløpet	76
6.6.2	Begivenhetsstudie	76
6.6.3	Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon	79
6.6.4	Konklusjon	89
	Bibliografi	91
	Vedlegg	94

1: Innledning

1.1 Introduksjon

Selskapsrestruktureringer er et stort felt med mange undertemaer, blant annet aktivasalg, "spin offs", "equity carveouts", "tracking stock" og "LBOs". Jeg vil ha hovedfokus på aktivasalg i denne utredningen, og ta utgangspunkt i flere salgstransaksjoner for dypere analyse av temaet. Jeg syns aktivasalg er det mest spennende restruktureringsalternativet fordi dette er det mest drastiske tiltaket. Ved denne typen avhendelse vil det gjenværende selskapets aksjonærer og framtidig lønnsomhet være totalt uavhengig den solgte enheten (se punkt 2.3 for unntak). Verdsettelseseffekten av salg er ofte forskjellig for selger og kjøper, mye avhengig av forhandlingsmakten mellom partene og andre forhold jeg vil diskutere senere i oppgaven. Jeg vil kun studere transaksjonen fra selgers ståsted. Det er selger av aktiva som gjør en omfattende restrukturering, mot et som regel mer fokusert selskap. Det er interessant å granske hvorfor tilsynelatende lønnsomme og tradisjonsrike divisjoner plutselig blir solgt ut fra store konsern. Hvorfor ønsker selskaper en mer rendyrket strategi, hvorfor blir enkelte selskapssegmenter solgt ut som tidligere er likestilte med andre divisjoner, og skaper salgstransaksjonene merverdi? Dette vil være naturlige spørsmål i min hovedoppgave.

Dette er et område som er tett knyttet opp mot m&a – teori, men fra et litt annet perspektiv. Der oppkjøp og fusjoner ser etter synergieffekter, fokuserer avhendelser på kjernekompetanse og fornuftig allokering av salgsvederlag.

Aktivasalg er helt klart et dagsaktuelt tema, der blant annet Orklas salg av Elkem har vært en stor mediasak i Norge. Orkla har også tidligere på 2000 – tallet gjennomført en omfattende transaksjon da Orkla Media ble solgt, som var et ledd i prosessen mot et mindre diversifisert konsern. Man kommer selvfølgelig ikke utenom Hydro i en slik kontekst da de gjennomførte en av Norges største restruktureringer når både gjødsel- oljedivisjonen ble skilt ut i løpet av fem år. Det var kun oljedivisjonen som ble solgt ut, mens gjødseldivisjonen ble skilt ut som et

eget børsnotert selskap kalt Yara. Det finnes utallige små aktivasalg som er et resultat av en kontinuerlig endring og tilpasningsprosess i dagens internasjonale samfunn. Jeg vil utelukkende forske på store aktivasalg som innebærer restruktureringer i konglomerat/konsern. Ved den innfallsvinkelen er det naturlig å belyse typiske aspekter ved konglomerat som selskapsform og diskutere fordeler og ulemper ved å være diversifisert.

1.2 Struktur

For å avgrense oppgavens omfang ser jeg det hensiktsmessig å begrense meg til aktivasalg innenfor restrukturingslitteraturen, og kun fra selgers synspunkt. Dette den mest ekstreme formen for restrukturering både organisatorisk og finansielt ettersom man fjerner et helt segment.

Mitt hovedfokus vil naturligvis være på det finansielle aspektet ved slike transaksjoner, men det er også mye verdiskapning i det organisatoriske og strategiske bildet som er av interesse for en slik analyse. Analysen vil ta utgangspunkt i aksjemarkedets reaksjon av en omfattende avhendelse. Dette utføres ved begivenhetsstudier, for å se hvorvidt markedet gir signifikant unormal avkastning tilknyttet informasjon fra handelen. I tillegg til å studere direkte årsaker til det kortsiktige finansielle utfallet vil jeg se på alternative faktorer som kan ha påvirket transaksjon og indirekte den finansielle verdien av selger.

Dette vil ikke være en ren kvantitativ tilnærming, men en blanding av kvalitativ og kvantitativ caseanalyse. Jeg vil gå grundig gjennom tre case og sammenligne, men også se på ulike karakteristikk ved transaksjonene. Teorien vil ha sin basis i grunnleggende corporate finance, men jeg vil vektlegge forskning innenfor området og knytte dette opp mot casene for å se om resultatene er konsistente med empirien.

Den første delen av oppgaven vil være en innføring i aktivasalg, verdidrivere og transaksjonens struktur, samt teori rundt distribusjon av salgsvederlag. Hovedpunkt 3 omhandler konglomeratteori og konglomeratrabatten, samt utviklingen av konsern som selskapsform. Deretter vil jeg i korte trekk forklare det teoretiske rammeverket representert ved effisient teorien, og forutsetninger dette legger for analysen. Hovedpunkt 5 vil gi en

innføring i metodikken brukt til analyse av kortsiktige finansielle effekter og hvordan statistiske tester blir brukt for å vurdere resultatenes signifikans. Hvert transaksjonscase blir til slutt beskrevet, studert og konkludert, før jeg i sammendraget (ovenfor) går gjennom hovedpunktene fra analysen samt gir forslag til videre analyse av emnet.

En svakhet ved en slik tilnærming vil være analysens styrke og signifikans når det gjelder størrelsen på utvalget. Jeg mener allikevel det er mer interessant å studere enkelttransaksjoner, enn å kjøre markeddata gjennom en regresjon og se på forklaringsvariabelens styrke. Sistnevnte krever omfattende datainnhenting, og jeg vil heller bruke tiden min på en grundig litteraturgjennomgang, samt studere spennende transaksjoner i sømmene. Jeg har prøvd å skille relevante forskningsresultater og nyheter fra irrelevante ved å være kritisk og observant for å avgjøre om informasjonen bærer preg av samvariasjon eller kausalitet. Det er stor forskjell på om to variabler fluktuerer i samme retning, og når variablene har en årsak – virkning sammenheng. Det er et hav av informasjon og denne kildekritiske bevisstheten troverdiggjør analysen og sluttproduktet. Det foreligger mye forskning på området og det er mer eller mindre en vedtatt sannhet at aktivasalg genererer positiv unormal avkastning for selger. En ny ren kvantitativ analyse vil derfor ikke være spesielt interessant, men hvis man kobler forskningen opp mot spesifikke case vil man kunne forstå mer av komplekse transaksjoner, og hvorfor aksjemarkedet reagerer som det gjør.

1.3 Oppgavens problemstilling

Caseanalyse av konglomeraters aktivasalg:

Årsaker til det finansielle utfallet fra selgers perspektiv

Problemstillingen min kan fremstå noe vag, men det kjennetegner vel en caseanalyse framfor kvantitativ forskning med klare resultater.

I min analyse stiller jeg også konkrete hypoteser angående statistisk signifikant avkastning i forbindelse med transaksjonen. Dette blir ikke brukt som en direkte problemstilling, men

som et tallfestet anker for å innlede den mer dyptgående diskusjonen for bakgrunnen til utfallet. Hypotesetestingen verifiserer på mange måter resultatet, men svarer ikke på det som jeg mener er det mest spennende i en slik transaksjon, nemlig hvorfor markedet reagerer som det gjør. Med utgangspunkt i anerkjent forskning og corporate finance – teori prøver jeg å karakterisere hva som påvirker selgers avkastning ved annonsering av en avtale og dets detaljer. Konglomeraters aktivasalg knytter samtidig spørsmål til fordeler og ulemper ved selskapsdiversifisering.

2: Innføring i aktivasalg ved restrukturering

2.1 Aktivasalg

Investopedia definerer aktivasalg på følgende måte: ”Delvis eller full avhendelse av en investering eller eiendel ved salg, bytte, nedleggelse eller konkurs.”

Aktivasalg referer som oftest til salg av eiendel til en ekstern motpart mot vederlag ofte i form av kontanter eller verdipapirer. Det kan gjelde både hele selskapssegmenter og mindre eiendeler. Vederlaget fra salget blir reinvestert i det gjenværende selskapet eller delt ut til interessenter (kreditorer og aksjonærer). Selv om man eliminerer enkelte eiendeler vil selskapet drives videre i noenlunde samme form.

Ved å selge ut hele eller deler av selskapssegmenter frigjør man kapital samtidig som det er en effektiv måte å forandre virksomheten i tråd med en ny strategi. Frigjøring av kapital beskriver situasjonen der kapitalen som tidligere er bundet opp i eiendeler, nå blir frigjort

gjennom salg. Aktivatransaksjoner er ofte strukturert ved kontantvederlag og salgseiendelen generer dermed kontantinnskudd til konsernet. Midlene kan likestilles med fri kontantstrøm fra operasjonell virksomhet og kan distribueres til nye prosjekter, aksjonærer eller kreditorer.

Ved "equity careveouts" og aktivasalg generer prosessen penger til hovedselskapet, i motsetning til "spin offs" der verdier som oftest blir videreført på aksjonærens hånd. Dette er sentrale aspekter som må vurderes grundig før man velger hvordan selskapet bør restruktureres og drives videre.

Aktivasalg har utviklet seg til å bli en meget populær måte å restrukturere selskaper. Hvis man ser på salg av store selskapssegmenter i USA, der salget utgjør over 75 millioner dollar, økte transaksjonsvolumet fra 175 til 535 gjennom 90 – tallet (Bates, 2004). Denne utviklingen er i samsvar med trenden mot flere spesialiserte selskaper og mindre selskapsdiversifisering.

2.1.1 Årsaker til aktivasalg

Årsaker til aktivasalg
- Oppheve et ineffektivt konglomerat
- Endre selskapets hovedstrategi
- Verdiskapning ved å selge enhet til et selskap der den generer merverdi
- Det kreves store investeringer for å drive divisjonen videre
- Høste avkastning av enheter som har vært suksessfulle, men er moden for nye eiere (syklus)
- Aktivasalg kan være en form for forsvarmekanisme relatert til "m&a" – rykter
- Møte nye statlige krav
- Finansielle problemer
- Reversere tidligere feilslåtte investeringer
- Operasjonell lønnsomhet ofte dårligere enn konsolidert lønnsomhet for moderselskap
- Mindre lønnsom enn sammenlignbare selskaper det siste året før salg

Figur 1: Årsaker til aktivasalg, kilde (J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Juan A. Siu, 1998) og (DePamphilis, 2010)

2.1.2 Prosessen

Salgsprosessen er ofte en omstendelig prosess som involverer flere eksterne aktører i veien mot en ryddig transaksjon.

Som en naturlig konsekvens av en av årsakene listet opp ovenfor lages det en intern rapport for at salget skal godkjennes av styret eller administrerende direktør. Notatet legger hovedfokus på de rasjonelle argumentene for salg, og hvis forslaget godkjennes initieres prosessen. Deretter blir det laget en plan for hvordan driften i den aktuelle salgsenheten skal drives videre uberørt av salgsprosessen. Dette gjøres for å hindre tap av produktivitet og skape unødvendig forstyrrelser for ansatte og operasjonell virksomhet. Samtidig blir det opprettet et team som har ansvaret for gjennomføringen av transaksjonen. Teamet lager en tidsplan med mål og ansvarsområder der informasjonsflyten mot forskjellige aktører er viktig.

Det er ofte store børsnoterte konsern som selger ut enheter, og selskapene benytter seg som regel av både meglerhus og konsulenthus i prosessen. Sammen med innleide konsulenter lager transaksjonsteamet et prospekt med en beskrivelse av enheten, både finansielt og operasjonelt. Til slutt vil meglerhuset sette selger i kontakt med potensielle kjøpere, før man forhandler kontrakten på detaljnivå med den utvalgte kjøperen.

Selv om det kan være verdimaksimerende for aksjonærene og selge ut deler av driften, er det ikke alltid dette blir etterfulgt. Prosessen mot mindre selskapsdiversifisering starter ofte med en begivenhet av betydning med hensyn på selskapskontroll. Berger og Ofek (1999) analyserer hva som skjer etter refokuseringsprosessen er startet, og finner følgende:

- 54 % har hatt en betydelig begivenhet mhp selskapskontroll
- 22 % av tilfellene viser at CEO blir erstattet og at det må en ny CEO for kunne selge en gammel CEOs dårlige kjøp eller investeringer
- 27 % majoritetseiere er forandret
- 19 % finansielle vanskeligheter

Annonsering av transaksjoner er ofte innledet av press fra aksjonærer, forandring i ledelsens sammensetning og belønningssystem, eller mislykkede fiendtlige oppkjøp (Berger, P.G. and

E. Ofek, 1999). En casestudie av hvordan Sears annonserte avhendelse av en divisjon viser at salget først fant sted etter lengre tids underprestering og press fra institusjonelle investorer (Gillan, 2000). Dette kan underbygge påstanden om at restrukturering blir utsatt inntil ledelsen er nødt til å foreta seg noe. Hanson og Song (2000) viser at avkastningen ved aktivasalg øker når andelen utenforstående sitter i styret og ved større egenkapital - eierandel hos ledelsen. Agentproblematikken får mye av skylden for problemet, som er et stort og mye omtalt tema innenfor finans. De vanligste forslagene for å løse problematikken dreier seg om gode ytelses – baserte lønningssystemer (typisk opsjoner) for ledelsen, men også bedre overvåking gjennom en høyere andel bankgjeld av den totale kapitalstrukturen. Denne type problemstillinger vil også være utgangspunkt for forskning i framtiden.

2.1.3 Effekt

Det er mange direkte og indirekte effekter av et aktivasalg. Avhendelse av en eiendel gir strategiske, organisatoriske og finansielle effekter, blant annet:

- Frigjør kapital som er bundet opp i eiendelen (gitt kontanttransaksjon). Kan fritt distribueres av selskapet (Finansiell effekt)
- Kan synliggjøre verdi gjennom å gjøre selskapet mer transparent slik at markedet forstår underliggende verdidrivere (Finansiell effekt)
- Reduserer totale driftskostnader når selskapet selger ut hele enheten – (Finansiell effekt)
- Allokere ressurser til en annen divisjon - (Kan gi finansielle -, organisatoriske og strategiske effekter)
- Eliminere negative synergier mellom enheter – (Kan gi finansielle -, organisatoriske og strategiske effekter)
- Reduserer antall ansatte og administrativt arbeid – (Organisatorisk effekt)
- Gjelden knyttet til enheten overføres som oftest til kjøper – (Finansiell effekt)
- Det kan oppstå skattepliktig gevinst som følge av salget – (Finansiell effekt)

Det kan være uttalige indirekte effekter som følge av et konserns aktivasalg. Jeg har kun listet opp de mest sentrale ringvirkningene av en omfattende avhendelse.

2.2 Verdidrivere

Det kan være mange motiver for et aktivasalg, men det er i utgangspunktet tre hovedårsaker som er verdidrivere i salg av virksomhet (B. Espen Eckbo and Karin Thorburn, 2008):

2.2.1 Økende fokus på hovedvirksomhet

Det har vært en utvikling de siste tiårene mot mer fokuserte hovedvirksomheter. Mer fokus viser evnen til å spesialisere selskapet inn mot et område hvor man har kjernekompetansen. Man ser i dag selskaper avhende enheter og outsource deler av virksomheten, for å kunne allokere ressurser der man har best forutsetninger for å benytte de. Hvis man skal generere superprofitt (merverdi over nåverdien) i dagens marked er man nødt til å ha et konkurransefortrinn eller være i et marked der man enda ikke har nådd likevektstilstand. Dette kan oppnås ved å spesialisere seg på det man er dyktig til, og endre den strategiske profilen i tråd med endringer i markedet. Den positive nåverdien vil vare inntil konkurrenter har utlignet bedriftens forsprang og avkastningen konvergerer mot avkastningskravet på sikt ($NV = 0$). Veksten kan skapes både organisk (vekst fra eksisterende virksomhet) og gjennom konsolidering (fusjon og oppkjøp) i bransjen. Konsolidering kan gi tilgang til nye markeder som ikke er i en likevektstilstand, og hvor det fortsatt er mulig å tjene meravkastning. Komparative fortrinn kan være patenter, teknologi, merkenavn, stordriftsfordeler, beskyttede markeder og strategiske aktiva som er vanskelig å duplisere (Brealey, 2008). Michael Porter laget i 1980 en modell kalt "Porters five forces" der fem faktorer avgjør industriens evne til å generere merverdi (Porter, 1980). En annen måte å utnytte komparative fortrinn er ifølge John Kay å identifisere selskapets eksisterende styrker og deretter finne produktmarkedet hvor styrkene kan bli best utnyttet (Kay, 1995). Internasjonal arbeidsfordeling og mer velfungerende eksterne kapitalmarkeder er viktige faktorer i retning av et fokus mot rendyrkede selskaper.

Interne kapitalmarkeder er en sentral del av store konsern og ved å selge ut enheter vil man kunne allokere flere ressurser i det interne kapitalmarkedet mot hovedvirksomhet.

Aksjemarkedet kan tolke denne omfordelingen av ressurser som positiv. Dette gjelder spesielt i tilfellene der selskapet velger den enheten som har best forutsetninger for å drive lønnsomt i framtiden til sin kjernevirksomhet (Stouraitis, 2001). Jeg vil gå mer i detalj omkring interne kapitalmarkeder i avsnitt 3.2.

Ledelsesaspektet er sentralt i denne diskusjonen. Synet på lederskap i store konglomerat har blitt revurdert i årenes løp, og det viser seg at diversifiserte selskaper ofte blir for komplekse til å bli ledet effektivt. Ledelsen kan ha sin kjernekompetanse innenfor et av segmentene, men når man skal lede enheter i totalt forskjellige industrier er det naturlig at det oppstår vanskeligheter. Ledelsen må forholde seg til aktiviteten i alle de forskjellige oppkjøpte enhetene og de organisatoriske utfordringer som følger ved konsolidering. Først og fremst knytter utfordringene seg til risiko og lønnsomhet. Har ledelsen kunnskap til å forstå risikoen og driverne for lønnsomhet på tvers av uavhengige segmenter? Vil man greie å utnytte synergier og diversifiseringseffekten mellom enhetene? Dette er sentrale og komplekse spørsmål en ledergruppe må forholde seg til. Samtidig har enheter ofte ulike IT – systemer (regnskapssystemer, logistikk, CRM etc) som kompliserer driften av konglomeratet ytterligere og bidrar til et lite transparent system. En løsning er å foreta strategiske grep mot et rendyrket selskap der ledelsen og nøkkelpersoner besitter betydelig kompetanse. På den måten kan ledelsen effektivt synliggjøre verdier for aksjonærer (Rozeff, 2006).

Forskning:

John og Ofek (1995) har gjennomført en sentral studie i avhendelseslitteraturen. Deres resultater viser at $\frac{3}{4}$ av totale aktivasalg er utenfor selgers kjerneområde, og forskning ser en sammenheng mellom aktivasalg og økt fokus på den gjenværende divisjonen. Dette er et velkjent motiv for store restruktureringer (J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Juan A. Siu, 1998). Resultatene blir senere bekreftet av Schlingemann, Stulz og Walkling (2002) som skriver at selskaper ofte avhender små perifere aktiva som ikke er en del av kjernevirksomheten.

Studien til blant andre John og Ofek (1995) viser også at det økte fokuset på kjerneområdet knyttet til en transaksjon reflekteres gjennom positive reaksjoner i aksjemarkedet. Dette viser at tradisjonell finansteori med henvisning til økt verdi ved spesialiserte selskaper

beskrevet i forrige avsnitt, stemmer med resultater fra virkeligheten. Samtidig antyder forskningen deres tegn til at den operasjonelle lønnsomheten øker i årene etter salget, spesielt hvis strategien er rettet inn mot et større fokus på hovedvirksomheten.

2.2.2 Eliminering av negative synergier

Man forbinder vanligvis synergi som noe positivt. $2 + 2 = 5$, og "vi er sterkere sammen enn hver for oss" er to av frasene alle er kjent med. Når denne synergien blir negativ, altså når enheter/aktiva står sterkere eller er verdt mer separat enn sammenlagt blir synergi en negativt ladet situasjon. Et aktivasalg kan i en slik situasjon skape verdi gjennom å eliminere denne negative synergien.

I enkelte tilfeller kan selskaper faktisk være verdt mer død enn levende, dvs det kan i enkelte tilfeller lønne seg for aksjonærene å selge aktiva eller likvidere selskapet. Hvis markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn bokverdien, dvs $\text{Pris/Bo} < 1$, vil man kunne selge eiendeler hver for seg å generere verdi. Det er viktig å påpeke at dette er lett i teorien, men vanskelig å gjennomføre i praksis. Bokverdien av aktiva er ofte verdsatt til historisk kost, og ikke gjenanskaffelses verdi. Det forutsettes også likvide aktiva, helst materielle eiendeler der det finnes et fysisk marked for handel. Ved finansielle problemer kan det være en løsning å gjennomføre såkalte "fire sales" eller konkurssalg.

Forskning:

En studie av Dittmar og Shivdasani (2003) analyserer salg av selskapssegmenter og viser hvordan restruktureringen reduserer negative synergier og synliggjør verdier. Denne effekten illustreres gjennom en lavere konglomeratrabatt (se avsnitt 3.5). I samme studie blir det dokumentert en signifikant bedring av selskapets investeringsbeslutninger i etterkant av salget. Over- og underinvesterte enheter korrigerer seg bedre i forhold til sammenliknbare selskaper etter et salg. Totalt sett viser deres forskning at salg gir merverdi gjennom å redusere kryss-subsidiering og ineffektive investeringer i et diversifisert selskap.

En annen vinkling vil være å se på aktiva gjennom et livsløp. Et oppkjøp er opprinnelig rasjonelt og lønnsomt, men selskapets utvikling endrer denne tilstanden. Negative synergier kan etter hvert oppstå og det vil være fordelaktig å selge en tidligere verdiskapende enhet. Kaplan og Weisback gjorde i 1992 en studie hvor de undersøkte hvorvidt aktivasalg er et resultat av en utviklingsprosess. Kun 1/3 av salgene klassifiseres som tidligere bomkjøp, og man ser en klar prosess der enheten har vært lønnsom og skapt synergier, men der utviklingen har ført til at denne effekten ikke er gjeldende lenger.

2.2.3 Enheten passer bedre hos kjøper enn selger

Denne verdidriveren henger tett sammen med forrige faktor, der aktiva med negative synergier blir solgt videre. Man kan generelt si at aktivasalg skaper verdi hvis salgsobjektet har en større verdi for kjøper enn for selger. Hvis det er tilfellet vil man kunne selge en eiendel med en premie over virkelig verdi, og utføre en handel som er lønnsom for begge parter (B. Espen Eckbo and Karin Thorburn, 2008).

Dette gjelder ikke kun på selskapsnivå, men er også et resultat av internasjonal arbeidsdeling og en mer globalisert verden. Det er helt naturlig at enkelte selskapsenheter har bedre forutsetninger for å skape mer verdi under en annen eier. Det er ofte stor debatt og kontroverser når selskaper fra distriktene selger hjørnesteinsbedrifter inn til byene eller når utenlandske foretak gjør store investeringer i selskap med sterk nasjonal forankring og historie. Først og fremst frykter samfunnet tapte arbeidsplasser og påfølgende ringvirkninger, men også frykt å gå glipp av fremtidig verdiskapning og utvikling. Det er selvfølgelig lett å forstå denne bekymringen, men den globaliserte økonomien der komparative fortinn står sterkt har vist seg å være lønnsom for de aller fleste på sikt. Ta Norge som et eksempel, der man på 60 og 70 – tallet var avhengig av utenlandsk kapital og kompetanse for å bygge opp en konkurransedyktig oljebransje. I dag har oljeformuen vokst til over 3000 milliarder NOK og dette er kapital som utelukkende blir plassert i utenlandsk aktiva og verdiskapning.

Det er nærliggende å knytte paralleller til "private equity", eller aktiv eierkapital på norsk, når man diskuterer hvorvidt enheter passer bedre under annet leder- og eierskap. Aktiv eierkapital referer til blant annet oppkjøpsfond som tar over private eller noterte selskaper,

og deretter restrukturerer selskapene. Det aktive eierskapet leder som regel til en effektivisering av organisasjonen og økt lønnsomhet påfølgende år. Til slutt er selskapet eller enheten moden for nye utfordringer og blir solgt videre eller notert tilbake på børsen igjen i ny form.

En potensiell ny eier kan ha helt andre rammevilkår for videre drift:

- Finansielle muskler til videre nødvendig investering
- Gi tilgang til nye markeder
- Ledelse med bedre kompetanse innenfor området
- Besitte andre selskapssegmenter som skaper betydelig operasjonell synergi med oppkjøpskandidaten

Kilde: (J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Juan A. Siu, 1998)

Forskning:

John og Ofek (1995) finner positiv avkastning relatert til salg når kjøperen har et komparativt fortrinn. Flere studier ser en sammenheng der aktiva blir overført fra lavproduktivitetsselgere til selskaper med bedre tilpassede evner.

Datta, Iskandar – Datta og Raman forsket i 2003 på å kvantifisere lønnsomheten ved re -allokeringen av aktiva. Metodikken som ble brukt var å se på utviklingen i tobins q eller tilnærmet lik pris/bok som ofte blir brukt i empiriske analyser. De ser på dette forholdstallet som en faktor på ledelsens kapasitet til å behandle og utvikle aktiva. Høy markedspris på egenkapitalen i forhold til bokført egenkapital indikerer en forventning av høyere inntjening og verdi framtiden. Forskningen finner tegn på at salgsannonseringsavkastningen er høyest (totalt sett) der kjøper har relativ høy P/B, og selger har relativt lav P/B. Dette kan være et bevis på at aktivasalg skaper verdi ved å bli overført til høyt verdsatte selskaper, som kjennetegnes av gode selskapsutviklere.

2.3 Transaksjonsstruktur/Oppgjørsform

Det er naturligvis mest fokus på salgpris når oppkjøp blir annonsert. Oppgjørsform får ikke i nærheten like mye oppmerksomhet i hverken media eller faglitteratur. Studier som omfatter over 1200 store selskapstransaksjoner viser derimot hvordan transaksjonsstruktur har verdsettelseeffekter både på kort og lang sikt (Rappaport, 1999).

Aktivasalget kan være strukturert på flere måter. Transaksjonsvederlaget er enten i form av kontanter eller aksjer, eller en struktur hvor oppgjørsformen er en kombinasjon av kontanter og aksjer. Det finnes også betalingsformer som er betinget av en viss hendelse, for eksempel betaling ved et gitt EBIT – nivå for enheten den kommende perioden.

Kjøper og selger vurderer transaksjonsstrukturen fra forskjellige perspektiver, men der risiko er hovedaspektet. Jeg vil følge den røde tråden i oppgaven å fokusere på selgers perspektiv. Hvis vederlaget betales kontant vil selger være helt uavhengig salgsaktiva i framtiden og risikoen for enheten ligger kun på kjøpers hånd. Ved aksjer som oppgjørsform vil derimot selgers aksjonærer få en andel av det nye selskapet, og dele risiko og oppside med kjøper. Kontanttransaksjoner er ofte lett å analysere der man har en eksakt verdi for aktiva og en helt klar risikodeling.

Aksjer og indirekte overføringer (f. eks. dividende finansiert av salgsaktiva eller gjeldsoverføringer) utgjør mer kompliserte strukturer. Aksjer som oppgjørsform kan oppfattes negativt i markedet fordi man tolker det som et signal fra kjøper om en overpriset aksje. Dette kalles "lemon problem" innenfor finans og får implikasjoner for selger. "Lemon problem" referer til ugunstige valg der investorer utenfra er usikker på den rettferdige verdien av selskaper og tolker det dit hen at selskaper som utsteder egenkapital er nødt til å være de "dårlige" (lemon), nettopp fordi det kun er de dårlige selskapene som mener verdien av selskapet er høy nok til å utstede eller betale med aksjer (Akerlof, 1970). Kjøper ønsker selvfølgelig å betale med aksjer når selskapet er høyt priset på børsen, dvs når aksjene er mer verdt behøves færre aksjer overført for samme aktiva. En slik struktur kan også indikere at kjøper er usikker på hvorvidt kjøpet er suksessfullt og derfor ønsker å dele risiko med selger. Man forventer at en selvsikker kjøper betaler med kontanter for å motta hele oppsiden av investeringen.

Faktorene påvirker selger som på sin side må vurdere hvorvidt selgers aksjekurs er riktig priset og risikoen for et felles prosjekt. En effektiv måte å fjerne usikkerheten knyttet til aksjens verdi er å sette en minimumsverdi på aksjen eller oppgi en fast andel av selskapet som selgers aksjonærer har krav på (Wright, 2010).

Skatt er også et moment for valg av transaksjonsstruktur. Kontantvederlag er skattbart på selgers hånd. Aksjer som vederlag impliserer derimot ingen direkte skatteplikt. Dette forutsetter at selger holder på vederlagsaksjene og ikke selger seg ut. Børsnoterte aksjer er i mange tilfeller nesten like likvide som kontanter, og selger har mulighet til å selge seg ut av selskapet umiddelbart etter transaksjonen er annonsert eller gjennomført. Realisert gevinst på aksje vil bli skattbart, noe avhengig av skattereglene i forskjellige land.

Empirisk forskning som omhandler oppgjørsform viser tydelig at store transaksjoner benytter seg av aksjer som vederlag. En naturlig forklaring kan være vanskeligheter relatert til og skaffe til veie store kontantbeløp. Studier finner også flere positive markedsreaksjoner relatert til kontanttransaksjoner enn aksjetransaksjoner, mest sannsynlig som en konsekvens av usikkerheten knyttet til komplekse handler, (Rappaport, 1999).

Struktur for oppgjørsform avhenger altså av flere faktorer, men er en viktig del av transaksjonsforhandlingene og kan være en brobygger for å bli enige om aktivas verdi.

Avgjørende spørsmål for selger ved valg av transaksjonsstruktur:

- Hva er kjøpers aksje verdt?
- Hva er sannsynligheten for at forventede synergier blir realisert?
- Hvor stor er markedsrisikoen for avtalen sluttføres?
- Hvordan behandles skatteplikten?
- Eksisterer det juridiske forpliktelser som overføres til kjøper, som gjør det mer praktisk å selge eiendelene (innmaten) i stedet for selskapet?

2.4 Distribusjon av salgsvederlag

Aktivasalg blir altså enkelte ganger gjort opp ved verdipapirer, men skiller seg fra andre typer restruktureringer ved at betalingen skjer hovedsakelig ved kontantoppgjør eller en kombinasjon av alternativene (B. Espen Eckbo and Karin Thorburn, 2008). På samme måte som fri kontantstrøm fra operasjonell virksomhet, kan kontantvederlag fra salg brukes til reinvesteringer etter ledelsens vurderinger eller utbetales til aksjonær og kreditor. Dette spørsmålet er en avveining mellom effektiviteten av investeringer og agentkostnader ved egenkapital og gjeld. Eller som Lang, Poulsen og Stulz uttaler i deres studie fra 1995: " Den billige finansieringen fra internkapital (unngår kapitalmarkedsfrikasjoner) blir utlignet av agentkostnader ved ledelsens investeringsbeslutninger".

Det kan være interessant å diskutere markedsreaksjoner og signaleffekter knyttet til distribusjon av kapital i en tradisjonell teoretisk kontekst. Asymmetrisk informasjon beskriver forholdet mellom to parter der det eksisterer en skjevfordeling av informasjon mellom partene. Skjevfordelingen kan som nevnt i avsnitt 2.3 gi ugunstige utvalg (for eksempel "Lemon problem) og moralsk risiko, og denne informasjonsasymmetrien blir ofte studert i lys prinsipal – agent problematikk.

Ledelsen vet naturlig nok mer om selskapets verdiskapning og risiko enn investorer utenfra, og kan handle på egeninteresser framfor eiernes (aksjonær og kreditors) beste. Når ledelsen annonserer utbytte, endring av kapitalstruktur (emisjoner, gjeldsopptak etc) vil dette tilfalle markedet som enten positive eller negative signaler. Distribusjonen av salgsvederlaget gir også signaleffekter og kan redusere skjevfordelingen mellom partene.

Derfor er bruk av vederlag en kritisk faktor når man skal analysere aksjekursen til selger i forbindelse med et aktivasalg eller salg av et selskapssegment.

Hovedoppfatning og forskning viser at distribusjonsnyheter blir positivt mottatt i aksjemarkedet hvis selskapet betaler ned gjeld eller gir utbytte, men hvis selskapet kun reinvesterer i gammel drift vil kursen være uendret (H. Lang, A. Poulson, R. Stultz, 1995).

Jeg syns det er interessant å se hvorfor markedet er nøytrale til reinvestering. Omfattende forskning innenfor regnskap og kapitalmarkeder hevder det eksisterer avtakende skalautbytte for investeringer i selskap (Dechow, Richardson, Sloan, 2008). Når et selskap

verdsettes basert på en DCF – modell forventer man like stor avkastning på den frie kontantstrømmen som kan distribueres som renter, dividende eller reinvestering. Her avviker forventningene fra enkeltes empiriske forskning, som hevder reinvesteringer i selskapet gir dårligere avkastning til aksjonærene enn utbetaling til risikoholdere i selskapet. Dechow, Richardson og Sloan (2008) skriver i sin artikkel at man kan modifisere dagens ”DCF – modell”, eller uansett være kritisk til resultatene. Det blir foreslått å redusere forventninger til avkastningen på andelen av den frie kontantstrømmen som går til reinvestering. Dette er et interessant tema som er relevant for avhendelseslitteraturen. Man kan trekke klare paralleller til finansteorien hvor nåverdien av prosjekter konverger mot 0 over tid. Konkurrenter vil strømme til gode investeringsmuligheter og knappe inn på selskapets komparative fortinn. Til slutt vil økningen i tilbydere redusere nåverdien til lik kapitalkostnaden.

Empirien tilsier altså at investorer ønsker å få overflødige midler utbetalt av selskapet. Dette er en sannhet med modifikasjoner. Der det eksisterer gode investeringsmuligheter vil markedet reagere positivt ved reinvestering. Annonseringsavkastningen er altså høyere for de selskapene der man har bedre vekstmuligheter i gjenværende segmenter. Et relevant eksempel er restruktureringen av Thorn EMI (1985 – 1996) der man beviste at det er mulig å utelukkende reinvestere kapital fra aktivasalg uten at ledelsen reduserer aksjonærverdi (Stouraitis, 2001).

Distribusjon av salgsvederlag og dens påvirkning på unormal avkastning er også testet i et lenger intervall på 24 måneder etter transaksjonen. Man finner kun positiv unormal avkastning (UA) i forbindelse med reinvestert kapital, mens ved distribusjon til gjeld eller egenkapital har det ingen signifikant påvirkning på lenger sikt. Dette signaliserer at fordeler ved gjenværende vederlag ikke er fullstendig reflektert i aksjeprisen ved annonsering av transaksjonen. Videre impliserer funnene en inkonsistens mot den generelle oppfatningen av en pågående agentproblematikk i selskaper.

Kapitalstruktur spiller samtidig en stor rolle med tanke på distribusjon av salgsvederlaget. Sannsynligheten for distribusjon til gjeld framfor reinvestering og dividende, øker når gjeldsgraden er høyere enn benchmark og synker når rentedekningsgraden er høy. Dette er sammenfallende med en justering av en sub - optimal kapitalstruktur. Et selskap som er

tynget av gjeld i forhold til konkurrenter vil altså nedbetale gjeld, mens distribusjonen går i retning av dividende når selskaper har en operasjonell lønnsomhet som med god margin dekker renteutbetalinger. Funnene er basert på en studie av Thomas Bates i 2004, der datamaterialet omfatter 400 store kontanttransaksjoner mellom 1990 og 1998.

Salgsvederlag ved finansiell uro

Aktivasalg kan forekomme som en konsekvens av finansielle problemer i selskapet. Når desperat pengejakt er motivet for aktivasalg tolker aksjemarkedet aktivasalg og bruk av vederlag annerledes. Annonsering av aktivasalg i denne tilstanden er forbundet med en periode med negativ aksjeavkastning og svak operasjonell lønnsomhet (B. Espen Eckbo and Karin Thorburn, 2008). Aksjonærene frykter en slik situasjon kan lede til en verdioverføring fra aksjonær til kreditor. Derfor er investorer veldig observante når informasjon for distribusjon av vederlaget tilfaller markedet. Verdioverføring fra aksjonær til kreditor refererer til begivenheten der verdier forsvinner ut av selskapet og tilfaller kreditorer. Dette kan skje i form av direkte utbetaling til långivere, men enda viktigere er gjeldens verdiøkning som et resultat av redusering av risikoen tilknyttet gjelden. Når gjeldsgraden i selskapet reduseres vil man oppnå et mer fornuftig styrkeforhold mellom egenkapital og gjeld, og sannsynlighet for mislighold synker. Dermed øker verdien på gjelden på bekostning av egenkapitalen.

Aktivasalg som motiv for å møte kreditorers krav i dårlige tider, blir generelt sett mottatt negativt i markedet. Distribusjon av midler direkte til aksjonærer er ofte begrenset ettersom kreditorer sikrer seg med såkalte covenants. Dermed er dividende utelukket, men dersom pengene forblir i selskapet vil det fortsatt være på aksjonærens hånd. Derfor stiger aksjekursen for selskaper hvor man reinvesterer, mens verdien for gjeldseier stiger når vederlaget distribueres til gjelden av grunner nevnt ovenfor.

2.5 Andre studier av finansielle effekter ved salg av divisjoner

Det har vært mange empiriske undersøkelser som har sett på verdsettelseeffekter ved salg av enheter. Casene i denne oppgaven har fokus på nettopp dette i et kortsiktig perspektiv, og jeg vil derfor legge vekt på hva empirien sier om selgers avkastning relatert til salg av en enhet.

Eckbo og Thorburn (2008) viser et utvalg av 18 tidligere studier mellom 1963 og 1999 der samtlige resultater peker i retning av en signifikant positiv unormal avkastning på annonseringsdagen for selger (vedlegg 7). Gjennomsnittlig unormal avkastning er 1,2 % for 3700 salg, og dette beviser at salg av enheter øker børsverdien på kort sikt.

Størrelseseffekten:

Firmaer selger i gjennomsnitt $\frac{1}{4}$ eller mindre av totale aktiva. Forskning innenfor området, (blant annet Mulherin og Boone 2000), viser at størrelsen på aktiva har en sammenheng med utfallet av den unormale avkastningen. Artikkene hevder den positive unormale avkastningen (UA) øker når størrelsen på salgsaktivaene øker, og Mulherin og Boone (2000) forklarer denne størrelseseffekten med gode restrukturingsstrategier. Markedet tolker altså salg som en nødvendighet for å tilpasse seg den økonomiske utviklingen. Studien deres måler aktivasalgets størrelse ved salgspris for aktiva skalert med total aktivaverdi ved årets slutt.

Klein (1986) foretar en grundig studie hvor han avdekker følgende utvikling: Det er ingen signifikant positiv unormal avkastning hvis salgsprisen for enheten er under 10% av markedsverdien av egenkapitalen. Hvis prosentandelen av totalen ligger mellom 10% - 50% vil avkastningen være gjennomsnittlig 2,53%, mens hvis salget stiger til over 50% av den totale markedsverdien av egenkapitalen vil man oppnå en UA på 8,09% i snitt. Klein beregner størrelsen på aktiva relativt til selskapet med salgsprisen skalert med total markedsverdi av egenkapitalen i slutten av siste måned før salg. Det er blant annet Kleins metode jeg vil anvende i min beregning og analyse av størrelseseffekten for hvert case.

Kommunikasjon:

Det er også forsket på hvorvidt detaljene i avtalen (salgspris, oppgjørsform etc) kunngjøres på annonseringstidspunktet, og hvordan det påvirker kortsiktig avkastning. Clubb og

Stouraitis (2002) hevder selger kun oppnår positiv unormal avkastning (UA) når salgsprisen er annonsert samtidig med salgsannonseringen. UA avhenger da av annonsert salgspris i relasjon til rettferdig verdi av aktivaene, der rettferdig verdi beregnes gjennom subjektive verdsettelsesanalyser.

Forhandlingsmakt:

Hvem som får mest verdi av selger og kjøper avhenger av forhandlingsmakten mellom partene, og det viser seg at hvis selgers gjeld er nedgradert i forkant av salget vil selger sitte igjen med mindre premie, (Sicherman and Pettway, 1992). Denne effekten kommer av selgers motiv for salg av enhet, og nedgradering av gjeld kan være et tegn på finansielle problemer som resulterer i et desperasjonssalg. Ledelsen bekrefter dermed implisitt at selskapet er i trøbbel, og denne situasjonen kan kjøper utnytte seg av.

3: Konglomerat/diversifisering

3.1 Konglomeratteori

I en studie av omfattende aktivasalg er det helt naturlig å komme nærmere inn på konglomeratteori. Investopedia definerer konglomerat slik: "Konglomerat er et selskap med flere divisjoner/datterselskaper innenfor totalt forskjellige sektorer som drives uavhengig hverandre" (Investopedia).

Når man skal analysere salg av selskapssegmenter er det ofte store konsern eller konglomerat som endrer strategi. Dette er bakgrunnen for en grunnleggende diskusjon omkring fordeler ved å være et diversifisert selskap eller å ha et mer spesialisert fokus. Et nærliggende spørsmål innenfor corporate finance vil være, "når og hvordan påvirker diversifisering selskapets verdi?". Jeg har berørt temaet tidligere i oppgaven under avsnitt 2.2 – verdidrivere ved aktivasalg, men vil nå gå grundigere inn på emnet.

Hovedgrunnen for å være et diversifisert selskap må være at det skapes større verdier ved å holde enhetene sammen enn hver for seg. Verdiene reflekteres gjennom synergier mellom enhetene. Man kan skille mellom operasjonelle synergier, finansielle synergier og konkurransedempende synergier (Barney, 1996). Operasjonelle synergier er det som er lettest å observere, der enheten kan dele felles administrasjon, distribusjonskanaler, markedsføring etc. Finansielle synergier er gjeldende der det fins et kapitalmarked innenfor konsernet. Dette interne kapitalmarkedet består av divisjonene som konkurrerer om konsernets kapital. Det er uenighet omkring effektiviteten i et internt kapitalmarked og hvor lønnsomt det er i forhold til eksterne kapitalmarkeder.

Det styres ofte etter forskjellige modeller avhengig av hvorvidt konsernet/konglomeratet har mest potensial til å utnytte operasjonelle eller finansielle synergier. Hvis selskapet har store operasjonelle synergier vil det bli iverksatt en diversifiseringsstrategi. Ved finansielle synergier vil selskapet fokusere på å utarbeide et strekt internt kapitalmarked hvor styringsmodellen er preget av incentiver og hard konkurranse. (Altenborg, 1998)

Et velkjent argument mot selskapsdiversifisering er at denne type finansielle operasjoner ikke bør gjøres på selskapets hånd. Det bør være opptil investor hvorvidt man ønsker en diversifisert portefølje. En investor er samtidig bedre egnet og kan enkelt utføre diversifisering ved å plassere kapital i et utvalg aksjer og på tvers av aktivagrupper.

Dette kan illustreres ved et enkelt eksempel:

Hvis nåverdien til henholdsvis selskap A og B er lik summen av nåverdien av det sammenslåtte selskapet AB, vil ikke selskapsdiversifisering gi noen merverdi for aksjonærene vist ved:

$$NV_{ab} = NV_a + NV_b$$

Gitt selskap A og B hver seg har en pris på 100 kroner per aksje før sammenslåingen vil den samlede enheten koste 200 kroner ved perfekte markeder. Det interessante er å diskutere om prisen reflekterer likevektspris eller om det eksisterer overflødig tilbud eller etterspørsel. Hvis det skal eksistere mer - etterspørsel må det finnes investorer som vil øke beholdningen av A og B på grunn av sammenslåingen. Investorer må ha blitt tiltrukket av diversifiseringen, men denne diversifiseringen kunne man ervervet på egenhånd før sammenslåingen. Med andre ord, det vil ikke eksistere mer – etterspørsel.

Overflødig tilbud kan eksistere derimot. Det vil mest sannsynlig være noen investorer som kun ønsker å investere i selskap A og ikke B. Ved en sammenslåing eier man automatisk begge selskaper og investorer som ikke liker den nye risiko- og avkastningsprofilen vil selge seg ut av sin nye posisjon. Dette vil i prinsippet gjelde alle aksjonærer som ikke holdt samme forhold av begge aksjene i forkant av transaksjonen.

Det er altså en mulighet for overflødig tilbud, men ikke etterspørsel. Denne situasjonen kan beskrives slik: $NV_{ab} \leq NV_a + NV_b$ (Brealey, 2008)

Dette argumentet bygger opp under ideen hvor selskapenes fokus bør være mot kjernekompetansen i et rendyrket selskap.

3.2 Interne kapitalmarkeder og agentproblematikk

Interne kapitalmarkeder er i utgangspunktet en av fordelene ved et konglomerat. Det er allikevel knyttet agentproblematikk til styringen av interne kapitalmarkeder, som kan føre til dysfunksjonell kryssubsidiering.

Jeg vil begynne i riktig rekkefølge når jeg diskuterer fordelene ved et internt - kontra eksternt kapitalmarked. Derfor vil Miller og Modiglianis teorem være et godt utgangspunkt i denne corporate finance – sammenhengen. Miller og Modigliani kom i 1958 ut med en historisk artikkel som omhandlet hvordan hverken kapitalstruktur eller distribusjon av fri kontantstrøm har innvirkning på selskapets verdi. Her ble det antatt en friksjonsfri verden der interne og eksterne midler er perfekte substitutter. Den virkelige verden er derimot ikke friksjonsfri, og her påvirker faktorene selskapsverdien. Når det eksisterer friksjoner vil ekstern kapital være dyrere enn intern kapital i mange tilfeller. Myers og Majluf (1984)

foreslår i denne diskusjonen at både utstedelse av nye aksjer og tilgang til lån kan være dyrt for selskaper, så dyrt at man ikke har råd til å finansiere gode investeringsmuligheter. Her kan interne kapitalmarkeder være en rimeligere finansieringsløsning.

Interne kapitalmarkeder er bygget opp på en måte hvor konglomeratets kapital blir allokert til den enheten som genererer prosjekter med høyeste nåverdi. Dette er utgangspunktet for et effektivt internt marked der divisjonene kjemper for selskapets midler. Det oppstår dog mange utfordringer ved et internt marked for finansiering.

Et tilsynelatende velfungerende internt kapitalmarked kan være en potensiell feilkilde når det kommer til agentproblematikken. Agentproblematikk innenfor finans beskriver forholdet mellom eier (styret/aksjonærer), kreditorer og ledelsen/ansatte i selskapet.

Ledelsen/ansatte skal utøve eierskapet i tråd med aksjonærenes og kreditorens ønsker, og skal jobbe for å maksimere deres profitt. Her kan det oppstå en konflikt i de tilfeller der ledelsens (agenten) handlinger ikke sammenfaller med eiernes (prinsipalens) retningslinjer (Brealey, 2008). Ledelsen er sjef over det interne kapitalmarkedet og skal i teorien allokere kapital til enheten som generer mest verdi for aksjonærene. I praksis kan det derimot være intern politikk heller enn intern effektivitet som bestemmer allokeringen. Konflikter oppstår typisk når det eksisterer forskjellige eiere innenfor et datterselskap i et konsern. Dette medfører at kapitalallokeringer som er optimale for hovedeiere ikke nødvendigvis stemmer med deleiere. Derfor er det mer optimalt jo større makt hovedeier har. Dette blir ofte regulert av nasjonale og internasjonalt regelverk.

I tillegg til interessekonflikter i konglomeratstrukturen kan interne kapitalmarkeder inneha dårlige rutiner for valg av satsningsområde, og som i enkelte tilfeller fører til feilinvestert kapital. Eksempel på et dårlig seleksjonskriterium er når prosjekter blir vurdert opp mot hverandre på bakgrunn konsernets kapitalkostnad. Når segmentene er underlagt hovedselskapet og ikke er uavhengig notert på en markedsplass kan kapitalkostnaden bli vanskelig å beregne, men det er allikevel viktig å forstå enhetenes ulike risikoprofil. Hvis man ikke kalkulerer segmentenes kapitalkostnad fra sammenlignbare selskaper, men bruker en overordnet kapitalkostnad for konsernet vil man automatisk overinvestere i høy – risiko segmenter og underinvestere i lav – risiko segmenter (Rozeff, 2006).

Bildet av interne kapitalmarkeder er mer nyansert enn diskusjonen gir uttrykk for. Studien til Preyer fra 2002 bekrefter blant annet teoretisk modeller fra Stein (1997) og finner tegn til at selskaper som har effektive interne kapitalmarkeder gjerne har lavere transaksjonskostnader i eksterne kapitalmarkeder på grunn av mindre informasjonsasymmetri mellom ledelse og investor (Preyer, 2002). Tidligere, i 1994, skrev Gertner, Scharfstein og Stein en artikkel for NBER som heter "Internal versus External capital markets". De sammenlikner primært interne kapitalmarkeder og banklån som finansieringskilde. Deres funn argumenterer for at interne kapitalmarkeder bidrar til bedre overvåkning enn bankgjeld, reduserer ledelsens subjektive investeringsbeslutninger og gjør det lettere å re – allokere kapital til et annet prosjekt hvis det eksisterende prosjektet ikke presterer som forventet.

Interne kapitalmarkeder er også et bra substitutt der eksterne kapitalmarkeder ikke er ferdig velutviklet. Kapitalmarkeder i de fleste industrialiserte land er modne og velfungerende, med likvide verdipapirer til minimale transaksjonskostnader. Friksjoner vil forekomme, men med den formen for kapitalmarkeder vi kjenner til i den vestlige verden vil ikke interne kapitalmarkeder alltid være like lønnsomt lenger. Dog finnes det fortsatt mange lite utviklede kapitalmarkeder hvor gevinsten ved tilgang på et internt kapitalmarked er gjeldende i aller høyeste grad.

Forskningen til Samphantharak (2002) studerer hvilke karakteristikk som kjennetegner selskapene med effektiv internallokering av kapital. Han observerer følgende fellestrekk:

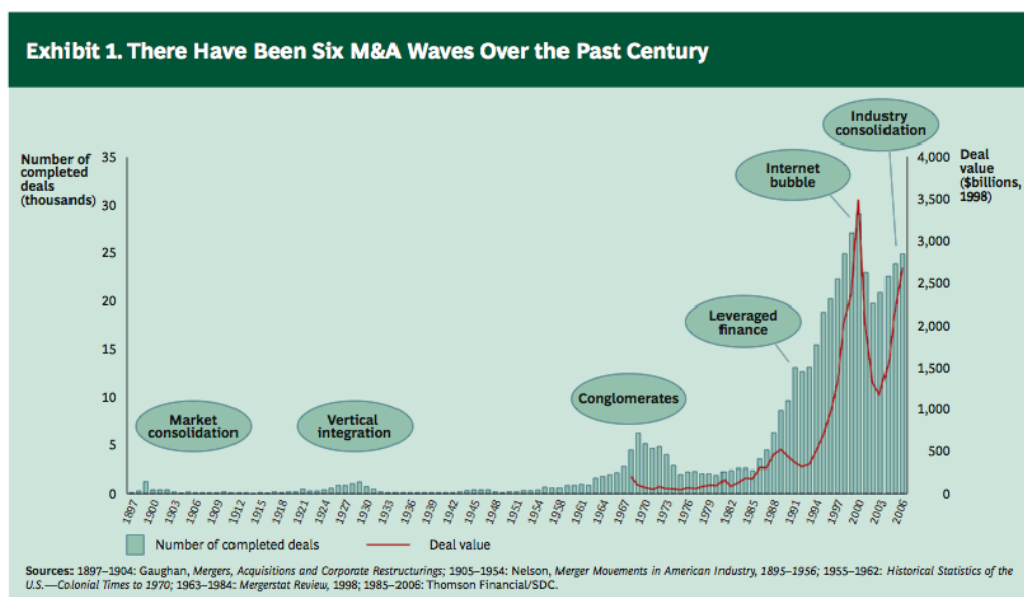
- Grupper der ledere har større kontroll, men hvor det eksisterer mellomledere
- Mange nok enheter slik at det oppstår en sunn konkurranse for tilgang til konsernets kapital

3.3 Fordeler og ulemper ved selskapsdiversifisering

Fordeler	Ulemper
- Det vil gi en diversifiseringseffekt å være et konglomerat	- Synergier kan være illusjoner, EPS – manipulering
- Konglomeratet skaper et internt kapitalmarked	- Konglomerat blir ofte handlet med en rabatt i aksjemarkedet
- Kan kjøpe selskaper med større rabatt en dem selv og på den måten generere vekst i inntjeningen	- Investorer kan selv tilegne seg diversifiseringseffekt ved å kjøpe flere aksjer, eller investere i fond
- Lavere finansieringskostnader ved større emisjoner, samt lavere lånekostnader pga mindre risiko	- Kulturkollisjoner kan ødelegge verdi
- Tåler høy gjeldsgrad	- Problemer med å holde fokus på flere enheter i forskjellige områder samtidig
- Stordriftsfordeler	- Agentproblematikk mellom leder og eier
- Kan gi tilgang til nye markeder	- Komplisert og lite transparent struktur

Figur 2: Fordeler og ulemper ved selskapsdiversifisering, kilde Rozeff (2006)

3.4 Historie



Figur 3: Utviklingen i volum og verdi av transaksjoner, kilde: BCG report "The brave new world of M&A", juli 2007

Figuren ovenfor illustrerer utviklingen i oppkjøp og konglomerater. Man kan tydelig se at konglomerater som selskapsform hadde sin storhetstid på 60 – tallet. Lave renter og store svingninger i markedet gjorde at store konsern hadde soliditet til nye oppkjøp, ofte lånefinansiert. Selskaper var priset på avkastning på nye investeringer, og med en avkastning over renteutgiftene steg aksjekursene. Høyere aksjekurser bidro til mulighet for større belåning, og med gunstigere lånebetingelser enn mindre selskaper førte dette til oppblomstring av sterke konglomerater. Denne oppgangsperioden varte helt fram til rentene steg, og investorene skjønnte at veksten ikke var reel, men hadde sammenheng med oppkjøpene (Rozeff, 2006). Det fins allikevel flere suksesshistorier, for eksempel Berkshire Hathaway, UTC (United Technologies Corporation) og General Electrics hvor man har bygget imperier gjennom oppkjøp og konsolidering. Diversifiseringseffekten og ”too big to fail” – hypotesen ble imidlertid motbevist da også de nevnte imperiene opplevde sterk nedgang under finanskrisen.

Etter konglomeratenes gylne æra på 50 – og 60 – tallet, resulterte stagnasjonen og nedgangen på 70 – tallet til radikale endringer i ledelsen og strategien for mange store konglomerater. Dette var begynnelsen på oppbrytningen av konglomerater og man forstod raskt at man kunne skape verdier ved å skille ut enheter i uavhengige selskaper eller selge aktiva. Denne kontinuerlige prosessen mot rendyrkede selskaper er i høyeste grad gjeldene til dags dato. Figur 3 viser at dagens industrikonsolidering har ført til en stor økning i både volum og verdi av selskapstransaksjoner.

3.5 Konglomeratrabatten

Det ble et nytt fokus på konglomerater når Lang og Stulz (1994) og Berger og Ofek (1995), avdekket forskningsresultater som pekte i retning av en konglomeratrabatt. Studiene viste hvordan konglomerater i gjennomsnitt var underpriset på børsen. Metoden forskerne brukte var såkalt SOTP – analyse (sum-of-the-parts), der man verdsatte hvert enkelt segment i konsernet basert på multipliseringspriser mot konkurrenter. Deretter ble hvert segment summert sammen, og man fikk verdien på det totale selskapet. Denne framgangsmåten blir

fortsatt brukt i stort omfang av investeringsbanker og andre analytikere når man verdsetter et konglomerat. Konglomeratrabatten i aksjemarkedet har blitt et velkjent fenomen, men blir ofte omtalt som et mysterium. Rabatten fra den mest anerkjente forskningen beregnes til å være i intervallet 13 % – 15 % (Berger and Ofek, 1995), og utgjør dermed en signifikant del av verdien for aksjonærene. Man kan observere konglomeratrabatter i underkant og overkant av dette intervallet og avvikene kan reflektere den subjektive "sum – av – delene" – verdsettelsen.

Den banebrytende rapporten til Lang og Stulz (1994) ser etter forskjellige kausale forklaringer til rabatten. Statistikken deres gir ikke noe klart svar vedrørende om rabatten stammer fra forskjellige investeringer i "fou" eller hvorvidt mindre verdifulle selskaper velger å diversifisere seg. Videre ser de at singel - segment selskaper som er mindre diversifisert enn andre singel - segment selskaper, har i snitt en høyere tobins q (beskriver markedspris vs gjenskaffelseskost eller tilnærmet aksjens P/B - forhold). Forskningen peker altså i retning av konglomeratrabattens eksistens, men det er ikke like tydelig at diversifisering ødelegger operasjonell lønnsomhet. Deres bevis er konsistent med ideen der selskaper diversifiserer fordi man opplever avtakene avkastning i nåværende industrier, og leter etter nye lønnsomme muligheter.

Berger og Ofeks (1995) studie bekrefter deres resultat. De finner at rabatten er mindre når selskapet ikke er altfor diversifisert og er innenfor samme SIC – kode (selskaper klassifisert etter industri i USA). Samtidig finner man bevis på kryss-subsidiering, hvor overinvesteringer i feil segment har betydning for rabatten. Skattegevinst av diversifisering er derimot mindre synlig enn forventet.

Comment og Jarrel (1995) finner komplementære verdsettelses bevis. De ser at økende fokus etter aktivasalg er assosiert med økende verdi (positiv unormal avkastning). De ser også på konglomeraters mulighet for å tåle mer gjeld samtidig som man kan redusere kostnadene i kapitalmarkedene. Dette er ikke godt nok utnyttet av selskapene.

Forskning på konglomeratrabatten har helt klart potensielle feilkilder. Hvorvidt rabatten er et bevis på dårlig investeringsbeslutninger eller er en endogen faktor fordi selskaper har forskjellig optimale veier for vekst, gitt deres investeringsmuligheter er uvisst. Vil

verdsettelse av sammenlignbare selskaper ta i betraktning forskjeller mellom singel – segment og diversifiserte selskaper? Dette er spørsmål man bør ha i bakhodet når man jobber med dette temaet

Tradisjonell corporate finance - teori lærer oss at man skal maksimere nåverdien av potensielle investeringer, ikke størrelsen av forholdstallet P/B.

Det finnes utallige eksempler der selskaper som vokser gjennomfører prosjekter som er mindre lønnsomme, men fortsatt har positiv nåverdi. Dette kan redusere forholdstallet P/B, men i henhold til teori er ikke dette forholdstallet viktig i investeringsbeslutninger.

Generelt ved forskning bør det stilles spørsmålstegn ved forskernes metode, datamateriale og resultatenes styrke. Forskning innenfor konglomeratrabatten er intet unntak.

3.6 SOTP – verdsettelse

”Sum – of – the – parts” – verdsettelse er en vanlig metode for analyserer av konglomerat og undersøkelser omkring konglomeratrabattens eksistens.

SOTP – verdsettelse er en måte å bryte opp et selskap i flere enheter, for deretter å summere verdien av enhetene sammen. Det kan være vanskelig å forstå verdien og driverne i et stort konsern, men ved denne metoden vil man lettere gjøre en analyse av hvert enkelt segment og dets verdi av det totale selskapet. Man må trekke fra gjeld og andre forpliktelser etter enhetene er lagt sammen for å finne egenkapitalverdien. Dette er en velkjent metode for både forskning og tradisjonell selskapsanalyse. Enhetene blir verdsatt etter multippel – analyse med sammenlignbare selskaper, NAV (net asset value/verdijustert egenkapital) eller vanlig kontantstrømanalyse.

Det er stor usikkerhet knyttet til valg av sammenlignbare selskaper og hvorvidt verdier reflekteres på tvers av uavhengige selskaper. Samtidig er kontantstrømanalyser preget av subjektive og usikre antakelser om framtiden. Forholdstall og antakelser som blir valgt kan også ha stor innvirkning på analysen, derfor bør man være kritisk til valg av estimater i evaluering av en SOTP – verdsettelse (macabus.com).

4: Teoretisk rammeverk

4.1 Markedseffisiens

En begivenhetsstudie av aksjekurser i forbindelse med aktivitransaksjoner, krever et teoretisk rammeverk. Eugene Fama skrev i sin doktoravhandling på begynnelsen av 60 – tallet om hypotesen om effisiente markeder (senere referert som EMH). Han videreførte sin idè med forskningsartikkelen, "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work" i 1970, der han beskrev aksjekursers bevegelser. Denne kjente artikkelen baseres på statistikeren Maurice Kendalls arbeid fra 1957 hvor han fant ut at "random walk" var den beste måten å beskrive en aksjes fluktuasjoner (BMA). Deres teori tar utgangspunkt i en uavhengighet mellom prisforandringer for et verdipapir. Det er med andre ord ikke mulig å se et mønster i prisen på en aksje. Dette er en årsak av at all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisene. Aksjekursene vil kun forandre verdi når det kommer ny informasjon til markedet, og i henhold til teorien absorberes dette umiddelbart. Hvis markedet virkelig er effisient finnes det ingen over – eller underprisede verdipapirer.

Teorien om effisiente markeder som springer ut fra Famas artikkel i 1970 baseres på noen kritiske forutsetninger:

- Ingen transaksjonskostnader når man handler verdipapirer
- All tilgjengelig informasjon er kostnadsfritt tilgjengelig for alle markedsaktører
- Det fins ikke skatter, eller skatt påvirker ikke finansielle beslutninger
- Investorer og markedet opptrer rasjonelt
- Alle er enig i hvordan dagens informasjon påvirker verdipapirets prising og fordeling av framtidige priser for verdipapirer

Fama skriver i sin artikkel at man ikke kan observere kriteriene oppfylt i et reelt marked. Allikevel vil det kunne eksistere effisiente markeder. Transaksjonskostnader eksisterer til en viss grad. Når det gjelder forutsetning nummer to vil effisiente markeder overleve hvis tilstrekkelig mange nok har tilgang til all tilgjengelig informasjon. Det gjelder for argument fire også, der tilstrekkelig mange rasjonelle aktører er godt nok.

Punkt fem er heller ikke absolutt. Uenigheter vedrørende hvordan markedet faktisk fungerer trenger ikke skape ineffisiente markeder så lenge ikke investorer konsekvent kan bedre evaluere tilgjengelig informasjon enn det som ligger implisitt i prisene.

Fama (1970) skiller mellom tre former for effisiens, hvor graden av informasjon som reflekteres i prisene er den avgjørende faktoren. Svak, semi – sterk og sterk form for effisiens er utgangspunktet for klassifiseringen.

4.1.1 Svak form

Prisen på verdipapirer reflekterer kun all tilgjengelig informasjon vedrørende historiske priser. Det er derfor ingen grunn til å utføre teknisk analyse (mønster av historiske priser) for å predikere hvor aksjekursen skal videre i et slikt marked. Dette er allerede priset inn av markedet.

4.1.2 Semi – sterk form

I en semi – sterk tilstand vil aksjemarkedet reflektere all tilgjengelig informasjon som er knyttet til historiske priser, samt allmenn offentlig informasjon. Dette innebærer blant annet årsrapporter (inkluderer resultatregnskap, balanse etc), aksjeanalyser og børsmeldinger. I dette markedet vil det ikke være mulig å tjene unormal avkastning basert på analyse av regnskapstall eller annen offentlig informasjon. Det er kun aktører med insideinformasjon som vil kunne tjene ekstra stor avkastning i dette tilfellet.

4.1.3 Sterk form

Ved en sterk form for effisiens vil historiske priser, allmenn offentlig informasjon, samt insideinformasjon bli reflektert i verdipapirets prising i aksjemarkedet. Både historisk, offentlig og privat informasjon blir altså absorbert umiddelbart i markedet slik at ingen investor har mulighet til å oppnå en ekstraordinær avkastning.

4.1.4 Forskning og kritikk av EMH

Teorien om effisiente markeder har vært omstridt blant akademikere og praktikere, men er fortsatt den mest brukte teorien når man skal forklare aksjemarkedets prisingsmekanisme. Det er dog stor uenighet i hvilken grad markedet er effisient. De aller fleste forskningsartikler peker i retning av at det finnes en svak form for effisiens i de aller fleste utviklede markeder. Det er enkelte bevis for at semi – sterk effisiens også forekommer på enkelte markedsplasser. Store aksjekrakk, eksempelvis "Black Monday" i 1987 og Lehman brothers – kollapsen i 2008, kan ikke forklares på bakgrunn av teorien om effisiente markeder. Derfor har det vært rettet hard kritikk mot teoriens innflytelse i kjølevannet av finanskrisen, der enkelte har ment at EMH har skylden for krisen. Argumentene baserer seg på ideen om investorer og ledere som tror på EMH og rasjonelle markeder hvor aksjebobler ikke eksisterer, der man ignorer faresignaler om et opphetet marked. Realiteten er preget av irrasjonelle investorer som handler i stor grad på bakgrunn av psykologiske effekter. Tilhengere av EMH – teorien hevder aksjemarkedet opptrer ustabil når den tilgjengelige informasjon er ustabil, og beskytter seg samtidig bak at dette er svært sjeldne begivenheter statistisk sett. Adferdsfinans har vokst fram som en ny og viktig retning innenfor finans. Omfattende forskning viser blant annet hvordan investorer overvurderer vekstselskaper med typisk høy P/E og P/B og vice versa, og man konkluderer med en unormal høy avkastning for kontrære investeringsstrategier (blant annet kalt "value investing") (Browne, 2006). Et annet fenomen som ikke kan forklares med utgangspunkt i denne teorien er konglomeratrabatten. Feilprisingen av diversifiserte selskaper er et sentral aspekt i denne masteroppgaven, og burde ikke forekomme ved totalt effesiente markeder.

I en begivenhetsstudie av en aktivatransaksjon er det nødvendig å legge til grunn en semi – sterk form for effisiens. Når man antar en børsmelding vedrørende aktivasalg vil reflekteres umiddelbart i markedet, vil det være mulig å analysere effekten av annonseringen på prisingen av det aktuelle verdipapiret.

5: Metode

5.1 Begivenhetsstudier

Jeg ønsker hovedsakelig å forske på kortsiktig finansielle effekter av salg av hele selskapssegmenter. Skillet mellom en kortsiktig og langsiktig begivenhetsstudie blir definert ut ifra lengden på begivenhetsvinduet. Et begivenhetsvindu som er lenger enn 1 år regnes som en langsiktig studie, mens et begivenhetsvindu under 1 år vil betegnes som en kortsiktig studie (S. P. Kothari and Jerold Warner, 2004).

Jeg vil på bakgrunn av studien analysere hvorfor markedet har reagert på en gitt måte, og om dette stemmer overens med gjennomgått empiri. Analysen for hvert case tar utgangspunkt i en begivenhetsstudie. En begivenhetsstudie tolker aksjemarkedets reaksjoner på en gitt hendelse. Det kan være nyheter knyttet til selskapsresultater, rykter relatert til fusjon, oppkjøp eller som i dette tilfellet salg av aktiva/enheter.

Den aktuelle hendelsen blir analysert innenfor et gitt tidsintervall, kalt begivenhetsvindu. Innenfor dette vinduet ønsker man å analysere hvorvidt det er unormale svingninger i aksjekursen. Unormal avkastning beregnes som forskjellen mellom forventet avkastning og faktisk avkastning. Forventet avkastning i perioden kan kalkuleres ut ifra flere aktivaprisingsmetoder. Modeller som er aktuelle er CAPM (kapitalverdimodellen), APT (arbitrage pricing theory) og markedsmodellen (MaKinlay, 1997). Majoriteten av tidligere forskning baseres på markedsmodellen, og en sentral artikkel innenfor begivenhetsstudier (MaKinlay, 1997) peker på markedsmodellen som den best egnede for slike studier.

5.1.2 Estimeringsvinduet

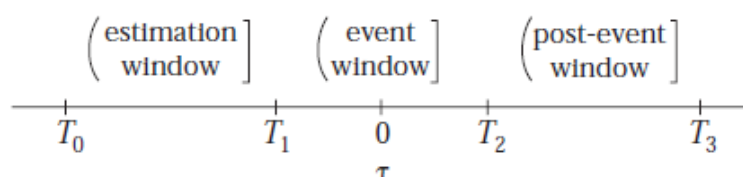
Estimeringsintervallet er tiden før begivenhetsvinduet, og data fra denne perioden beregner selskapets beta- og alfa verdier. Estimeringsvinduet varierer blant tidligere forskning, men det er en avveining mellom økende statistisk signifikans og relevans for den aktuelle

hendelsen. Avvik i estimeringsvinduet lengde vil i de fleste sammenhenger ikke gi store utslag for resultatet. Forholdet mellom selskapets aksjeavkastning og markedets avkastning skal være omtrent det samme for et intervall på 100 dager som et intervall på 300 dager, forutsatt at selskapet ikke gjør store strategiske og operasjonelle forandringer i perioden. Parameterne vil ha en høyere signifikans ved et større datamateriale, men samtidig vil eldre data være mindre relevant for studien. Det er viktig å tilse at ikke estimeringsvinduet overlapper begivenhetsvinduet slik at parameterne ikke er influert av begivenheten (MaKinlay, 1997).

Det vil i denne oppgaven være hovedfokus på markedets reaksjoner på kort sikt, typisk effekt av børsmeldinger om forhandlinger eller bekreftelse av salg av enheter. I en kortsiktig analyse vil et estimeringsvindu i intervallet 120 til 360 dager være tilstrekkelig (MaKinlay, 1997). Jeg velger et estimeringsvindu som strekker seg over 200 dager i mine begivenhetsstudier.

5.1.3 Begivenhetsvinduet

Dette er intervallet der den aktuelle hendelsen finner sted, og hvor man ønsker å se om begivenheten gir en signifikant unormal avkastning i markedet. Intervallet avhenger av type begivenhet og hvordan informasjonen har kommet til markedet. Enkelte nyheter kan lekke gradvis til markedet i form av rykter og spekulering, der markedet ikke greier å absorbere informasjonen omgående. Andre salgsprosesser kan være lukket for offentligheten, og markedet reagerer kun når salget blir kunngjort. Det er ingen konsensus for hva som er riktig lengde på et begivenhetsvindu og dette avhenger av hva slags begivenhet som finner sted. Kortere begivenhetsvindu gir en mer presis test, og resultatene blir mer upresise når vinduet øker.



Figur 4: Tidslinje for en begivenhetsstudie, Kilde: MacKinlay (1996)

Jeg vil fokusere på tre forskjellige begivenhetsvinduer:

Intervall +/- 1 dag

Det korteste intervallet studerer selgers aksjekurs i tre dager, en dag både før og etter annonseringstidspunktet.

Det er ofte lett å se hvordan enkelte børsmeldinger påvirker aksjens prising. Derfor vil det mest interessante og ofte tilstrekkelige intervallet være +/- 1 dag fra transaksjonstidspunktet for å finne signifikant unormal avkastning

Intervall +/- 10 dager

Det er ofte tilknyttet rykter og spekulasjoner omkring store transaksjoner, og derfor kan det være nyttig å analysere prisingen i flere før bekreftelse av transaksjonen. I slike tilfeller kan det være vanskelig å se den direkte kausale effekten på markedet en enkelt handelsdag, og det vil være mer relevant å analysere hendelsen innenfor et større intervall. Da vil man se på den akkumulerte unormale avkastningen, og teste dens signifikans.

Markedet kan i enkelte tilfeller ha priset inn transaksjonen før den faktisk har forekommet. Det er også usikkerhet til hvorvidt markeder er effisiente og denne usikkerheten kan behandles gjennom et lenger begivenhetsvindu. Markedets tid for å absorbere nyheter kan være variere og informasjon kan lekke ut både i forkant og ettertid av transaksjonen. Ved lite effisiente markeder er det derfor hensiktsmessig å studere perioden etter annonseringstidspunktet for å få markedets totale reaksjon.

Intervall +/- 40 dager

Det vil være mange av de samme begrunnelsene som er gjeldende for 21 dagers intervallet som er relevante for 81 dagers intervallet. En god artikkel innenfor selskapsrestruktureringer og begivenhetsstudier de seneste årene er "Corporate Takeovers", skrevet av Betton, Eckbo og Thorburn i 2008. Her benytter de blant annet et +/- 40 dagers intervall i sin forskning. Et negativt aspekt er at man inkluderer støy som ikke er relevant for studien. Det kan være resultatframleggelse, spesielle hendelser knyttet til selskapets styresett og den operasjonelle virksomheten, eller diverse rykter. De nevnte faktorene kan forklare den unormale

avkastningen og derfor må man være mer kritisk til testresultatene for et stort vindu. Standardavviket øker med lengden på intervallet så t – testen korrigerer for noe av støyet.

5.2 Markedsmodellen

Markedsmodellen har ikke like strenge forutsetninger som må være oppfylt for å beregne forventet avkastning, og er historisk sett en god indikator for forventet avkastning.

Formel for markedsmodellen:

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

- R_{it} = Forventet avkastning
- α = Selskapets usystematiske risiko/avkastning
- β_i = Selskapets samvariasjon med markedet
- R_{mt} = Markedets avkastning
- ϵ_{it} = Feilledd

Markedsmodellen er en statistisk modell som kalkulerer forventet avkastning for et verdipapir.

Markedsmodellen bygger på en enkel idè at selskapets prising varierer med en makroøkonomisk variabel, her representert ved et lands markedsavkastning, og en bedriftsspesifikk faktor. Den makroøkonomiske variabelen inneholder alle relevante faktorer som påvirker aksjemarkedet, for eksempel renter, inflasjon og konjunkturer. Alle andre faktorer inngår i den selskapsspesifikke alfavariabelen. Jeg har valgt OSEBX – indeksen som den makroøkonomiske variabelen i mine studier.

OSEBX – indeksen er en kapitalveid aksjeindeks som følger avkastningen til de 58 mest omsatte selskapene på Oslo børs. Jeg analyserer tre transaksjoner hvor enheten som blir solgt ut tilhører et norsk selskap. Derfor er det naturlig å bruke hovedindeksen i Norge som makrovariabel.

Fordelene ved å bruke markedsmodellen vil avhenge av regresjonens R^2 , eller forklaringskraften til den makroøkonomiske faktoren på aktivaprisingen. Høyere R^2 vil gi større reduksjon i den unormale avkastningens varians, og gi gevinst ved bruk av denne modellen.

Statistiske forutsetninger for aktivaprisings oppførsel som ligger til grunn for markedsmodellen:

- Normalfordelt avkastning for verdipapir
- Aktivaavkastningen er uavhengig
- Feilledd har forventning = 0

Det er strenge forutsetninger som ligger til grunn, men det leder i praksis ikke til mange problemer fordi forutsetningene er empirisk fornuftige og inferensen knyttet til normalfordelingsmodeller er som regel robuste mhp avvik fra forutsetninger (MaKinlay, 1997). På bakgrunn av denne begrunnelsen antar jeg at samtlige forutsetninger for markedsmodellen er oppfylt i min analyse

Parameterne alfa (bedriftsspesifikk faktor) og beta (makrofaktor) regnes fra lineære regresjoner utført i Excel, og baserer seg på data i et gitt estimeringsintervall. Gitt forutsetningene ovenfor utfører jeg regresjonen basert på OLS – metoden (ordinary last square), på norsk kalt minste kvadraters metode (MKM).

Formler for beta- og alfakalkulasjonene:

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

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

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

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

5.3 Unormal avkastning

Når forventet avkastning for begivenhetsvinduet er kalkulert fra markedsmodellen kan man beregne en eventuell unormal avkastning (AR).

Unormal avkastning defineres som:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

- R_i er faktisk avkastning på tidspunkt t
- $\alpha + \beta R_m$ er forventet avkastning regnet ut fra markedsmodellen

Dette forholdet beskriver hvordan faktisk avkastning i markedet avviker fra forventet avkastning. Den unormale avkastningen vil bli beregnet for hele begivenhetsvinduet, på bakgrunn av estimeringsvinduet. Ved begivenhetsstudier ønsker man å se hvorvidt den unormale avkastningen er signifikant forskjellig fra null. På den måten kan man undersøke begivenhetens påvirkning på et gitt verdipapir.

5.4 Hypotesetesting

Etter en beregning av den unormale avkastningen innenfor et gitt begivenhetsvinduet er det naturlig å tolke resultatene. Dette utføres ved statistisk hypotesetesting. Hypotesetestene gjøres på bakgrunn av en hypotese som er formulert i forkant. Jeg vil undersøke om et aktivasalg har en signifikant påvirkning på selskapsverdien hos selger, målt ved unormal avkastningen i et gitt intervall.

Jeg antar at avkastningen for selskapene er uavhengige og normalfordelt, og foretar en parametrisk t – test. Det blir beregnet en t – verdi som blir testet i forhold til en gitt p – verdi. De mest vanlige signifikansnivåene er 0,01 og 0,05 i en tosidig test. Der t – verdien må være høyere enn $\pm 1,96$ og $\pm 2,58$ ved et høyt antall frihetsgrader for å forkaste nullhypotesen og hevde alternativhypotesen er signifikant. Man kan ut i fra p – verdiene se om alternativhypotesen kan bekreftes med 95 % og 99 % sikkerhet (S. P. Kothari and Jerold Warner, 2004).

Når et begivenhetsvindu strekker seg over flere dager vil det være relevant å teste den akkumulerte t – verdien. Dette forholdstallet vil bekrefte eller avkrefte hypotesen om signifikant unormal avkastning. Formlene nedenfor viser verktøy for hypotesetesting.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

$$\frac{CAR(t_1, t_2)}{[\sigma^2(t_1, t_2)]^{1/2}}$$

$$\sigma^2(t_1, t_2) = L \sigma^2(AR_t)$$

- Formel til venstre: Formelen illustrerer at summen av unormal avkastning innenfor et intervall er lik CAR
- Formel i midten: Dette er formelen man bruker for å se hvorvidt resultatene er over et gitt signifikansnivå. T – verdi regnes ut ifra metodikken brukt i lærebøker innenfor corporate finance (J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Juan A. Siu, 1998). T – verdi for en gitt periode blir beregnet ved CAR skalert med standardavviket. Standardavviket er regnet ut fra svingninger i unormal avkastning, og ved et lenger begivenhetsvindu blir måltallet multiplisert med roten av antall dager i vinduet. Dette er normal prosedyre for å summere standardavvik.
- Formel til høyre: Viser at variansen til CAR øker med lengden av begivenhetsvinduet L. Hvis estimeringsvinduet er tilstrekkelig stort kan man anta en sammenheng der variansen til unormal avkastning er tilnærmet lik variansen til residualleddet epsilon fra markedsmodellen (Stamland, 2006).

Formelen for T – verdi er offer for diskusjon i akademia, på grunn av ulike kalkulasjoner av standardavviket. MacKinlay (1997) foreslår å bruke data fra estimeringsperioden, men erkjenner at det er rom for diskusjon av beregningsmetode. Kothari og Warner (2004) argumenterer for bruk av begge periodene for å estimere standardavviket til den unormale avkastningen. De legger vekt på den økte volatiliteten som ofte er knyttet til spesielle begivenheter innenfor begivenhetsvinduet. De mener derfor det blir feil å analysere avkastningens signifikans på bakgrunn av utelukkende historiske tall som er mindre volatile. Da kan den unormale avkastningens signifikans bli overdrevet. Jeg har gjort en grundig gjennomgang av sentrale forskningsartikler og kommet fram til at de aller fleste benytter data fra estimeringsperioden for standardavvikberegningene. Jeg vil derfor gjøre det samme.

Det er forskjellige måter å kalkulere statistisk signifikans. Den valgte metoden for estimering av t – verdi og hypoteseteste resultatene er en relativ enkel prosedyre, hvor forholdstallet

enkelt kan beskrives som unormal avkastning en gitt dag skalert med standardavviket for residualen/unormal avkastning. Det er flere potensielle feilkilder man bør diskutere. T – verdi er en tilfeldig variabel fordi unormal avkastning har prediksjonsfeil. Estimeringen av standardavviket kan eventuelt justeres. Når man utfører regresjonen for å finne alfa- og betakoeffisientene tar man ikke hensyn til variansen utenfor estimeringsvinduet. Forventet avkastning for et verdipapir er veldig upresist og treffer sjelden med faktisk avkastning. Videre er det mange faktorer som påvirker en aksjekurs i løpet av en periode, og ikke nødvendigvis den spesielle begivenhet som man ønsker å analysere (S. P. Kothari and Jerold Warner, 2004).

Det er heller ikke tatt hensyn til tidsavhengighet eller unormalitet i avkastningen, og det er en mulighet for kryss – korrelasjon i den unormale avkastningen. Jeg vil ikke gå dypere inn i materien, men ha et bevisst forhold til resultatene som fremkommer. Jeg benytter ikke hypotesetesting for å bekrefte eller avkrefte en påstand, men som et verktøy for å ha sterkere tallfestede argumenter i min diskusjon rundt aktivasalgs påvirkning på selskapets markedsverdi.

6: Analyse av Case

6.1 Faktorer å analysere ved aktivasalg

Jeg ønsker å oppsummere teorien og forskningen jeg har gått gjennom ved å trekke ut enkelte hovedmomenter som er avgjørende for en god analyse av et aktivasalg. Videre i denne analysedelen vil momentene bli koblet opp mot reelle transaksjoner. Kriterium for å være en viktig faktor er at det er en betydelig sjanse for å ha påvirkningskraft i aktivitransaksjoners utfall. Da legger jeg spesielt vekt på det finansielle utfallet. Mest tydelig

er selvfølgelig salgsprisen og faktorer som påvirker den, men det er flere momenter som markedet er sensitive til og på den måten påvirker verdien av selskapet.

Jeg konkluderer med følgende seks faktorer som sentrale og bør derfor analyseres for hvert case:

1. Salgspris og oppgjørsform
2. Distribusjon av salgsvederlag
3. Enheten passer bedre hos kjøper enn selger, som kan skape verdi gjennom økt salgspremie
4. Størrelseseffekten
5. Redusert konglomeratrabatt, synliggjøring av verdier
6. Forhandlingsmakten mellom partene

6.2 Data og hypotese:

Datamaterialet er lastet ned fra Yahoo Finance, og inkluderer Orkla og Norsk Hydros daglige avkastning fra 200 dager før det lengste begivenhetsvinduet (-40) og fram til det største vinduets slutt (+40). Det er også lastet ned daglige observasjoner for OSEBX – indeksen i samme tidsintervall som de aktuelle transaksjonscasene. Jeg benytter daglig log – avkastning for selskapene og hovedindeksen, og på bakgrunn av dataene utførere jeg en regresjon for å beregne alfa- og betaverdiene. Markedsmodellen gir forventet avkastning i perioden rundt transaksjonsannonsering og med faktisk avkastningen lastet ned kan man enkelt beregne unormal avkastning.

I tillegg til historiske kurser fra aksjer og indekser, er analytikerrapporter viktig for en god analyse av transaksjonene. Jeg har innhentet rapporter fra diverse norske meglerhus, både i forkant og etterkant av annonsering av salg. Rapportene brukes hovedsakelig til å se på utviklingen i selskapenes konglomeratrabatt, men også for å få en uavhengig vurdering av

transaksjonene og deres karakteristikker. Jeg ser ingen grunn til selv å beregne hva som er rettfærdig verdi av selskapene basert på multippelprising eller kontantstrømanalyse. En slik prosess ville vært tidkrevende og det er ikke her jeg ønsker å legge fokus og tid i mitt analysearbeid. Verdsettelse av selskaper er en upresis og subjektiv øvelse hvor man selv utarbeider framtidige estimater. Jeg har ingen grunn til å betvile uavhengige meglerhus' sine estimater og kunnskap, men er selvfølgelig kritisk og tolkende til den informasjonen jeg har tilgang på.

Hypotese:

Nullhypotesen sier at aktivasalg ikke gir signifikant unormal avkastning for selger.

Alternativhypotesen forkaster nullhypotesen for et gitt signifikansnivå hvis t – stat er større et valgt p – nivå.

$H_0: AR = 0$

$H_a: AR \neq 0$

6.3 Orklas salg av Elkem

Orkla - konsernet er et konglomerat som har virksomheter innenfor aluminium, merkevarer, mat, fornybar energi, materialer og finansielle investeringer. Konsernets omsetning er på cirka 56 milliarder kroner og antall ansatte er 30 000. Orkla har virksomheter i cirka 40 land (Orkla årsrapport, 2010).

Orkla har en lang historie som et av Norges største industrikonsern. Konsernet har vokst gjennom utallige oppkjøp og fusjoneringer i årenes løp.

Jeg skal her analysere Orklas salg av silisiumprodusenten Elkem. Etter en lengre tids oppkjøpskrig med Alcoa kjøpte Orkla Elkem i 2005 som en del av satsningen på alternativ energi. Elkem har blitt videreutviklet under Orklas ledelse og eierskap, men Brands og Sapa har de siste 5 årene allikevel utgjort hovedvirksomheten i Orkla med til sammen over 2/3 av den totale omsetningen og ca 90 % av den totale EBITA (Orkla årsrapport, 2010). Når styret

varsler restruktureringer, og en ny retning for konsernet er det forventet at hovedvirksomheten blir prioritert videre der salget av Elkem er et steg i riktig retning.

6.3.1 Hendelsesforløpet

Dato	Viktige hendelser i forkant av salget
2. juli 2010	CEO Opedal kunngjør at han går av. Samtidig er det rykter om restrukturering initiert av styreleder Hagen. Analytikere regner Orkla Brands som hovedvirksomhet.
30. aug 2010	Reuters melder om at sørkoreanske POSCO vurderer et oppkjøp av Elkem. Orkla – kursen har en unormal avkastning på 3,98 % og 3,10 % påfølgende dag. Meglerhus spekulerer i en verdi mellom 9 -15 milliarder for hele Elkem.
8. okt 2010	Bjørn M. Wiggen tar over som konsernsjef i Orkla. Hagen understreker hvilken god selger Wiggen er og viser til salg av Orkla Media og Ringnes hvor han var en sentral skikkelse. Sapa, Brands og Jotun er framtiden for Orkla sier Wiggen og Hagen.
29.okt 2010	Meglerhusene Arctic og Carnegie sier det er oppkjøpsrykter som trigger Orkla – kursen. Verdsettes til mellom 8 – 11 milliarder NOK. Synkende konglomeratrabatt.
10. jan 2011	Orkla sender inn en børsmelding hvor man bekrefter kontraktsforhandlinger med China National Bluestar vedrørende salg av Elkem silisiumrelatert og Elkem Solar.
11. jan 2011	Orkla bekrefter salg av Elkem for 12,5 milliarder NOK ved kontantoppgjør. Wiggen sier det er et ledd i strategien mot et spisset Orkla, og Elkem passer bedre hos kapitalsterke kinesere. Vederlag skal betale ned gjeld og investeres i kjernedriften.
	Kilder: (e24.no, 2010), analyser fra Carnegie og Arctic, Pressekonferanse Orkla

Figur 5: Begivenheter i forbindelse med salget av Elkem

6.3.2 Begivenhetsstudie

Jeg vil ved en begivenhetsstudie analysere hvordan transaksjonen påvirket selskapsverdien på kort sikt. Deretter vil jeg teste fluktuasjonenes signifikans for å undersøke hvorvidt et aktivasalg har en sterk påvirkning på selgers aksjekurs. Jeg har fulgt prosessen for begivenhetsstudier steg for steg, angitt i oppgavens teoridel.

10. januar kom det inn en børsmelding fra Orkla hvor det ble informert om kontraktsforhandlinger med China National Bluestar. Dette ble positivt mottatt på Oslo børs og sendte Orkla-kursen opp 2,68 %. Dagen etter, 11. januar kom det en ny børsmelding fra

Orkla. Her ble salget og salgssum bekreftet, og sendte Orkla-kursen ned med 0,7 %. Jeg velger 11. januar som den faktiske kunngjøringsdatoen for salget, selv om jeg vedkjenner at markedet mest sannsynlig har priset inn mye av salget 10. januar.

Begivenhetsvindu +/- 1 dag:

Begivenhetsstudie +/- 1 dag		
Akkumulert unormal avkastning	1,09 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	1,98 %	
T - stat	0,55	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 1

Total unormal avkastning var 1,09 % innenfor +/- 1 – intervallet. Markedet analyserte transaksjonen som positiv for Orklas aksjonærer, men nedgangen i aksjekursen 11. januar kan tyde på at markedet ikke er helt fornøyd med utformingen av avtalen. Standardavviket for unormal avkastning over tre dager er 1,98 % og dette gir en T – verdi som ikke er signifikant for hverken 95 % eller 99 % - konfidensintervall. Alternativhypotesene blir forkastet og nullhypotesen bekrefter at unormal avkastning ikke er signifikant forskjellig fra null.

Begivenhetsvindu +/- 10 dager:

Begivenhetsstudie +/- 10 dager		
Akkumulert unormal avkastning	-4,13 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	5,25 %	
T - stat	-0,79	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 2

Jeg ønsker å teste et lenger vindu for å studere lekkasjer i forkant av transaksjonen og markedets evne til å absorbere informasjonen. Vinduet strekker seg over 21 dager og viser

en akkumulert negativ unormal avkastning, men t – verdien avkrefter UAs signifikans for begge konfidensintervallene.

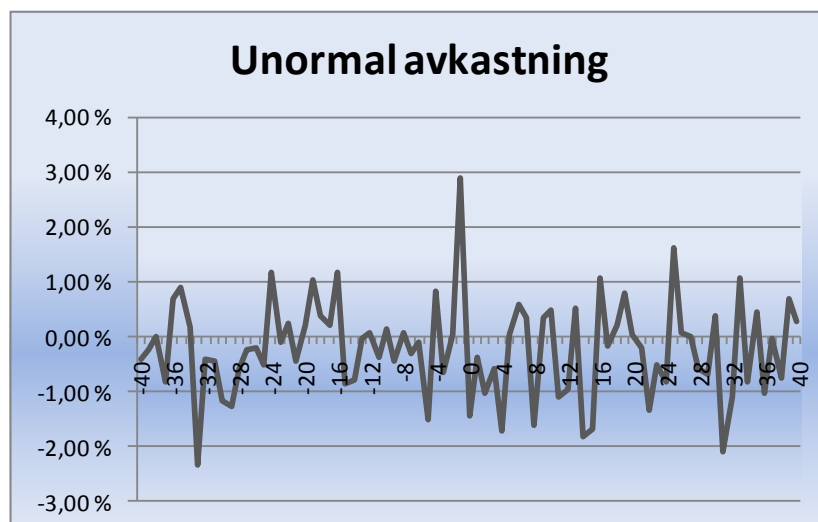
Begivenhetsvindu +/- 40 dager:

Begivenhetsstudie +/- 40 dager		
Akkumulert unormal avkastning	-17,92 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	10,31 %	
T - stat	-1,74	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 3

Dette intervallet undersøker 81 dager rundt annonseringsdato 11. januar 2011. Det bidrar til å inkludere eventuelle lekkasjer og forhindre effekten av et eventuelt ineffesient marked. Et negativt aspekt er at man inkluderer støy som ikke er relevant for studien.

Unormal avkastning er tydelig negativt for dette vinduet, men resultatet er ikke signifikant for noen av konfidensintervallene.



Graf 1: Orkla - aksjens unormal avkastning ved Elkem - salget

Graf 1 illustrerer hvordan den positive unormale avkastningen 10. januar skiller seg ut, men den negative reaksjonen dagen etter nøytraliserer en eventuell god mottakelse av salget. UA - volatiliteten er relativt jevn i forkant og etterkant av handelen.

Begivenhetsstudien av Orklas salg av Elkem viser en liten positiv unormal avkastning på kort sikt, som utvikler seg til å være negativ innenfor lengre intervall (+/- 10, og +/- 40). Man forventer å se en nedgang i akkumulert unormal avkastning når begivenhetsvinduet øker. Større begivenhetsvindu vil inkludere irrelevant informasjon og tilhørende aksjefluktuasjoner. I forhold til empirisk forskning er denne transaksjonen under gjennomsnittlig positiv for Orkla ved et kort intervall.

6.3.3 Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon

6.3.3.1 Salgspris og oppgjørsform

Elkem ble solgt for ca 13 milliarder NOK, der kontantvederlag utgjør 12,5 milliarder NOK og 500 millioner NOK knyttes til forsikringsutbetalinger og overføring av en utsatt skattefordel.

Oppgjørsformen er i all hovedsak en enkel kontanttransaksjon. Det er altså en klar risikofordeling, der China National Bluestar overtar Elkem i sin helhet. Empirisk forskning kan vise til positive markedsmottakelser rundt oversiktlige kontanttransaksjoner, bedre enn kompliserte aksjestrukturer. Det oppstår imidlertid en skatteplikt ved gevinst av aktivasalg som tilfaller Orkla ved et kontantoppgjør.

Jeg vil ta utgangspunkt i analytikerestimer, avisartikler og fundamentalverdi for diskusjonen av salgsprisen.

Den 10. januar skriver Dagens Næringsliv en artikkel med utgangspunkt i Orklas bekreftelse på forhandlinger med China National Bluestar. I artikkelen skriver DN – journalisten at kjøpesummen er uklar, men hevder flere analytikere verdsatte Elkem til 12 milliarder NOK i 2. kvartal 2010. Markedet har siden den gang utviklet seg i Elkems favør, og en pris på 15 milliarder NOK har blitt antydnet fra flere meglerhus.

Carnegie Securities og Arctic Securities hevdet i etterkant av salget at markedskonsensus var gjennomsnittlig 12 – 13 milliarder NOK, men at forventningene til prisen har blitt oppjustert i

dagene før salget ble bekreftet. Nordea markets forventet en pris mellom 13 – 14 milliarder NOK (hegnar.no, 2011).

Jeg tror salgsprisen er innenfor et fornuftig intervall som markedet delvis har priset inn. Orkla klarer derimot ikke å overraske markedet positivt ved en spesielt god salgspris, og dette kan være en av grunnene for den moderate reaksjonen fra aksjemarkedet.

Det vil være hensiktsmessig å sammenligne salgspris med bokført og skattemessig verdi av Elkem for regne ut den bokførte og skattepliktige gevinsten. Bokført verdi defineres som bokførte eiendeler – gjeld. I årsrapporten for 2010 som ble presentert 24. mars står Elkem oppført i en egen post under ”eiendeler ikke videreført virksomhet”. I note 33 står det at større avhendelser vil presenteres som ikke videreført virksomhet og tas ut av både periodens – og sammenligningstall og presenteres på en linje i resultatet.

	2010	2009
Segmenteiendeler	56.871	71.206
Eiendeler ikke videreført virksomhet	13.891	-
Aksjeporteføljen mv.	11.674	11.087
Kontanter og kontantekvivalenter	2.819	4.153
Finansielle eiendeler	870	1.140
Eiendeler ved utsatt skatt	623	514
Rentebærende fordringer etc.	793	6.586
Sum eiendeler	87.541	94.686

Tabell 4: Orklas bokførte verdi av eiendelene, kilde Orkla årsrapport 2010, der punktum blir brukt som desimaltegn

Tabell 4 viser Elkems bokførte eiendeler til en verdi av 13,891 milliarder NOK i slutten av desember 2010. Samtidig er det gjeld knyttet til Elkem, totalt ca 2,544 milliarder. Dette gir en bokført verdi av Elkem per 31.12.2010 på 11,347 milliarder NOK, og medfører en regnskapsmessig gevinst på ca 1,2 milliarder NOK. Orklas skattbare gevinst utgjør derimot 1,024 milliarder NOK. Kapitalgevinsten defineres som salgsvederlag fratrukket skattemessig verdi av eiendelen. Skatteplikten er ulempen ved kontantoppgjør, men dette er aksjonærer klar over og kommer nok ikke som noen overraskelse som slår negativt ut i markedet.

6.3.3.2 Distribusjon av salgsvederlag

Markedet er sensitivt til nyheter vedrørende allokeringen av salgsvederlaget. Den 11. januar var det unormal avkastning på 1,4 % og jeg vil se om dette har sammenheng med annonseringen av bruk av salgsvederlag.

Konsernsjef Wiggen uttaler på pressekonferansen at salgsvederlaget vil hovedsakelig bli brukt til nedbetaling av gjeld. I henhold til empirisk forskning vil markedet reagere positivt når selskaper bruker kontantvederlaget til å nedbetale gjeld (B. Espen Eckbo and Karin Thorburn, 2008). I styrets årsberetning fra årsrapporten i 2010 bekrefter styret at Elkem - salget medfører en reduksjon av rentebærende gjeld på 12,5 milliarder NOK. Dette gir en finansiell fleksibilitet for Orkla, som fra før har rentebærende gjeld på 25 milliarder, tilsvarende en gjeldsgrad på ca 50 %. Man kan altså regne med en halvering av dagens gjeldsnivå. Mindre renteutgifter og bedre finansielt spillerom kan muliggjøre potensielle investeringer i andre divisjoner. Det blir samtidig foreslått et ordinært utbytte på 2,50 kroner per aksje. Dette innebærer at aksjonærer ikke mottar noen direkte ekstra utbetaling som følge av salget, men at transaksjonen også kan bidra til et stabilt utbytte i fremtiden. Det bør settes spørsmålstegn ved selskapets bærekraftige inntjening hvis Orkla er nødt til å selge en stor del av konsernet for å sikre at aksjonærer kan motta utbytte i årene framover. Jeg tror ikke dette signalet skal overdrives, men et moment man må ha i bakhodet.

Det er også skrevet i presentasjonen at Orkla vil investere i vekstprosjekter for Brands - og Sapa divisjonene. Det kan virke som Orkla ønsker å endre fokus mot et mer spisset konsern, der merkeavdelingen og aluminium vil stå sterkt i fremtiden. I forhold til empirien vedrørende reinvesteringer vil aksjekursen falle hvis markedet ikke har tro på veksten i potensielle investeringsprosjekter. Denne markedsreaksjonen vil mest sannsynlig forekomme hvis hovedbruken av salgsvederlaget går til reinvestering der investorer analyserer gjenværende divisjoner til lite lønnsomme. Informasjonen som blir kunngjort 11. januar tyder på en hovedallokering i retning nedbetaling av gjeld, og dette blir bekreftet i årsrapporten 24. mars. Samtidig er både Brands og Sapa to historisk lønnsomme divisjoner med gode langsiktige framtidsutsikter, men med enkelte kortsiktige hindringer for god lønnsomhet i de gjenværende divisjonene. Både Arctic Securities og Carnegie Securities skriver i sine analyser i januar 2011 hvordan økte råvarepriser ødelegger gode marginer for

Foods, som presser ned marginene for Orkla Brands (Foods er en del av Orkla Brands). De legger til en skepsis til aluminiumsmarkedet på kort sikt, og hevder markedene må ta seg opp i USA for at Sapa – divisjonen skal leve opp til forventingene. Uavhengig av denne kortsiktige skepsisen til divisjonene tror jeg ikke det er rimelig å tilfalle markedets negative reaksjon på annonseringsdagen til dårlige reinvesteringsprosjekter da dette ikke er tilfellet på lenger sikt.

Hvis Orkla var i finansielle problemer ville markedet i følge empiri reagert negativt når selskapet kunngjorde at salgsvederlaget skal brukes til å nedbetale gjeld. I et slikt tilfelle vil det være en verdioverføring fra aksjonær til kreditor. Dagens situasjon i Orkla kan ikke betegnes som et selskap på konkursens rand, og dermed vil dette argumentet være utelukket.

Denne gjennomgangen av allokering av salgsvederlag gir ingen klar hendelse som har bidratt til et negativt utslag i aksjemarkedet. Det er ingen grunn til å tro at informasjon angående bruk av salgsvederlaget har lekket ut på forhånd, selv om konsensus forventet nedbetaling av gjeld og et forbedret fokus på hovedvirksomheten (Arctic Securities, 2010). Jeg vil konkludere med at distribusjonen av midlene fra Elkem - salget ikke gjenspeiler markedets negative reaksjon, og ikke kan brukes som en direkte forklaring for den negative unormale avkastningen i de to lengre begivenhetsintervallene.

6.3.3.3 Passer bedre hos kjøper

Konsernledelsen presiserer i årsrapporten for 2010 at både Elkem og Orkla har større potensial ved å drives separat i framtiden. Elkem er i en kapitalintensiv sektor, der Orkla ikke lenger har tilstrekkelig finansielle muskler for videre satsning. Dette gjelder spesielt ettersom man ønsker å fokusere (investere) på færre segmenter i konsernet.

Mange empiriske studier ser på hvorvidt aktiva - overgangen er fra et lavpriset selskapet til et høyt priset selskap, målt ved tobins q eller P/B. Oppkjøper China National Bluestar er et

privat selskap som ikke er børsnotert. Dette punktet blir derfor vanskelig å kvantifisere, men det er allikevel kvalitative momenter å belyse listet opp nedenfor (Orkla, 2011):

- China National Bluestar gir tilgang til nye vesktmarkeder i asia, spesielt Kina
- China National Bluestar har betydelig finansielle muskler for framtidige investeringer
- Bluestar sikrer tilgang på silisium til silisiumvirksomheten
- Ved implementering av "Elkem business system" vil Elkem få en ledende rolle i videreutvikle Bluestars silisiumvirksomhet
- Ekspertise og ressurser vil bli samkjørt og integrert som en del av Bluestar
- Elkem vil utgjøre hoveddelen av Bluestars silisiumvirksomhet, samtidig som selskapet skal bli ledet fra Norge. Hovedkontor og forskning og utvikling vil bli administrert fra Norge.
- Elkem Solar har en meget energieffektiv produksjon (opptil 75% mindre forbruk). Dette er viktig for den videre kinesiske økonomiske veksten som er svært energiintensiv. Miljøperspektivet vil også være en avgjørende faktor i årene som kommer (reduere energiforbruk reduserer Co2 – utslipp).

6.3.3.4 Størrelseseffekten

I gjennomsnitt utgjør salg av aktiva $\frac{1}{4}$ av selskapet, men empirisk forskning hevder større aktivasalg, fører til større avkastning (avsnitt 2.5).

Orkla var per 31.12.2010 verdsatt til 56,7 kroner per aksje. Det var 1,027 milliarder aksjer utestående, som verdsatte den totale børsverdien for Orkla til 58,231 milliarder NOK. Elkem ble solgt for ca 13 milliarder NOK. Dette utgjør ca 22 % av Orkla.

Relativt til empirien i Kleins studie er markedets kumulative reaksjon +/- 1 dag på 1,09 % unormal avkastning ganske lavt, men allikevel positiv og i retning av Kleins funn.

Størrelseseffekten ser allikevel ikke ut til å være avgjørende i denne transaksjonen.

6.3.3.5 Synliggjøring av verdier, reduisering av rabatten SOTP

Teoridelen tar for seg fordeler og ulemper ved diversifiserte selskaper, og konglomeratrabatten beskrives som et vanlig fenomen. Jeg ønsker å se hvordan markedet endrer synet på Orkla når man selger ut Elkem og selskapet blir mindre diversifisert. I

henhold til empirisk forskning vil man forvente å se en nedgang i konglomeratrabatten, altså en synliggjøring av verdier når man foretar et aktivasalg.

SOTP - verdsettelse	5. juli 2010 Arctic		26. januar 2011 Arctic		28. oktober 2010 Carnegie		17. januar 2011 Carnegie	
	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje
Orkla Brands	30 684	30	30 971	30	33 469	32,6	31 947	31,1
Elkem Group	9 397	9			10 385	10,1		
Sapa Aluminium	14 565	14	15 417	15	20 727	20,2	22 207	21,7
Orkla materials energy	6 100	6	6 100	6	6 500	6,3	5 500	5,4
Borregård chemicals	1 817	2	2 449	2	2 351	2,3	2 351	2,3
EV: EBITA prod assets	62 563	61	54 938	54	73 432	71,5	62 005	60,5
EV: non - EBITA prod assets	24 923	25	26 637	26	27 914	27,1	27 849	27,1
Total EV	87 486	86	81 575	80	101 346	98,6	89 854	87,6
Gjeld og minoriteter	19 848	20	7 224	7	23 940	23,3	9 409	9,2
SOTP EK	67 638	67	74 350	73	77 406	75,3	80 445	78,4
Orkla i markedet	43 619	43	53 958	53		56,3		55,9
Rabatt i forhold til NAV Orkla	36 %		27 %		25,2 %			28 %

Tabell 5: Utvikling i konglomeratrabatten, EV = millioner NOK, Per aksje = NOK

Jeg har laget en oversikt for å vise utviklingen i konglomeratrabatten i følge Carnegie og Arctic Securities estimater, i tidsperioden før og etter salget av Elkem. SOTP – verdsettelsen beregner selskapsverdien (EV) for hvert segment basert på multippelprising med konkurrenter. Deretter trekker man fra gjeld og andre forpliktelser for å finne en alternativ aksjepris for Orkla-konsernet. Forholdstall som er brukt er blant annet EV/EBIT, EV/SALES, DCF, bokverdier mm. Linjen med total selskapsverdi som ikke påvirker EBITA henviser til Jotun, REC, aksjeporteføljen, eiendom og skog.

Arctic Securities:

Arctic Securities kalkulerer en nedgang i konglomeratrabatten på 9 % fra 5. juli 2010 til 26. januar 2011. Hvis man analyserer Arctics estimater ser man SOTP – verdsettelsen øker egenkapitalen fra 67 NOK per aksje til 73 NOK per aksje. Den totale selskapsverdien har sunket, men egenkapitalen har vokst som følge av gjeldsreduksjonen på 12,5 milliarder NOK. Dette har blitt muliggjort med salget av Elkem. Når Arctic har hevet sin verdsettelse av Orkla peker dette i retning av en høyere rabatt, men aksjemarkedet har i samme tidsperiode vært relativt mer optimistiske og sendt Orkla – aksjen til 53 NOK. Det kan være flere grunner til hvorfor aksjen har steget med 10 kroner. Oslo børs har blant annet hatt en solid oppgang i samme periode. Allikevel har konglomeratrabatten sunket betraktelig og det er dette

forholdet som er interessant. Jeg antar Arctics – analytikere tar i betraktning børsens oppgang når de foretar en SOTP – verdsettelse. Jeg vil på bakgrunn av Arctics estimater hevde Orkla har synliggjort verdier gjennom salg og på den måten redusert konglomeratrabatten til normale historiske nivåer.

Carnegie Securities:

Carnegie på den andre siden har i perioden 28. oktober til 17. januar observert en liten oppgang i rabatten på ca 3 %. Hvis man sammenligner de to meglerhusenes SOTP – verdsettelse i forkant av salget ser man Carnegie gjennomgående estimerer en høyere selskapsverdi for segmentene, spesielt aluminiumsdivisjonen og Orkla Brands. Her må det understrekes at meglerhusenes rapporter før salget av Elkem er på to helt forskjellige datoer, nesten en 4 måneders tidsperiode. Orklas aksjekurs har den 28. oktober steget til hele 56,3 NOK, og denne oppgangen er bakgrunnen for den framtidige økningen i rabatten i januar. Jeg ønsker å henvise til hendelsesforløpet tidligere i caseanalysen, og vise til 30.- og 31.august da Elkems oppkjøpsrykter bidro til en positivt unormal avkastning i overkant av 7 %. "Før – salg" rapporten til Carnegie er også skrevet etter konsernsjef Wiggen har tiltrådt som et ledd av den omfattende restrukturingsprosessen. Ettersom styret bekrefter nedtrapping utenfor hovedvirksomhet samtidig som aktuelle Elkem - kjøpere er i kulissene, er mitt syn at markedet på dette tidspunktet har priset inn noe av Elkem – salget.

Når salget faktisk forekommer i januar er aksjeprisen på omtrent det samme nivået som slutten av oktober. Carnegies SOTP – verdsettelse er noe endret, blant annet justeringer for Brands og Sapa. Det er derimot salget av Elkem som muliggjør en betydelig gjeldsreduksjon og er grunnen til en høyere estimert egenkapitalverdi. Økningen i estimert egenkapitalverdi, samt den flate utviklingen i reel aksjekurs, gir en liten oppgang i konglomeratrabatten. Dette samsvarer som kjent ikke med konglomeratteorien, men jeg vil ikke legge for mye vekt på forskjellen mellom Carnegies før og etter – rapporter da vital informasjon vedrørende salget av Elkem er kjent i markedet den 28. oktober.

6.3.3.6 Forhandlingsmakt mellom partene

Forhandlingsmakten mellom kjøper og selger vil åpenbart være utslagsgivende for utfallet av transaksjonen. Hvem som sitter igjen med premien eller synerigene er ofte basert på hvem som har de beste kortene under forhandlingene, eller sagt på en annen måte, hvem er villig til å strekke seg lengst for å oppnå en avtale.

Et sikkert bevis på svekket forhandlingsmakt er hvorvidt selgers gjeld er nedgradert i forkant av salget. Hvis selgers gjeld er nedgradert i forkant av salget er dette et tydelig tegn på brutte covenants som er følge av finansielle problemer. Et selskap i finansielle problemer er ofte avhengig av aktivasalg for å møte framtidige forpliktelser. Denne desperate situasjonen for selger gir lite forhandlingsmakt og man er nødt til å dumpe prisen for å raskt tilføre selskapet likviditet. En observant kjøper kan presse prisen i et slikt tilfelle og sitte igjen med verdiene/synerigene av transaksjonen.

Når det gjelder Orkla, har ikke konsernet ratet gjelden sin hos et kredittbyrå, så man kan ikke observere noen direkte effekt. Orkla har en gjeldsgrad på ca 50 % før salget av Elkem, men har ingen finansielle problemer. Årsrapporten for 2010 gir en oversikt over utvikling i rentenivået for 2010 og 2009. Orkla betaler en gjennomsnittlig rente for de forskjellige lånene på 2,2 % for 2010 og 2,4 % for 2009. Dette tilsvarer en meget god gradering som et kvalitetspapir (investment grade) hos et ratingbyrå. Basert på den informasjonen har jeg ingen grunn til å hevde en svak forhandlingsposisjon for Orklas del mhp gjeldssituasjonen.

Den kontroversielle fredsprisen til kinesiske Lio Xiaobo fikk innflytelse for salget av Elkem. Den hevdes å ha forsinket salgsprosessen med det kinesiske selskapet, og deler av Elkem kunne blitt kjøpt opp av amerikanske interessenter (dn.no, 2010). Fredsprisen som blir utdelt i Norge blir av enkelte sett på som en utdeling i regi av Norge. Dette stemmer selvfølgelig ikke, da utdelingen er helt uavhengig den norske stat. Orkla mistet allikevel noe forhandlingsmakt når kinesiske myndigheter gikk hardt ut mot Norge og nobelkomiteen og fordømte tildelingen av frihetsforkjemper Lio Xiaobo. China National Bluestar er hovedsakelig eid av den kinesiske staten (80%) og dette førte til en interessekonflikt mellom partene. Styreleder Hagen gikk ut og støttet en kronikk skrevet av skipsreder Morits Skaugen

hvor han mente Kina heller burde motta fredsprisen. Konsernsjef Wiggen takket samtidig nei til å feire Xiaobo på nobelmiddagen (hegnar.no, 2011).

Det kan selvfølgelig ha svekket Orklas forhandlingsmakt når Kina viste forakt overfor Norge. Orkla er derimot ikke eid av den norske stat, i tillegg var Elkem i søkelyset hos andre store potensielle kjøpere. Jeg tror fredsprisen utsatte transaksjonen noe, men til slutt var det ingen avgjørende faktor når man forhandlet om pris og andre betingelser.

6.3.3.7 Andre relevante aspekter ved transaksjonen

Det er kontroversielt å selge ut en norsk hjørnesteinsbedrift. I norske medier ble det en stor debatt i kjølevannet av salget, der flere hevdet Hagens opprydning i Orkla truet norske arbeidsplasser og norsk næringsliv. I samme debatt ble det diskutert hvorvidt formueskatten var i skyld i Hagens disposisjoner, samtidig som enkelte ropte på statlige oppkjøp for å sikre norske arbeidsplasser. Den påfølgende debatten om norsk eierskap har mange innspill. LO – leder Roar Flåthen hevder det norske kapitalmarkedet er for svakt til å gjennomføre slike transaksjoner. Administrerende direktør på Oslo børs mener denne handelen er en naturlig del av den globalisert økonomien der man styrer etter prinsipper som internasjonal arbeidsdeling og komparative fortinn, hvor vårt eget oljefond er et godt eksempel på utenlandsk eierskap. Finansminister Sigbjørn Johnsen ser på interessen for Elkem som et sunt tegn for en attraktiv norsk industri.

Empirien gjennomgått i avsnitt 2.1.2 hevder det skjer en begivenhet med hensyn på selskapskontroll i forkant av en restrukturering. Avgangen til CEO Dag Opedal sommeren 2010 og Bjørn Wiggens inntreden som konsernsjef den påfølgende høsten kan defineres som en stor begivenhet relatert til selskapskontroll. Dette initierer begynnelsen av drastiske endringer i konsernet og støttes av styreleder Hagen som mener Wiggen er riktig mann for en restruktureringsprosess.

6.3.4 Konklusjon

Det kortsiktige finansielle resultatet av denne transaksjonen var positivt over et kort intervall, men utviklet seg negativt i en lengre begivenhetsstudie. Salgsprosessen er lang og offentlig kjent lenge før annonseringen av avtalen med China National Bluestar.

Sensommeren 2010 var preget av oppkjøpsrykter og uttalelser fra både konsernsjef og styreleder som bekreftet at Elkem var til salgs. Dette førte til at aksjemarkedet prisene inn forventninger om en avhendelse av Elkem. Dette er vanskelig å snappe opp ved et stort begivenhetsvindu fordi det skjer andre innflytelsesrike begivenheter for aksjekursen som er irrelevant i en Elkem – salg kontekst.

Delvis kinesisk eide China National Bluestar gir Elkem finansiell ryggrad og tilgang på nye markeder, men allikevel har det vært skepsis knyttet til kinesisk eierskap av en historisk norsk hjørnesteinsbedrift. Jeg vedkjenner at markedet kan ha vært skuffet over kinesiske eierskap, men tror det er lite sannsynlig på grunn av de mange fordelene listet opp i avsnitt 6.2.3.3. Kinesisk eierskap har hovedsakelig vært en mediasak i Norge mhp politikk og arbeidsplasser, og for rasjonelle investorer er dette irrelevant så lenge det ikke forstyrrer evne til profittmaksimering og god avkastning.

Distribusjon av salgsvederlaget kan ikke tilskrives den moderate markedsreaksjonen i forbindelse med salget. Vederlaget ble brukt til å nedbetale gjeld, sikre utbytte og allokere ressurser mot kjernevirksomhet. Empirien tilsier positive reaksjoner ved en slik distribusjon.

I kjølevannet av salget reduseres konglomeratrabatten noe, men Orkla som konglomerat opphører ikke og rabatten fortsetter å eksistere i følge meglerhusenes estimater. Selv om størrelsen på aktiva utgjør ca 22 % av total selskapsverdi (basert på Kleins beregningsmetode), er ikke dette nok til at Orkla blir et rendyrket selskap allerede etter denne transaksjonen. På bakgrunn av dette kan markedets reaksjon være fornuftig.

Etter hvert som salgsprosessen drar ut i tid mister Orkla noe av forhandlingsmakten. Det gjelder spesielt etter Nobels fredsprisutdeling som skaper et turbulent forhold mellom Norge og Kina, og bidrar til at prosessen forsinkes. Når Orkla bekrefter forhandlinger med China National Bluestar 10. januar, mottas nyhetene positivt av markedet og sender aksjekursen opp 2,65 %. Allikevel er det tydelig at investorer på Oslo Børs ikke er fornøyd med

utformingen av avtalen når detaljene kunngjøres dagen etter. Jeg tror markedet først og fremst har for høye forventninger til salgsprisen, utover hva som er fornuftig i forhold til tidligere analyser fra meglerhus.

6.4 Norsk Hydros salg av olje- og gassdivisjonen Hydro Petroleum

Norsk Hydro ble etablert i 1905 av Sam Eyde og Kristian Birkeland. Det er et av Norges største industrikonsern med en sterk historisk forankring. Norsk Hydro ble opprettet som et gjødselselskap, men ble etter hvert et konglomerat bestående av tre hovedenheter (olje- og gass, gjødsel og aluminium). Gjødselenheten ble skilt ut (spin – off) som frittstående selskap i 2004, mens oljedivisjonen ble solgt til Statoil i 2007. Norsk Hydro har gått fra å være et konglomerat til å bli et rendyrket aluminiumselskap.

Jeg skal analysere salget av olje – og gass divisjonen som var siste ledd i restruktureringen av Norsk Hydro.

Dette er en annerledes og mer komplisert selskapstransaksjon enn salget av Elkem, og er derfor interessant å studere i lys av gjennomgått teori og forskning. Det blir omtalt som en fusjon mellom Statoil og Hydros oljedivisjon, men kan i realiteten betraktes som et oppkjøp der Statoil betaler med egne aksjer. Det blir presisert i salgsannonseringen og transaksjonsrapporter at divisjonene vil bli likebehandlet. Jeg tolker fusjonsbegrepet for å være en symbolsk gest for å gjøre integreringsprosessen lettere mellom to store og stolte olje- og gassdivisjoner. Navnkonflikten kan være et bevis på denne symbolikken, der konsernet først ble hetende StatoilHydro, men etter en tid reversert til sitt opprinnelige Statoil.

På pressekonferansen for kunngjøringen 18. desember 2006, sa konsernsjefene Reiten (Norsk Hydro) og Lund (Statoil) at det er vanskelig å definere konkret hvem som initierte forhandlingene, og presiserer diplomatisk at det har vært felles enighet fra begynnelsen av prosessen.

Det har allikevel lenge vært diskutert hvorvidt det er funksjonelt med to store delvis statseide oljeselskaper som konkurrerer om de samme oppdragene. Dette ble veldig aktuelt når anbudene om å delta i utvinningen av verdens største påviste gassfelt, russiske Stockman, ble initiert. Både Hydro og Statoil fikk avslag høsten 2006, da Gazprom ønsket å operere på feltet alene. Det er senere blitt spekulert i hvorvidt russernes avgjørelse fikk betydning for en raskere sammenslåingsprosess. Dette er et ekstremt viktig og verdifullt oppdrag med stor konkurranse for å delta. Jens Stoltenberg uttalte at russerne har kommet med innspill der de har anbefalt en sammenslåing mellom Hydro og Statoil. Statsministeren vil ikke være mer konkret, men man kan nok analysere det dit hen at russerne foretrekker en norsk oljegigant for utvinning av gassfeltet. Utbygging av Stockmanfeltet er ekstremt krevende på grunn av dybde og klimatiske forhold, og det er nettopp her Statoil og Hydro Petroleum har sitt konkurransefortrinn internasjonalt.

Stockman – diskusjonen kan relateres til hovedargumentet for et oppkjøp av Hydros olje- og gass eiendeler. Etter oppkjøpet vil Statoil være verdens største offshore operatørselskap med produksjon på 1,9 millioner fat per dag i 2007 og store tilgang på store oljereserver. Den industrielle og teknologiske kompetansen vil skape et konkurransefortrinn, spesielt olje- og gassutvinning på store havdyp og i arktiske områder.

6.4.1 Hendelsesforløpet

Dato	Hendelsesforløpet
6.des	Hydro avholdt den årlige kapitalmarkedsdagen. Ingen antydninger til endret hovedstrategi for selskapet tyder på en lukket og god salgsprosess.
18.des	Offentliggjøring av utskilling av Hydro Petroleum til Statoil. Detaljer omkring avtalens struktur (oppgjørform, vederlag etc) ble også annonsert. Hydro – aksjen endte opp 18,7 %, mens Statoil sluttet børsdagen ned 1,7 %.
19.des	Hydro avsto sammenslåingsalternativet med Aker Kværner. Aker – ledelsen mente det var en uryddig prosess der Aker Kværner var en brikke i Statoil/Hydro – forhandlingene.
12.mars	Forslaget blir stemt inn for hovedstyret i Norsk Hydro
7.juli	Ekstraordinær generalforsamling der avtalen blir stemt inn av Hydros aksjonærer
1.okt	Det offisielle overføringstidspunktet
Kilder:	E24.no, DN.no, Børsmeldinger, "Information memorandum" fra Hydro

Figur 6: Begivenheter i forbindelse med salget av Hydro Petroleum

6.4.2 Begivenhetsstudie

Jeg ønsker å foreta en begivenhetsstudie av Norsk Hydros utskilling av olje- og gass divisjonen for å analysere hvordan markedet reagerte og årsaker til reaksjonen. Jeg har fulgt prosessen for begivenhetsstudier steg for steg, angitt i oppgavens teoridel.

Begivenhetsvindu +/- 1 dag:

Begivenhetsstudie +/- 1 dag		
Akkumulert unormal avkastning	16,86 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	2,21 %	
T - stat	7,64	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast nullhypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast nullhypotese

Tabell 6

Tabell 6 viser hvordan aksjemarkedet har reagert dagene rundt pressemeldingen fra Norsk Hydro 18. desember. Fordelen med et konsentrert intervall er avkastningens relevans til transaksjonen. Den akkumulerte unormale avkastningen er hele 16,86 %, og skalert med

beregnet standardavvik for samme intervall gir det en t – verdi som er langt over kritiske p – nivåer. Nullhypotesene kan forkastes og det kan bekreftes at den unormale avkastningen er forskjellig fra null og statistisk signifikante for begge konfidensintervall.

Begivenhetsvindu +/- 10 dager:

Begivenhetsstudie +/- 10 dager		
Akkumulert unormal avkastning	16,61 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	5,84 %	
T - stat	2,85	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast nullhypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast nullhypotese

Tabell 7

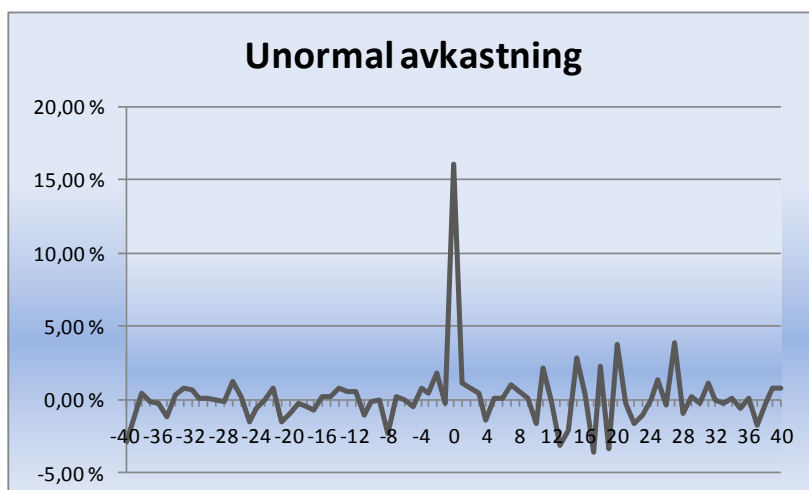
Akkumulert unormal avkastning er omtrent lik som ved 3 - dager vinduet, mens standardavviket naturligvis øker med lengden på intervallet og reduserer t – verdien. Den unormale avkastningen er signifikant for begge konfidensintervall også innenfor dette begivenhetsvinduet.

Begivenhetsvindu +/- 40 dager:

Begivenhetsstudie +/- 40 dager		
Akkumulert unormal avkastning	8,72 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	8,16 %	
T - stat	1,07	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 8

Her ser man effekten av et langt begivenhetsvindu, der den akkumulerte unormale avkastningen utjevnes/normaliseres og ikke lenger er statistisk signifikant. Dermed forkastes alternativhypotesen.



Graf 2: Hydro - aksjens unormale avkastning ved salg av olje- og gassdivisjonen

Transaksjonen mellom Norsk Hydro og Statoil har vært en prosess uten tydelige informasjonslekkasjer i forkant av annonseringen. Etter en grundig gjennomgang av pressemeldinger, medier og analytikerrapporter er det ingen ting som tilsier at markedet kjente til transaksjonen i forkant. Dette illustreres best ved graf 2 der unormal avkastning er på et stabilt lavt nivå fram til 18. desember hvor finansielle verdier blir realisert.

I et slikt tilfelle er det ikke nødvendig med et stort begivenhetsvindu i forkant av transaksjonen. Det kan allikevel være hensiktsmessig å inkludere et lengre intervall i etterkant av kunngjøringen på grunn av avtalens kompliserte struktur. Det kan være tidkrevende å sette seg godt inn i rammebetingelsene for avtalen og forstå implikasjonen for selskapenes framtidige selskapsverdi. Påstanden kan underbygges av grafen der volatiliteten er større i etterkant av kunngjøringen, relativt til dagene før.

6.4.3 Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon

6.4.3.1 Salgspris og oppgjørsform

Jeg vil først gjennomgå oppgjørsformen og se hvorvidt strukturen har hatt innvirkning på markedets reaksjon. Deretter vil jeg se hvordan bytteforholdet mellom partene eventuelt har bidratt til signifikant unormal avkastning, og hvordan forhandlingene vurderes av flere objektive meglerhus.

Hovedmomentene av transaksjonsstrukturen er som følger, kilder: (Norsk Hydro, børsmelding) (Norsk Hydro, info memorandum, 2007):

- Hydros aksjonærer mottar 0,8622 Statoil – aksjer per Hydro – aksje man eier
- Hydros aksjonærer vil eie 32,7 % av Statoil, mens Statoils aksjonærer eier resterende 67,3 %. Hydros aksjonærer eier samtidig det videreførte Norsk Hydro.
- Norsk Hydro skal gi et ordinært utbytte før sammenslåingen på 5 NOK per aksje (utgjør 6,1 milliard NOK) som i sin helhet skal betales av Hydro Petroleum. Samtidig vil Statoil gi et ordinært utbytte til sine eksisterende aksjonærer pålydende 9,12 NOK per aksje (utgjør totalt 19,7 milliarder som ikke tilfaller Hydros aksjonærer).
- Hydro vil innløse 16 871 506 av aksjene som eies av den norske stat og i tillegg kansellere 21 627 000 av dere egne aksjer. Innløsningen av statens aksjer vil kreve en kompensasjon estimert til ca 2,7 milliarder NOK.
- Hydros aksjekapital vil bli redusert fra 3,66 NOK per aksje til 1,098 NOK per aksje. Etter transaksjonen vil Hydro ha en aksjekapital pålydende 1 370 256 730 NOK spredt på 1 209 304 379 utestående aksjer og 38 652 570 egne aksjer.
- Hydros gjenværende egne aksjer vil ikke være berettiget til å motta vederlagsaksjer i Statoil
- Det opprettes en intern balanse mellom Hydros gjenværende aktiviteter og Hydro Petroleum, som viser at Hydro Petroleum har en rentebærende gjeld på 1 milliard til Hydro. Dette beløpet betales ved overførselsdato.
- Alle betalingsforpliktelser i form av utestående obligasjoner relatert til Hydro Petroleum overføres Statoil når avtalen slutføres, verdi 19 milliarder NOK
- Garantiforpliktelser på 20 milliarder NOK for Hydro Petroleums aktiva overføres Statoil.

Ved overtagelsesdato vil Hydros aksjonærer altså motta 0,8622 Statoil - aksjer per Hydro – aksje man eier. Dette er et bestemt forholdstall og Hydro – aksjen er dermed påvirket av en eksakt Statoil eksponering inntil den offisielle overføringen av aktiva finner sted. Avvik fra dette forholdstallet impliserer en re - prising av resten av Hydro.

MV Hydro
(-) MV Statoil - 9,12 (div) *0,8622
(+) 5 (div)
(=) Implisitt restverdi Hydro

Figur 7

Figur 7 kan gi en bedre forståelse av hva markedsverdien av Hydro rett i etterkant av salget inneholder. Gitt informasjon fra børsmeldinger og rapporter vedrørende transaksjonen og transaksjonens struktur inneholder Hydros markedsverdi en andel av Statoil (trukket fra

dividende som tilfallet Statoils aksjonærer). I tillegg er det oppført et ordinært utbytte som tilfaller Hydros aksjonærer på 5 NOK per aksje. Utbytte finansieres av Hydro Petroleum som i realiteten er Statoil. Dividende tilfaller dermed den implisitte verdien av resterende virksomhet i Hydro.

Oppgjørsformen er ganske kompleks relativ til aktivasalg med kontantoppgjør. Statoil betaler Norsk Hydro med 32 % av aksjene i Statoil som inkluderer oppkjøpte Hydro Petroleum. I tillegg finansieres et utbytte på totalt 6,1 milliard NOK. Sammen med Hydro Petroleums aktiva blir også deres forpliktelser og garantier overført til Statoil. Når olje- og gasdivisjonen overføres til Statoil (1.oktober 2007), forekommer det en kapitalnedsettelse (reduksjon av bokførte aksjekapital). Forholdet mellom den verdijusterte egenkapitalen (NAV = eiendeler – gjeld) for Hydro Petroleum og Hydros gjenværende virksomhet er 70:30 i favør Hydro Petroleum. Derfor nedjusteres bokført verdi av hver aksje med 1/3, fra 3,66 til 1,098. Markedsverdien per Hydro - aksje blir re - priset med samme størrelsesforhold som et rendyrket aluminiumselskap.

I henhold til empirien gir kontantoppgjør høyere avkastning enn aksjeoppgjør ved annonsering av transaksjon og dens struktur (diskuteres i avsnitt 2.3). Hydro bærer markedsrisiko før overtagelse selv om selskapets aksjonærer er sikret 32,7 % av Statoil. Det eksisterer altså en usikkerhet knyttet til verdien på kjøpers aksje i perioden fra annonsering av transaksjon til den faktiske gjennomføringen. Hydros aksjonærer har også anledning til å selge seg ut av aksjen omgående etter annonseringen å sikre avkastningen (gevinsten blir da skattlagt).

Den noe komplekse avtalestrukturen kan tolkes som en brobygger for å finne en felles verdi. I motsetning til enkle kontanttransaksjoner som impliserer større enighet for hva som er rettfærdig verdi av aktiva, kan aksjebetaling og indirekte overføringer bidra til å bli enige i forhandlingene. Det er usikkerhet knyttet til suksessen og synergiene man kan få ut av en sammenslåing mellom to gigantiske oljeselskap med forskjellige organisasjoner. Ved å dele risiko og oppside unngår man mye av problemene med en eksakt prising av enheten. Den signifikante positive unormale avkastningen for Hydro på annonseringsdagen 18. desember kan delvis være knyttet til den fornuftige transaksjonsstrukturen der det er avsatt en fast andel av Statoil som tilfaller aksjonærene, i tillegg til finansiert utbytte og overføring av gjeld.

Salgspris eller bytteforholdet er ofte mer sentralt ved en transaksjonsanalyse. Morgan Stanley (Statoils rådgiver) og Goldman Sachs (Hydros rådgiver) har gjort uavhengige verdivurderinger for hver sin klient og begge investeringsbankene konkluderer med en rettfærdig avtale for aksjonærene (Statoil ASA og Norsk Hydro ASA, 2007).

Handelsbanken Capital Markets har gjort beregninger av bytteforholdet og Hydros verdi i sin rapport fra 19. desember, dagen etter annonseringen. Analytikerne deres kommer fram til at Statoil har betalt en premie som utgjør 17 milliarder NOK. Dette er en premie utover hva Handelsbanken mener Hydros olje- og gass divisjon er verdt under Hydros paraply.

Beregningene tar utgangspunkt i totalverdien av Statoil basert på 170 NOK per aksje, og ser deretter på verdien av Hydro Petroleum andel på 32,7 %. Dette gir en selskapsverdi (EV) for Hydro Petroleum på 185 milliarder NOK. I forkant av transaksjonen verdsatte investeringsbanken olje- og gassdivisjonen til 168 milliarder NOK.

First Securities-, Carnegie og Fondsfinans analytikere er samstemte om at bytteforholdet var noe bedre for Hydros del, men ikke så mye bedre enn hva oppgangen i markedet på nesten 20 % annonseringsdagen tilsier. For å finne det riktige bytteforholdet ble det justert for Hydros konglomeratrabatt og med den justeringen har ikke Hydro vunnet forhandlingene like tydelig, mener analytikerne fra de tre norske meglerhusene (e24.no, 2006).

6.4.3.2 Distribusjon av salgsvederlag

Når vederlaget utbetales i kontanter er det lett å se hvor midlene distribueres videre. I denne selskapstransaksjonen er det derimot ikke like innlysende å se hvordan vederlaget fordeles. Forholdstallet som bestemmer andelen av vederlagsaksjer i Statoil baseres på enkelte kriterier gjennomgått i forrige avsnitt som må oppfylles. Utbytte på 6,1 milliard og overføring av store gjeldsforpliktelser tilknyttet Hydro Petroleum er to av de viktigste kriteriene. Utbyttet kan ses på som distribusjon av salgsvederlag til Hydros aksjonærer og overføringen av gjelden kan tolkes som nedbetaling av gjeld. Avsnitt 2.4 – diskuterer studier der man har forsket på distribusjon av salgsvederlag, og funnene er positive til både utbytte og gjeldsnedbetaling.

Hovedoppgjøret skjer allikevel i form av Statoil - aksjer og dette er midler som ikke direkte distribueres. Hydro – aksjonærer har uansett muligheten til å realisere aksjene og en eventuell gevinst. Dette fører til en indirekte distribusjon av salgsvederlaget som tilfaller aksjonæren.

Markedet reagerer som kjent annerledes når selskapet som selger har finansielle problemer. Norsk Hydro blir blant annet kredittvurdert av Moodys som vurderer konsernet til A2 – rating på salgstidspunktet. Dette er den nest beste kredittvurdering et selskap kan få og tilhører "investment grade" – klassen som indikerer liten finansiell risiko. På bakgrunn av denne informasjon må distribusjon av salgsvederlag tolkes under normale markedsomstendigheter og ikke ved finansielle problemer.

Empirien finner som nevnt positive markedsreaksjoner relatert til utbytte og gjeldsnedbetaling, men markedet er i snitt upåvirket hvis vederlag reinvesteres i selskapet. Jeg vil derfor konkludere med at distribusjon av salgsvederlag har bidratt, men ikke vært avgjørende for den positive unormale avkastningen rundt annonseringstidspunktet.

6.4.3.3 Passer bedre hos kjøper

Energisektoren er preget av store aktører med stor kapitalbase og høy kompetanse. Hvis Statoil og Hydro skal vinne markedsandeler i framtiden er man nødt til å samarbeide framfor å konkurrere. Oppkjøpet av Hydro Petroleum gjør Statoil til verdens største offshore operatørselskap, og en enda mer attraktiv operatør spesielt på dype farvann og i tøffe værforhold. Denne restruktureringen er meget fornuftig strategisk sett for begge parter.

Eivind Reiten uttalte i sin Lehmkuhl - forelesning på NHH høsten 2007 at utskillingen av Hydro Petroleum var et ledd i omstillingsprosessen som følge av en mer globalisert verden. Hydros konsernsjef la vekt på at oppsplittingen muliggjør blomstring av divisjonene hver for seg, i en verden med sterkere konkurranse enn noensinne tidligere. Dette var et perfekt tidspunkt for en restrukturering fordi aluminiumsdivisjonen er godt posisjonert til å stå på egne bein og drive Hydro videre, i motsetning til på 90 – tallet da billig overskuddstilbud fra øst – Europa og Sovjet presset prisene nedover og bidro til svak lønnsomhet en lenger periode.

I pressemeldingen fra Hydro 18. desember påpeker selskapet at det nå står tilbake som et rendyrket aluminiumselskap uten gjeld og med en særdeles god industriell plattform. Hydro har flere spennende prosjekter på gang i aluminiumssektoren, blant annet store kapitalintensive investeringer i Qatar og senere Brasil (intensjonsavtale med Vale i 2010).

I henhold til avsnitt 2.2.2 kan annonseringsavkastningen være høyere hvis enheten som selges passer bedre inn hos kjøper enn selger. Dette kvantifiseres ved forholdstallet pris/bok, og resultatene peker i retning av høyere avkastning knyttet til transaksjonen hvis eiendelen overføres fra lav P/B – selskap til høy P/B – selskap. Jeg vil undersøke denne teorien for transaksjonen mellom Statoil og Hydro.

Tall fra nærings- og handelsdepartementet over statens eierskap viser forholdstallet for konsernene rett i forkant av annonseringen:

- Statoil: 3,3
- Norsk Hydro: 1,7

Hydro Petroleum flyttes således til et selskap med høyere P/B, tilsvarende forskningens tobins q. Jeg tror ikke dette er avgjørende når investorer evaluerer avtalen, men dette kan illustrere og bekrefte at Statoil er flinke til å foredle eiendelene i et tøft oljemarked og at aksjemarkedet har tillit til hvordan selskapet blir drevet og deres vekstambisjoner.

6.4.3.4 Størrelseseffekten

I gjennomsnitt utgjør salg av aktiva $\frac{1}{4}$ av selskapet, men empirisk forskning hevder større aktivasalg fører til større avkastning (avsnitt 2.5).

Det er flere måter å beregne hvor stor salgsaktiva er relativt til det totale selskapet. En måte er å skalere salgpris med selskapets markedspris siste måned før salg (Klein, 1986). Man kan også se på salgsaktivitas andel av den totale verdjusterte egenkapitalen (eiendeler – gjeld, NAV), eller vurdere verdien ut ifra kontantstrømanalyser der bidraget til framtidig diskontert kontantstrøm utgjør aktivitas andel av selskapet.

Detaljerte planer for salget av olje- og gassdivisjonen inneholder beregninger av størrelsesforholdet mellom olje- og gassdivisjonen og det resterende Hydro. Styret i Hydro har foretatt en kontantstrømsanalyse med utgangspunkt i årsrapporter og annen offentlig tilgjengelig informasjon og kommet fram til at Hydro Petroleum utgjør 70 % av Hydros aksjeverdi.

Det er også publisert tall for den verdijusterte egenkapitalen og styret finner det samme størrelsesforholdet, hvor Hydro Petroleum utgjør 70 % av verdijustert egenkapital og resterende virksomhet har en andel på 30 %.

Jeg ser ingen hensikt i å regne ut olje- og gassdivisjonens andel av det totale Hydro med Kleins metode når det legges til grunn i avtalen mellom Statoil og Hydro at Hydro Petroleum utgjør 70 % av selskapet. Når salgsaktiva utgjør over 50 % av selskapet sier empirien at man kan forvente positiv unormal avkastning i snitt 8 % (Klein, 1986). Hydro oppnår en positiv unormal avkastning på 16,07 % på annonseringsdagen. Hydro selger ikke ut olje- og gassdivisjonen på grunn av finansielle problemer eller fordi de er nødt til å gjøre det, men fordi styret og ledelsen mener det er den beste måten å forvalte aksjonærenes verdier framover. Markedet kan tolke dette som kompromissløs og god endringsledelse, der man frigjør kapital og satser på kjernekompetansen (Mulherin and Boone, 2000).

Jeg tror det er en klar sammenheng mellom den store unormale avkastningen og det faktum at Hydro Petroleum utgjør hele 70 % av konsernet.

6.4.3.5 Synliggjøring av verdier, redusering av rabatten

Norsk Hydro har inntil de skilte ut Hydro Petroleum vært et konglomerat. Dette har medført en implisitt rabatt knyttet til prisingen av selskapet på børsen. Etter denne omfattende restruktureringen av selskapet vil det være interessant å se utviklingen i konglomeratrabatten. I henhold til empiri og teori (avsnitt 3) vil man forvente at rabatten opphører når Hydro går fra å være et konglomerat med flere satsningsområder, til et rendyrket aluminiumselskap.

SOTP - verdsettelse	7. desember 2006 ABG		19. desember 2006 ABG		7. desember 2006 First Securities		12. januar 2007 First Securities	
Avdeling	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje
Hydro olje og gass	164 969	137,5		148	138 100	110		132
Hydro aluminium	67 175	56	68 000	57	65 000	51,7	66 000	53,6
Andre aktiviteter/Hydro Power	10 698	8,8	20 000	16	33 000	26	21 700	17,9
Total EV	242 842	202,3		221	236 100	188		203,5
Gjeld og minoriteter	5 190	4,3	4 000	3	9 700	8	6 700	5,5
SOTP EK	237 652	198		218	226 400	180		198
Hydro i markedet		147,3		189		147,3		183
Rabatt i forhold til SOTP		24 %		13 %		18 %		7,5 %

Tabell 9: Utvikling i konglomeratrabatten, EV = millioner NOK, Per aksje = NOK

Jeg har laget tabellen ovenfor basert på analytikerrapporter fra ABG Sundal Collier og First Securities. Det vil være hensiktsmessig å sammenligne meglerhusenes estimater før og etter transaksjonen med Statoil. Jeg tar utgangspunkt i SOTP – verdsettelse gjennomgått i avsnitt 3.6 og analysen utført i forbindelse med Elkem – transaksjonen.

ABG Sundal Collier:

Dagen etter Hydros kapitalmarkedsdag 6. desember publiserte ABG Sundal Collier en analyse av konsernet med deres verdsettelsesberegninger. Den totale selskapsverdien ble verdsatt til over 240 milliarder NOK, før gjeld ble trukket fra og man oppnådde en ”sum – av – delene” verdi på 198 kr per aksje. På samme dato ble Hydro verdsatt til 147,3 kroner per aksje i markedet, og det impliserte en rabatt på 24 %.

11 dager senere var restruktureringsprosessen og utskilling av Petroleumsdivisjonen offentlig kjent. Den påfølgende dagen, 19. desember, skriver meglerhuset en ny analyse med oppdaterte estimater. Prisingen av olje- og gasdivisjonen blir utført som en andel av Statoil – aksjen, på samme måte som jeg illustrerer i avsnitt 6.2.3.1. Verdsettelsen deres av Petroleumsdivisjonen øker med ca 10 NOK per aksje, mens ABG legger til grunn mange av de samme estimatene for Hydros resterende virksomheter. Deres ”sum – av – delene” – analyse gir en rettferdig aksjepris på 218 NOK. Markedet har som kjent reagert svært positivt til Hydros restrukturering og den 19. desember prises aksjen til 189 NOK.

Konglomeratrabatten har i denne perioden sunket 11 %, fra 24 % ned til 13 %. Denne nedgangen kan i sin helhet tilskrives synliggjøring av verdier ved transaksjonsannonsering gjennom økt aksjepris.

First Securities:

First Securities kommer også med en analyse og "sum – av – delene" – verdsettelse 7. desember. Meglerhuset er noe mer moderat i estimatene, spesielt hva angår verdien av olje – og gassdivisjonen. Beregningen deres gir en verdi på 180 NOK per aksje. Den faktiske markedsverdien på tidspunktet noteres til 147,3 NOK, og dermed utgjør konglomeratrabatten 18 %.

Den neste analytikerrapporten jeg har fått tilgang til dateres til 12. januar. Dette er flere uker etter annonseringen av avtalen mellom gigantkonsernene, og Hydro aksjen prises til 183 kroner i markedet. Meglerhusets uavhengige verdsettelse på tidspunktet gir noe høyere verdi av Aluminiumsavdelingen og en reduksjon av selskapets gjeld. Summen av divisjonene gir en aksjepris pålydende 198 NOK, og en rabatt tilsvarende 7,5 %. First Securities kalkulerer altså med en nedgang i konglomeratrabatten på 10,5 %, og begrunner dette med Hydros solide kursoppgang etter annonseringen 18. desember.

Meglerhusenes estimer er noe avvikende fordi det er lagt forskjellige antagelser til grunn. Allikevel viser reduksjonen på 10-11 % av konglomeratrabatten at man er samstemte om synliggjøring av verdier ved en slik omfattende salgstransaksjon. Styret og ledelsen i Hydro presiserer at konsernet skal restruktureres mot et rendyrket aluminiumselskap. På bakgrunn av disse uttalelsene og i henhold til empiri bør rabatten fjernes totalt når konglomeratet opphører. Selv om den offisielle datoen for overtagelse er 1. oktober 2007 og forslaget må godkjennes på generalforsamlingene hos både Statoil og Hydro, reagerer markedet som om avtalen er slutført. Dette er altså ikke grunnen til at Hydro fortsatt er priset med rabatt i forhold til sine konkurrenter. Faktum er derimot at selskaper som er delvis statseide ofte blir priset med en statsrabatt i følge investorer og analytikere.

Statsrabatt:

Norsk Hydro og Statoil har per 1.mars 2007 en statlig eierandel på henholdsvis 46 % og 70,9 % (Statoil ASA og Norsk Hydro ASA, 2007). Investorer og analytikere er skeptiske til statlig eierskap og mener delvis statseide selskaper bør prises lavere enn konkurrenter i samme bransje. Det finnes mange årsaker til statsrabattens eksistens, de mest sentrale er:

- Staten som eier må ta politiske hensyn (sikre arbeidsplasser, samfunnsansvar etc) på bekostning av ren profittmaksimering
- Aksjemarkedet verdsetter stabilt og forutsigbart eier- og lederskap, men staten skifter regjering hvert fjerde år og politikken endres deretter
- Det kan oppstå interessekonflikter når staten som eier sitter på flere sider av bordet

Hvis man vedkjenner statsrabattens eksistens er det ingen tvil om at Hydro blir påvirket av dette fenomenet. Dette kan være en naturlig årsak til at selskapets rabatt på ca 10 % (jamfør meglerhusene) eksisterer på tross av konglomeratet opphør.

Jeg vil på bakgrunn av diskusjonen hevde at Hydrokonglomeratets opphør er en av de viktigste faktorene til den store positive unormale avkastningen på annonseringstidspunktet. Det har lenge vært antydnet at Hydro – aksjen har lidd under konglomeratrabatten og misstillit til statlig eierskap i markedet. Eivind Reiten sa i sin Lehmkuhl – forelesning på NHH høsten 2007 at det er vanskelig å få aksept i aksjemarkedet med forskjelligartet virksomhet under en aksje. Reiten sa videre ”Vi ble i økende grad en oljeaksje med lavt verdivurdert gjødsel og aluminium i tillegg”. Markedet ser restruktureringen som et viktig vendepunkt, og Hydro – aksjen blir mer oversiktlig og fornuftig priset.

6.4.3.6 Forhandlingsmakt

Et effisient aksjemarked er rettferdig og antyder hvem som har hatt best forhandlingsmakt av partene i transaksjonen. Basert på sluttkurser 18. desember har Hydro en oppgang på 18,7 %, mens Statoil er ned 1,7 %. Dette indikerer helt klart et bytteforhold som Hydro har kommet seirende ut av.

Den 19. desember kom det fram at Hydro har vært i dialog med Aker Kværner om et samarbeid, parallelt med forhandlingene med Statoil. Reiten og Hydro avslo en sammenslåing med Aker Kværner, og Aker Kværner følte seg ført bak lyset og som en brikke i spillet til Hydro (e24, 2006). Dette underbygger antakelsen om Hydros sterke forhandlingsmakt i prosessen med Statoil.

Stockman – feltet var av stor betydning for begge parter, og etter det foreløpige avslaget høsten 2006 var det viktig for selskapene å posisjonere seg til et nytt anbud. Statsminister Jens Stoltenberg bekreftet på pressekonferansen 18. desember at det var innspill fra russisk hold relatert til fordeler ved en stor norsk oljegigant. Det har senere blitt bekreftet at Stockman – nederlaget ga grønt lys for konsolidering fra regjeringen (e24.no, 2006). Det kan være et viktig aspekt i diskusjonen omkring forhandlingsmakten. Det var antakeligvis viktigere for rendyrkede Statoil med deltakelse i det enorme feltet, enn Hydro som er diversifisert i flere divisjoner. Det hører med til historien at Statoil (etter sammenslåingen) fikk aksept for en eierandel på 24 % av Stockman – feltet 25. oktober 2007. BI – professor og oljeekspert Øystein Noreng uttalte samme dag ” Dette er antakelig den viktigste utenlandskontrakten et norsk selskap noensinne har fått” (e24.no, 2007).

Børsresultatene fra annonseringstidspunktet overdriver kanskje Hydros bytteforhold og forhandlingsmakt. Jeg tror synliggjøring av verdier gjennom et opphevet konglomerat kommer delvis til syne gjennom den positive unormale avkastningen 18. desember. Allikevel er det tydelig at markedet tolker bytteforholdet og handelen som mer positiv for Hydros aksjonærer enn Statoils.

6.4.3.7 Andre relevante aspekter ved transaksjonen

Det var flere kritiske kommentarer etter kunngjøringen av den foreslåtte avtalen. Trygve Hegnar sammenlignet Stoltenberg med Putin i sin daglige kronikk, og mente et stort statlig konsern ville føre til dårligere konkurranse på sektoren og tøffere tider for leverandørindustrien (hegnar.no, 2006). Han får støtte fra flere hold, blant annet Exxon Mobile og Aker Kværner som frykter for stor dominans på norsk sektor.

CDS (credit default swaps) er en forsikring mot misligholdelse av et selskaps gjeld og kan være en indikasjon på hvordan markedet vurderer risikoen for utstedte obligasjoner eller bankgjeld. Utpå dagen 18. desember skrev Bloomberg en artikkel om transaksjonen og meldte samtidig at prisen på Statoil - noterte CDS`er hadde steget med 2,9 % som følge av avtalen. Når prisen på forsikringen øker, betyr det at kredittrisikoen øker. Markedet tolket altså at kjøpet av Hydro Petroleum vil øke sjansen for misligholdelse av gjelden. Jeg har

ingen data for Hydro, men Statoils CDS`er kan peke i retning av en relativt god handel for Hydro som overfører forpliktelser til Statoil.

Hydroaksjens børsoppgang 18. desember førte til at toppledelsens opsjoner fikk en verdiøkning på 50 millioner kroner. Dette ble kontroversielt mottatt i media og blant politikere, men dette gjaldt tidligere inngåtte kontrakter som ikke kunne reverseres. Regjeringen bekreftet sitt negative syn på lederopsjoner og setter tak på framtidige lederlønninger i den nye eierskapsmeldingen (inkluderer Statoil og Hydro). Professor B. Espen Eckbo er skeptisk til statens inngripen i lederlønninger og frykter investorer ser agentproblemer i stedet for avkastning når det gjelder delvis statseide investeringsmuligheter.

6.4.4 Konklusjon

Markedet reagerte svært positivt når Hydro annonserte restruktureringsplanene. Jeg tror den solide oppgangen 18. desember er et resultat av flere faktorer.

Først og fremst vil jeg vektlegge endringen av Hydros hovedstrategi fra et fullverdig konglomerat til et rendyrket aluminiumselskap. Forskning bekrefter at konglomeratrabatten eksisterer og i snitt viser verdistigning for aksjonærene når man endrer strategi mot kjernevirksomhet. Dette er tilfellet for Hydros del og en av de viktigste grunnene til den kortsiktige finansielle gevinsten. Størrelseseffekten er også en sentral årsak til den finansielle gevinsten. Styret og ledelsen viser en kompromissløs evne til radikale endringer for å tilpasse seg et globalsamfunn preget av tøffere konkurranse.

Bytteforholdet mellom partene er tilsynelatende i Hydros favør, men på lenger sikt tror jeg det vil utjevne seg for Statoil. Oppkjøpet av Hydro Petroleum muliggjør blant annet deltakelse på det mye omtalte Stockman – feltet. Dette prosjektet vil generere store verdier for Statoil, og framtiden på norsk sokkel vil være preget av Statoil som desidert største og mest innflytelsesrike aktør.

Empirisk forskning kan vise til høyere avkastning relatert til en transaksjon finansiert ved kontantvederlag, enn ved en mer komplisert aksjestruktur. Oppgjørsstrukturen i dette tilfellet vil karakteriseres som komplisert, men allikevel mener jeg strukturen kan skape verdier for Hydro. Jeg tror denne strukturen kan gi to fordeler til Hydros aksjonærer, både synliggjøring av verdier i form av et spisset Hydro, samt mulighet for oppside i verdens største offshore operatørselskap med komparative fortrinn innefor dype og vanskelige farvann.

Informasjonen som har kommet til offentligheten i etterkant av annonseringen 18. desember kan tyde på at Hydro har hatt flere ess i ermet. Det har vært en pågående parallell dialog med Aker Kværner, i tillegg har det vært et økende press fra politikere og aksjonærer om en rask avklaring for å kunne være konkurransedyktige i nærstående prosjekter.

Jeg vil konkludere med at Eivind Reiten og Hydro – ledelsen har gjort en god jobb i å synliggjøre verdier for Hydros aksjonærer. Samtidig er dette et godt strategisk grep mot en aluminiums sektor hvor konsernet har gode forutsetninger for å være en ledende aktør.

6.5 Orklas salg av Orkla Media

Jeg vil foreta en analyse av Orklas salg av Orkla Media til Mecom plc i 2006. Dette var en kontroversiell transaksjon som skiller seg fra de to andre transaksjonene både i struktur og resultat. Jeg henviser til avsnitt 6.3 for introduksjon og historikk av Orkla som konglomerat. Jeg vil benytte det samme metodeverket ved dette caset, og vil påpeke at beta – beregningene fra de to forskjellige Orkla – casene avviker. Avkastningstall fra Elkem - avtalen gir betaverdi på 0,79, mens makrovariabelen som er beregnet med utgangspunkt i data fra noen år tidligere gir 0,52. Jeg vil være konsekvent med gjennomgått teori og metode og derfor blir det avvikende verdier.

I 2005 omsatte Orkla Media for nærmere 9 milliarder NOK, hadde over 7000 ansatte, og var en viktig del av Orkla – konglomeratet (Orkla, 2006). Orkla kjøpte sin første andel i en avis i 1983 og mediedivisjonen har siden den gang vokst gjennom utallige investeringer og oppkjøp i inn- og utland (blant annet over 40 norske aviser, Berlingske tidende og Polens største avisutgiver). Orkla Media (i dag Edda Media) er sammen med Schibsted og A – pressen de tre store aktørene i det norske mediemarkedet. Dette er den desidert største transaksjonen innenfor den norske medieindustrien, og første gang en klynge av norske aviser blir eid av et utenlandsk selskap. Sommeren 2006 var avtalen med britiske Mecom plc et faktum etter en lang salgsprosess med flere aktuelle kandidater. Hele mediedivisjonen bortsett fra en 40 % andel i Hjemmet Mortensen og en tysk nettavis ble solgt.

6.6.1 Hendelsesforløpet

Dato	Hendelsesforløpet
11/11 - 05	Orkla Media – sjef Bjørn Wiggen uttaler at divisjonen skal restruktureres gjennom strategiske allianser eller oppkjøp og fusjon. Det svenske mediekonsernet Bonnier viste umiddelbar interesse. Orkla – aksjen gir positiv unormal avkastning (UA) på 2,91%
19/12 - 05	Islandske Baugur og Dagbladet melder sin interesse for Orkla Media. Orkla – aksjen har en positiv UA på 1,85% samme dag.
17/2 - 06	Orkla publiserer en pressemelding der styret bekrefter Wiggen og konsernsjef Opedals uttalelser om en restrukturering av Orkla Media.
4/5 - 06	Styret vedtar at Orkla Media skal selges samlet.
28/6 - 06	Orkla kunngjør en børsmelding der en helhetsløsning med Mecom plc blir annonsert, men detaljene er ikke ferdigforhandlet.
3/7 - 06	Salget bekreftees med en salgssum på 7 milliarder NOK (EV) og en EK – verdi på 7,5 milliarder justert for kontanter og finanskapital, men detaljene vedrørende oppgjørsform og struktur utsettes ytterligere.
25/7 - 06	Avtalen undertegnes og alle detaljer gjøres kjent.
27/9 - 06	Orkla Media (eies nå av Mecom plc) selger sine eierposter i Adresseavisa og Bergens Tidende for totalt 775 millioner NOK. Vederlag går til nedbetaling av Mecoms gjeld til Orkla.
11/10 - 06	Salget gjennomføres
17/01 - 07	Orkla selger sin andel på 19,97 % i Mecom med en bokført gevinst på 300 millioner NOK
Kilder:	AFX news, DN.no, børsmeldinger fra Orkla, e24.no, reuters.com

Figur 8: Begivenheter i forbindelse med salget av Orkla Media

6.6.2 Begivenhetsstudie

Hendelsesforløpet ovenfor viser salgsprosessen som åpen og tidsmessig omfattende. Orkla gikk ut i offentligheten og annonserte en ønsket restrukturering av Orkla Media i november

2005. Enkelte hevdet det var tidenes kontaktannonse, og det var uansett en initiering av store forandringer i mediedivisjonen (Norsk Journalistlag, 2006). Slike restruktureringer skjer ofte bak lukkede dører og er skjermet fra offentligheten. Jeg tror Orkla var åpne fra begynnelsen for å tiltrekke seg potensielle samarbeidspartnere eller oppkjøpere.

Når jeg skal foreta en begivenhetsstudie av salget må jeg definere en annonseringsdato og analysere markedsreaksjoner med utgangspunkt i dager før og etter dette tidspunktet. Jeg mener det er korrekt å definere 28. juni 2006 som annonseringsdagen av salget. Det har tilfalt markedet mye informasjon som er relevant for transaksjonen og analysen i forkant av denne datoen, men det er allikevel børsmeldingen 28. juni som bekrefter salget og kjøper. Aksjemarkedet reagerer negativt og sender Orkla – aksjen ned 2,03 %, tilsvarende 1,42 % negativ unormal avkastning. Salgssum blir kunngjort 3. juli og transaksjonsstruktur 25. juli, som gir henholdsvis 0,6 % og -0,75 % unormal avkastning i markedet.

Begivenhetsvindu +/- 1 dag:

Begivenhetsstudie +/- 1 dag		
Akkumulert unormal avkastning	-2,64 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	2,17 %	
T - stat	-1,21	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 10

Den korteste analysen skal være den mest presise hvis markedet er effesient og informasjon ikke er lekket ut i forkant av annonseringen. Dette begivenhetsvinduet viser en helt klar retning mot negativ mottakelse i markedet. Resultatet er ikke statistisk signifikant, men hvis man tilskriver den unormale avkastningen på - 2,64 % til transaksjonen, er ikke markedet fornøyd med avtalen. Innenfor dette intervallet er det kun annonsert at Mecom plc skal kjøpe Orkla Media, mens salgssum og oppgjørsform blir kjent senere.

Begivenhetsvindu +/- 10 dager:

Begivenhetsstudie +/- 10 dager		
Akkumulert unormal avkastning	-1,90 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	5,74 %	
T - stat	-0,33	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 11

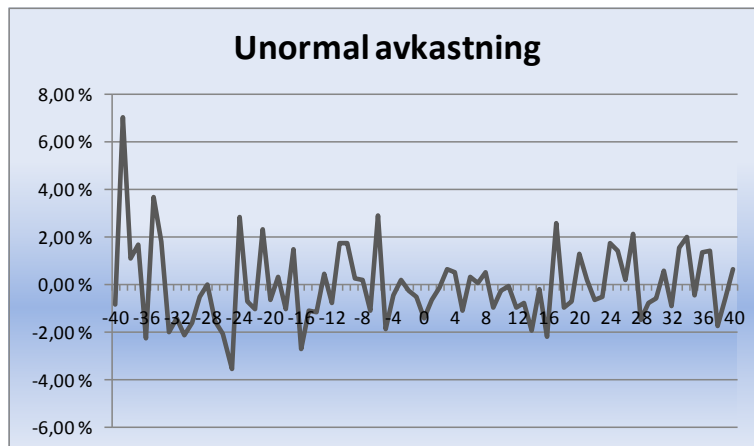
Dette intervallet strekker seg over 21 dager rundt 28. juni og inkluderer informasjon vedrørende salgsprisen på 7,55 milliarder NOK. Salgsprisen på 7,55 milliarder NOK er god, men ikke overraskende god og tilhører nok øvre sjiktet av forventet salgpris. Den negative akkumulerte avkastningen er redusert fra det korte vinduet, og resultatet er ikke signifikant. Det vil alltid være støy som påvirker avkastningstall, spesielt når analyseintervallet øker. Jeg tolker derfor resultatene i retning av en nøytral markedsreaksjon vedrørende transaksjonen.

Begivenhetsvindu +/- 40 dager:

Begivenhetsstudie +/- 40 dager		
Akkumulert unormal avkastning	-3,59 %	
Std avvik UA fra estimeringsperiode	8,02 %	
T - stat	-0,45	
95% konfidensintervall	(+/-) 1,96	Forkast alt hypotese
99% konfidensintervall	(+/-) 2,58	Forkast alt hypotese

Tabell 12

Det lengste intervallet jeg har undersøkt strekker seg over 81 dager og inkluderer mange av ryktene i forkant, samt annonsering av både salgssum og transaksjonsstruktur. Den akkumulerte negative unormale avkastningen er 3,59 % i dette vinduet. Skalert med UAs standardavvik er resultatet ikke statistisk signifikant. Det kan som kjent være støy som influerer resultatene, og dette intervallet inkluderer både dividendeutbetaling og kvartalstallpresentasjon som slår positivt ut for aksjen. Til tross for dette kan man se en tendens til negative reaksjoner knyttet til salget til Mecom plc.



Graf 3: Orkla - aksjens unormale avkastning ved salg av Orkla Media

Den store positive unormale avkastningen i begynnelsen av graf 3 reflekterer som nevnt dividendeutbetaling og en overraskende god kvartalstallpresentasjon. Justert for denne informasjonen kan det totalt sett se ut som markedet er nøytrale til Orkla Medias overgang til britiske Mecom plc. Det er relevant å diskutere hvorvidt resultatene gjenspeiler hele transaksjonen. Det lengste begivenhetsvinduet strekker seg tilbake til 27. april 2006. Ved dette tidspunktet har prosessen mot en restrukturering av mediedivisjonen vedvart i ca 5 måneder. Det innebærer blant annet ulike interessenter og budrykter, uttalelser fra konsernledelsen, aksjonærer, tillitsvalgte og børsmeldinger. Dette er informasjon som kan være sensitivt for markedet, og den tilgjengelige informasjonen vedrørende transaksjonen forventes priset inn i Orkla – aksjen. Selv om ikke Mecom plc kom på banen før i april kan markedet altså ha priset inn positive aspekter ved en avhendelse av mediedivisjonen ved et tidligere stadium enn data for min analyse dekker.

Jeg tror begivenhetsstudien jeg har gjennomført blir mindre presis på grunn av den langvarige åpne salgsprosessen.

6.6.3 Faktorer som kan forklare aksjemarkedets reaksjon

6.6.3.1 Salgspris og oppgjørsform

Partene forhandlet seg fram til en salgspris for den totale egenkapitalen i Orkla Media på 7,550 milliarder NOK. Selskapsverdien (enterprise value) utgjør 6,966 milliarder NOK etter justering for kontanter og annen finansiell kapital.

Salgssummen finansieres og struktureres på følgende måte (Orkla Pressemelding, 2006):

- Kontantoverføring: 5,608 milliarder NOK
- Aksjer i Mecom plc: Verdi 852 millioner NOK og andelen utgjør 19,97 % av Mecom
- Orkla utsteder kreditt til Mecom plc på 1,090 milliarder NOK, som Mecom plc benytter til oppkjøpet av Orkla Media

Dette er en transaksjonsstruktur som kombinerer kontantvederlag og aksjer, samtidig som Orkla i realiteten låner penger til Mecom plc for at britene kan finansiere kjøpet av kreditorens mediedivisjon.

Orkla har satt enkelte betingelser for kreditten, og krever en rente på 6 måneders LIBOR + 5 %. Hvis ikke Mecom plc har innfridd kreditten innen to år vil gjelden konverters til aksjer i Mecom til markedspris, men maksimum 65 pence.

På Orklas pressekonferanse 25/7 gir konsernsjef Opedal en forklaring av salgssum og struktur, og viser til investeringsbankers verdsettelsesestimater i forkant av salget. Han hevder gjennomsnittlig beregnet selskapsverdi (EV) av Orkla Media fra åtte forskjellige analytikere i tredje kvartal 2005 før ryktene om restruktureringer var 5,3 milliarder NOK. Den faktiske selskapsverdien i avtalen er beregnet til ca 7 milliarder NOK, og premien som tilfaller Orkla er dermed 32 %. Den bokførte gevinsten av salget er ca hele 4 milliarder NOK, mens den skattepliktige gevinsten ikke er mer enn ca 100 millioner NOK. Jeg har tilgang til en ABG Sundal Collier – analyse i etterkant av salget og deres verdiestimat av Orkla Media (eksklusive Hjemmet Mortensen) i tredje kvartal 2005 underbygger Opedals uttalelser.

Ledelsen i Orkla mener man har fått til en god avtale der man frigjør over 5,6 milliarder NOK i kontanter og i tillegg får muligheten til å delta i en eventuell oppside i Mecom plc. Orkla kommuniserer at man ønsker et finansielt langsiktig eierskap i Orkla Media gjennom aksjeposten i Mecom plc. Dette er åpenbart løgn når Orkla et halvår senere selger hele andelen i det britiske medieselskapet. Aksjeposten bidro til finansiering av avtalen, i tillegg fikk Orkla fordelen av å berolige ansatte og kritikere ved fortsatt indirekte eierskap i Orkla Media.

Avtalen er tilsynelatende god for Orkla – aksjonærene hvis meglerhusenes verdsettelsesestimater og Opedals uttalelser er korrekte, men hverken salgpris eller oppgjørsform gir overbevisende positive utslag i aksjemarkedet. Empirisk forskning viser ingen signifikant unormal avkastning når salgpris ikke blir annonsert samtidig med bekreftelse av salget (Clubb and Stouraitis, 2002), og forskningen kan stemme bra i tilfellet for Orkla Media når de to annonseringene totalt sett gir -0,15 % i unormal avkastning.

Det er helt tydelig at Mecom plc har finansieringsproblemer og forhandlingene mellom Orkla og Mecom plc har nok båret preg av dette. Transaksjonsstrukturen kan være en brobygger for å bli enige om verdien av eiendelene, og denne oppgjørsformen tyder på velvillighet fra Orkla ved å gi selgerkreditt og motta aksjer for å få avtalen i havn. Investorer kan bli skeptiske til at Orkla strekker seg langt og involverer seg med det britiske medieselskapet. Aksjemarkedet ønsker heller et ryddig og totalt uavhengig salg hvor verdier blir synliggjort gjennom kontantoverføring.

Jeg tror salgpris for Orkla Media var som markedet forventet og priset inn i forkant av annonseringen. Meglerhusenes estimater tyder på en salgpris over hva konsensus mente mediedivisjonen var verdt som et separat selskap før restruktureringsprosessen begynte. Allikevel er det vanlig at enheter blir solgt med en premie over markedspris, og dette vet markedsaktørene

6.6.3.2 Distribusjon av salgsvederlag

Dette har vært en åpen salgsprosess der Orkla tidlig kommuniserte sin strategi om en restrukturering av Orkla Media. Orkla presiserer i forkant av transaksjonen at dynamikken i mediesektoren tilsier et behov for å finne strukturelle løsninger som styrker Orkla Medias konkurransekraft, og gir større innpass i vekstsegmenter (Orkla, 2006). Orkla Media har underprestert målt i EBITA – margin i forhold til de andre industrielle divisjonene i noen år, og denne trenden ville man endre. Dette har vært hovedfokus for Orkla, og ikke nødvendigvis at man er avhengig av salg for å nedbetale gjeld eller sårt trenger kapital for investeringer i andre sektorer. Det kan legges til at 2006 var et generelt godt år for norske

selskaper og Orkla var intet unntak. Aksjen ga god avkastning, samtidig som man hadde en sunn finansiell balanse. Derfor var ikke Orkla desperate eller avhengig av salg, men så det som mest fornuftig for videre drift.

Selv uten tydelige signaler for hvordan kontantvederlaget på 5,6 milliarder NOK skulle fordeles er det sannsynlig at ledelsen og styret hadde en plan for midlene. Et aktivasalg med hovedsaklig kontantoppgjør innebærer først og fremst en finansiell trygghet og ekstra spillerom for selskapet. Orkla fullførte oppkjøp av både Elkem og Sapa i 2005 og det er lett å forstå at finansiering og videre drift av to nye divisjoner krever finansielle muskler. Det fremgår av årsrapporten fra 2006 at kontantvederlaget fra Mecom plc har bidratt til å redusere konsernets rentebærende gjeld med 4,6 milliarder NOK til 11,4 milliarder NOK. Sammen med salg av porteføljeaksjer bidro også salget av Orkla Media til å muliggjøre ekspansjon og oppkjøp i industrivirksomheten, samt øke eierandelen i REC. Det meldes videre om ordinært utbytte i 2006 (Orkla årsrapport 2006, 2007) og derfor kan det ikke tolkes om midlene distribueres som ekstraordinært utbytte til aksjonærene.

Denne informasjonen ble ikke annonsert sammen med salget og detaljer omkring transaksjonsstruktur. Det eneste som ble kommunisert sommeren 2006 var at frigjøring av kapital bidrar til verdiskapning for Orklas aksjonærer og finansiell stabilitet. Hvordan investorer tolker Orklas budskap er vanskelig å vite, men jeg tror ikke investorer fryktet en verdioverføring fra aksjonær til kreditor (jamfør avsnitt 2.4). Det er mest nærliggende å tolke at økt finansiell stabilitet kommer gjennom gjeldsreduksjon, og overflødig kapital blir allokert til gjenværende divisjoner der det finnes mest lønnsomme ekspansjonsmuligheter og prosjekter. Jeg tror aksjonærene og potensielle investorer tolket det dit hen, uten at det var noen store overraskelser knyttet til distribusjonen.

Jeg syns markedets relativt nøytrale reaksjon på transaksjonen stemmer overens med Orklas "nøytrale" planer for distribusjon av vederlag. Planene var ikke spesifikke ved annonsering, men Orklas solide tilstand i 2006 tilsa en fornuftig bruk av vederlaget.

6.6.3.3 Passer bedre hos kjøper

Jeg tror dette momentet er en viktig del av transaksjonsanalysen. Salget av Orkla Media ble kontroversielt nettopp fordi mange innenfor og utenfor Orkla – konsernet hevdet Mecom plc ikke var egnet som eier av Orkla Media. Motstandernes argumenter var hovedsakelig:

- Mecom plc er en kortsiktig profittmaksimerende eier. Filosofien deres kan medføre nedskjæringer og dårligere produkt i krav om høyere utbytte.
- Mecom plc – sjef Montgomerys tidligere inntreden i det tyske mediemarkedet blir referert til som en skrekkehistorie der det ble hevdet at han påvirket redaktørens uavhengighet
- Utenlandske eiere har ikke den samme forpliktelsen til norske mediers tradisjon som en sentral og troverdig samfunnsaktør

Kilder: e24.no, dn.no, hegnar.no, jn.no

Når salget var et faktum avholdt Orkla – ledelsen pressekonferanse der transaksjonen ble presentert. Her ble det lagt fram følgende argumenter for hvorfor Mecom plc er best egnet til å videreføre Orkla Media:

- Mecom har et langsiktig industrielt perspektiv på sin investering i Orkla Media
- Mecom vil bygge videre på Orkla Medias ledelse, organisasjon og utgiver – prinsipper
- Avtalen forsikrer videreføring av Orkla Media, som vil utgjøre kjernen i et børsnotert medieselskap med vekstambisjoner
- Orkla Media vil fortsatt bli ledet fra Oslo og Orkla vil være en signifikant aksjonær i Mecom

Empirien viser som kjent til en kvantifisering av hvorvidt enheten passer bedre hos kjøper enn hos selger (avsnitt 2.2.3). Jeg ønsker å undersøke dette med utgangspunkt i forholdstallet P/B for Orkla og Mecom plc i 2006. Forholdstallet for Orkla er ca 1,7 i perioden, men Mecom plc ble børsnotert i 2005 (Alternative Investment Market i London) og har ikke nok volum i aksjen til å finne et fornuftig forholdstall som kan vurderes opp mot Orkla. Jeg ser derfor bort fra dette momentet.

Hvis ansatte og andre interessenter frykter nedskjæringer med Mecom på eiersiden, ville nok dette funnet sted uansett eierskap. Orkla Media har faktisk vist dårligere EBITA – marginer enn de andre industrielle divisjonene i Orkla mange år på rad og Orkla har flere ganger pekt på at denne utviklingen er nødt til å snu. Allikevel tror jeg markedets delvis

negative reaksjon kan ha en sammenheng med at nettopp Mecom plc endte opp som eier. Det var demonstrasjoner og mye kritikk fra ansatte mot utenlandsk eierskap og spesielt Mecom plc. Når Orkla – ledelsen sammen med aksjonærene trosser alle råd og motforestillinger og attpåtil ender opp som aksjonær i Mecom, skaper dette negativitet rundt Orkla som kan spre seg til aksjemarkedet.

6.6.3.4 Størrelseseffekten

Jeg har tidligere vist til empirisk forskning og sammenheng mellom størrelsen på salgsaktiva og avkastningen knyttet til transaksjonen (Mulherin and Boone, 2000). Størrelseseffekten kan påvirke det finansielle utfallet av transaksjonen på kort sikt og jeg skal analysere hvorvidt det var tilfellet for Orkla Media.

Jeg har beregnet Orkla Media som en andel av det totale Orkla ved Kleins (1986) metode (salgspris/markedsverdi EK i måneden før salg) og sett på divisjonens andel i en "sum – av – delene" – analyse.

- Salgsprisen beløper seg til 7,55 milliarder NOK, mens markedsverdien av total egenkapital i mai er ca 71,5 milliarder. Ved Kleins metode utgjør mediedivisjonen 10,5 %.
- Carnegies "sum – av – delene" – analyse fra mai 2006 gir total selskapsverdi (EV) for Orkla på 84,3 milliarder NOK. Orkla media (inklusive andelen i Hjemmet Mortensen) blir verdsatt til 8,667 milliarder NOK og utgjør dermed 10,3 % av Orkla. Salgsaktiva (mediedivisjonen eksklusive Hjemmet Mortensen) utgjør dermed mindre enn 10 % i følge Carnegies estimer.

Basert på tallene ovenfor kan man konkludere med at salgsaktiva utgjør ca 8 – 10 % av det totale Orkla – konsernet. Kleins (1986) studier viser ingen signifikant positiv unormal avkastning hvis salgsaktiva utgjør mindre enn 10 % av det totale selskapet. Denne transaksjonen kan støtte Kleins funn. Begivenhetsstudien viser ingen signifikant positiv unormal avkastning for de tre valgte intervallene, og jeg tror mediedivisjonens andel kan være en forklarende årsak til aksjemarkedets reaksjon. Salgsaktiva er altså ikke stor nok til å restrukturere Orkla i nevneverdig grad, og derfor har ikke aksjemarkedet signifikant positiv interesse for transaksjonen.

6.6.3.5 Synliggjøring av verdier gjennom redusering av konglomeratrabatten

Orkla er som kjent et konglomerat med operasjonelle og finansielle aktiviteter i forskjellige bransjer. Når Orkla selger seg ut av mediesegmentet forventes en nedgang i konglomeratrabatten som bygger på analytikerens estimater. Orkla blir spisset inn mot færre industrier og kan eventuelt synliggjøre verdier gjennom et ryddigere selskap der investorer forstår verdidriverne i større grad.

SOTP - verdsettelse	8. mai 2006 Carnegie		11. august 2006 Carnegie		9. mai 2006 SEB Enskilda		1. november 2006 SEB Enskilda	
	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje	EV	Per aksje
Orkla Industri	84 313	408,5	68 800	330	81 000	393	75 415	462
Orkla diverse (REC etc)	31 323	151	20 900	101	25 000	121	26 155	30
Total EV	115 636	559,5	89 700	431	106 000	515	101 570	492
Gjeld og minoriteter	17 537	84,5	14 000	68	17 700	86	11 800	56
SOTP EK	98 099	475	75 700	363	88 300	429	89 770	436
Orkla i markedet		351		285		345		335
Rabatt i forhold til SOTP		26 %		21,5 %		20 %		23 %

Tabell 13: Utviklingen i konglomeratrabatten, EV = millioner NOK, Per aksje = NOK

Jeg foretar analysen på bakgrunn av analytikerrapporter fra henholdsvis Carnegie Securities og SEB Enskilda. Analysen av konglomeratrabattens utvikling benytter avkastningstall som ikke er skalert med 5 slik tallene som ligger til grunn for begivenhetsstudien. Grunnen til forskjellig tallmateriale er en aksje – splitt (5:1) som ble gjennomført 20. april 2007 og som naturligvis ikke er registrert hos meglerhusene i 2006, men er oppdatert i Yahoo Finance i etterkant og med tilbakevirkende kraft.

Carnegie Securities:

Rapporten i forkant av transaksjonen er datert 8. mai 2006. Med henvisning til hendelsesforløpet i avsnitt 6.6.1 ser man at mye informasjon relatert til et potensielt salg av mediedivisjonen allerede har tilfalt markedet. Man kan derfor definere salgsprosessen som underveis når Carnegie utgir sin rapport. Allikevel blir salget annonsert 28. juni og ytterligere detaljer påfølgende uker. Jeg anser analysen og verdsettelsen fra 8. mai til å være i forkant av transaksjonen mellom Orkla og Mecom plc. Orkla blir handlet i markedet til 351 NOK per aksje, mens Carnegies analytikere mener selskapsdivisjonene hver for seg og summert sammen gir en rettfærdig verdi på 475 kroner per aksje. Dette gir en implisitt

konglomeratrabatt på 26 %. I denne rapporten som kom helgen etter overraskende gode 1. kvartalstall ble sluppet 5.mai, la man til grunn økt vekst i de fleste industrielle divisjoner og en generell optimisme for konsernet.

Rapporten som representerer SOTP - verdsettelsen i etterkant av transaksjonen er datert til 11. august. Selv om ikke avtalen er gjennomført på dette tidspunktet, er alle detaljer omkring avtalen kjent for offentligheten og bør være absorbert i markedet. I tiden mellom 8. mai og 11. august har det vært en klar nedgang i Orklas aksjekurs fra 351 NOK til 285 NOK. Oslo børs har også hatt et fall i samme periode og det er ikke en selskapsspesifikk hendelse som kan forklare Orklas nedgang. Carnegie verdsetter samtidig konglomeratet uten Orkla Media til 363 NOK per aksje, som tilsvarer en reduksjon i konglomeratrabatten på 4,5 %. Utviklingen i rabatten er i tråd med empirisk forskning (avsnitt 3.5), men det kan se ut som reduksjonen ikke utelukkende kan forklares gjennom synliggjøring av verdier. Konglomeratrabatten synker som regel gjennom en økning i selskapets faktiske aksjekurs, men i dette tilfellet har det vært en nedgang i aksjekursen. Meglerhusets estimer for Orkla - konsernet synker allikevel relativt mer enn aksjefallet og dette er hovedgrunnen for rabattens utvikling.

SEB Enskilda:

Rapportene jeg har fått tilgang til fra dette meglerhuset strekker seg fra 9. mai til 1. november. Utviklingen i SEBs kalkulerte konglomeratrabatt har vært motstridene med empirien, da rabatten øker fra 20 % - 23 % i perioden før og etter salget av mediedivisjonen. Aksjens markedspris har ikke forandret seg betydelig etter transaksjonen med Mecom plc, mens "summen – av – delene" – analysen er justert litt opp i forhold til verdsettelsen 9. mai. Gjelden er redusert med en stor del av kontantvederlaget fra salget, og utsiktene for industriavdelingene er optimistiske. Jeg kan ikke observere en drastisk forandring i rabatten som følge av avhendelsen av Orkla Media og tror utviklingen i rabatten styres mer av tilfeldigheter over en så lang periode.

Det kan være flere grunner til at reduksjonen av konglomeratrabatten ikke ble avgjørende for det finansielle utfallet av denne transaksjonen. Jeg tror den viktigste årsaken er at konglomeratet hverken opphører eller reduseres i nevneverdig grad. Mediedivisjonen blir på mange måter erstattet med satsning innenfor alternativ energi (REC, Elkem Solar), og dermed besitter Orkla fortsatt eksponering inn mot flere uavhengige sektorer. Rabattens utvikling kan også ha en sammenheng med Orklas vedvarende tilstedeværelse i mediesegmentet gjennom en aksjepost på nesten 20 % i Mecom plc, selgerkreditt og videreføring av andelene i Hjemmet Mortensen. Transaksjonsstrukturen innebærer altså at frikoblingen mot mediesegmentet ikke finner sted allikevel.

Analytikernes subjektive vurderinger og annonseringstidspunkt for rapportene er selvfølgelig potensielle feilkilder, og man bør derfor være kritisk til resultatene.

6.6.3.6 Forhandlingsmakt mellom partene

Salgsprosessen var omstendelig med mange aktører på banen. Orkla kunngjorde først en restrukturering av Orkla Media, men utover våren 2006 ble det bestemt at aktivasalg var den beste løsningen for konsernet, mediedivisjonen og aksjonærene.

Jeg har tidligere i oppgaven påpekt at salget av Orkla Media ikke var noen form for konkurssalg eller et tilfelle der konsernet var avhengig og presset til salg. Når prosessen drar ut i tid og uttalelser fra konsernledelsen og potensielle kjøpere bidrar til rykteflom rundt transaksjon blir allikevel dette et presserende anliggende hvor man ønsker en avklaring. Det gjelder spesielt for de ansatte i Orkla Media som går en usikker framtid i møte, og for å oppnå ro rundt Orklas ledelse og aksjonærer som får mye negativ omtale i media. Denne situasjonen kan ha stresset Orkla for å slutføre avtalen og gitt Mecom plc noe forhandlingsmakt.

Transaksjonsstrukturen er diskutert og analysert i avsnitt 6.6.3.1, men jeg finner det også relevant å nevne oppgjørsformen i forbindelse med forhandlingsmakt.

Transaksjonsstrukturen kan som nevnt tidligere være en brobygger mellom partene i forhandlingene. Det er tydelig at Orkla Media er en meget stor investering for Mecom plc, og

uten Orklas finansielle hjelp kunne ikke handelen blitt gjennomført. Orkla har strukket seg langt for å muliggjøre handelen gjennom et selgerlån og aksjer fra kjøper til totalt ca 2 milliarder NOK. Markedet kan tolke dette som at Orkla har hatt mangel på alternativer og virkelig ønsket å få i orden en avtale med David Montgomerys Mecom plc.

Det har vært mange alternative samarbeidspartnere og oppkjøpere i løpet av prosessen. Svenske Bonnier og Dagbladet har vært interessert i mediedivisjonen, samtidig som medie gigantene Schibsted og A – pressen har lusket i kulissene. Dagbladet ble sett på som lite sannsynlig grunnet kamphanene Stein – Erik Hagen og tidligere Orkla – sjef Jens P. Heyerdahl på hver sin side av forhandlingsbordet. Den norske medieeierskapsloven setter begrensninger for Schibsted og A – pressen som reelle partnere på grunn av deres størrelse og frykt for en mektig mediekoalisjon som ødelegger mangfoldet. Kulturminister Trond Giske ble dratt inn i saken og han åpnet for en endring i denne saken hvis A – pressen ønsket å by på Orkla Media. Det ble dermed kontroversielt når AP – Giske plutselig kunne gjøre et unntak når LO - eide A – pressen med sterke bånd til AP kom på banen. Medieeierskapsloven ble overholdt og de to store norske medieselskapene var utelukket som partner. Orkla kommuniserte at det var ingen potensielle gode nordiske kandidater, og britiske Mecom plc seilet opp som favoritt til å ta over Orkla Media.

Jeg tror Orkla hadde mye forhandlingsmakt i begynnelsen av prosessen når flere aktører var på banen. Det kan imidlertid se ut som Orkla mistet forhandlingsmakt i takt med manglende reelle nordiske kandidater og lengden på salgsprosessen. Markedets moderate mottakelse av salget, transaksjonsstrukturen og valget av Mecom plc (noe frynsete rykte) kan peke i retning av mine antydninger.

6.6.3.7 Andre relevante aspekter ved transaksjonen

Momentene jeg har gått gjennom i denne analysen oppsummerer det meste av hva jeg mener er relevante årsaker for utfallet av Orkla Media - transaksjonen. Jeg vil allikevel fremheve andre indirekte årsaker for utfallet som ikke er belyst i stor nok grad gjennom de øvrige punktene.

Dette er et salg av en eiendel som består av mange forskjellige enheter fra ulike land og det bidrar til å øke kompleksiteten. Det er ikke kun en divisjonssjef og ansatte under han som blir berørt. Dette gjelder uavhengige aviser, og når de separat utaler seg kan hylekoret være en belastning for salgsprosessen. Det blir ekstra kontroversielt og vanskelig for Orkla – ledelsen å håndtere når det er mediebransjen som selges. I Norge har mediene stor makt og ytringsfriheten står sterkt. Dermed kan det bli ensporet negativ kritikk når det gjelder en transaksjon som påvirker journalistenes arbeidsplass. Samtidig blir politikere involvert i prosessen når medieeierskapsloven blir diskutert. Aksjemarkedet liker nok heller ikke hvordan daværende styremedlem (nåværende styreleder) Stein Erik Hagen opptrer. Den 30. april uttaler Hagen at han skal hindre et salg til utlandet (Dagbladet, 2006). Når han derimot stemmer for salg til britene blir det oppfattet som en vinglete lederstil, og markedet kan analysere Hagens tidligere uttalelser som at Mecom egentlig er et dårlig alternativ.

Det er i det hele tatt mange aktører med sterke meninger, og dette kan ha en negativ innvirkning på markedets oppfattelse av prosessen og avtalen.

6.6.4 Konklusjon

Salget av Orkla Media til britiske Mecom plc kan betraktes som en langvarig og noe uryddig prosess. Begivenhetsstudien avdekker ingen positiv unormal avkastning for Orkla - aksjen knyttet til dagene rundt transaksjonen. Resultatene er ikke statistisk signifikante, men aksjemarkedet responderer noe negativt til konglomeratet i denne perioden.

Jeg vil først og fremst trekke fram lengden og informasjonslekkasjene i prosessen som viktige årsaker til den moderate finansielle effekten på Orkla – aksjen. Den åpne dialogen var et bevisst valg fra Orkla sin side. Selv om ikke markedet har hatt tilgang til spesifikke detaljer vedrørende avhendelsen, tror jeg markedet har priset inn forventninger til salg i aksjen. Denne re – prisingen faller utenfor mine begivenhetsvinduer og dermed blir ikke analysen like presis som for eksempel Hydro Petroleum – caset der alt rundt transaksjonen blir annonsert en gitt dag. Hvis jeg hadde økt intervallengden ville resultatene vært influert av støy og unøyaktighet i for stor grad. På tross av lengde og lekkasjer mener jeg resultatene av

Orklas unormale avkastning gjenspeiler flere av momentene jeg har diskutert i analysen ovenfor.

Jeg vil vektlegge størrelseseffekten og konglomeratrabattens utvikling som viktige årsaker til aksjens relativt nøytrale reaksjon. Orkla Media utgjør ca 10 % av det totale Orkla og dette er ikke nok for å bryte opp konglomeratet eller endre strategien radikalt.

Avsnitt 6.6.3.3 tar for seg hvorvidt Orkla Media passer bedre innenfor medieselskapet Mecom plc eller som et eget segment i Orkla – konglomeratet. Det er vanskelig å gi et konkret svar på det, men den negative omtalen fra media, ansatte og politikere påvirket nok markedets holdning til transaksjonen og Orkla i negativ retning.

Salgspris, oppgjørsform og distribusjon av salgsvederlag er ofte de mest avgjørende faktorene i det finansielle utfallet av en transaksjon. Faktorene var selvfølgelig ikke ubetydelige i denne avtalen, men jeg tror ikke de var like avgjørende som man ofte ser. Salgspris og distribusjon av salgsvederlag var mest sannsynlig innenfor hva markedet forventet på forhånd. Transaksjonsstrukturen som kombinerte kontanter med aksjer og selgerkreditt var på den annen side mer overraskende. Hvis man kobler strukturen opp mot partenes forhandlingsmakt kan det se ut som Orkla har strukket seg langt for å realisere avtalen, og dette tolker markedet i tilfelle negativt.

Jeg vil avslutningsvis hevde at Orkla kunne oppnådd kortsiktig finansiell gevinst av avtalen. Hvis ledelsen hadde hatt en lukket salgsprosess og annonsert salget sammen med salgspris og detaljer rundt strukturen kunne man overrasket markedet positivt. Da slipper man den offentlige debatten i forkant som kan være forstyrrende og krevende å håndtere. Aksjemarkedet hater usikkerhet og konflikter.

Bibliografi

Bøker, forskningsartikler og forelesningslides:

- Barney, J. (1996). Gaining and sustaining competitive advantage. *Addison Wesley publishing company, MA: reading* .
- Bates, T. W. (2004). Asset sales, investment opportunities and the use of the proceeds. *Journal of finance* .
- Berger and Ofek. (1995). Diversification effect on firm value. *Journal of financial economics 37* .
- Berger, P.G. and E. Ofek. (1999). Causes and effects of corporate refocusing programs. *Review of financial studies* .
- Brealey, M. A. (2008). Principles of corporate finance 9th edition.
- Browne, C. (2006). The little book of value investing.
- Clubb and Stouraitis. (2002). The significance of sell - off profitability in explaining the market reaction to divestiture announcements. *Journal of banking and finance, 26* .
- Datta, I. -D. (2003). Value creation in corporate asset sales . *Journal of banking and finance, 27* .
- Dechow, Richardson, Sloan. (2008). The persistence and pricing of the cash component earnings. *Journal of accounting research* .
- DePamphilis, D. (2010). Merger, acquisitions and other restructuring activities.
- Dittmar, A and A. Shivdasani. (2003). Divestiture and divisional investment policies . *Journal of finance*
- B. Espen Eckbo and Karin Thorburn. (2008). Corporate restructuring: Breakups and LBOs . *Handbook of empirical corporate finance, volume 2* .
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance, 25* .
- Harry Lang, Annette Poulson, Rene Stultz. (1995). Asset sales, firm performance and the agency cost of managerial discretion. *Journal of financial economics* .
- J. Fred Weston, Kwang S. Chung and Juan A. Siu. (1998). *Takeovers, restructuring and corporate governance, 2nd edition*. Prentice Hall.
- John And Ofek. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of financial economics* .
- Kaplan and Weisback. (1992). The success of acquisitions: evidence from divestitures . *Journal of finance 47* .
- Klein, A. (1986). The timing and substance of divestiture announcements. *Journal of finance, 41* .

Lang and Stultz. (1994). Tobins q, corporate diversification and firm performance. *Journal of political economy* 102 .

MaKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic litterature* .

Mulherin and Boone. (2000). Comparing acquisitions and divestures. *Journal of corporate finance*, 6 .

Rappaport, S. a. (1999, Nov - Des). Stock or Cash? The trade - offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard Business Review* .

Rozeff, M. S. (2006). Remebering the conglomerates. *lewrockwell.com* .

S. P. Kothari and Jerold Warner. (2004). Econometrics of event studies. *Handbook of corporate finance* .

Schlingemann, S. o. (2002). Divestures and the liquidity of the market for corporate assets . *Journal of financial economics* 71 .

Sicherman and Pettway. (1992). Wealth effects for buyers and sellers of the same divested assets . *Financial management*, 21 .

Stamland, T. (2006). *Event studies, slides til FIE 401*.

Tehrani, T. a. (1987). The effect of long term performance plans on corporate sell - off - induced abnormal returns. *Journal of finance*, 42 .

Vojislav Maksimovic and Gordon Phillips. (2006). Conglomerate firms and internal capital markets.

Wright, B. (2010). *Forelesningslides FIE 437 M&A and Valuation*.

Internett:

Altenborg, E. (1998). Styring av interne forretningsenheter: Evnen til å utnytte synergier i konsern. www.econa.no .

Dagbladet. (2006). *dagbladet.no*. Hentet fra <http://www.dagbladet.no/nyheter/2006/04/30/464876.html>

dn.no. (2010). Hentet fra <http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2038466.ece>

e24. (2006). *e24.no*. Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/dobbeltpill-fra-reiten/1617072>

e24.no. (2006, Desember). Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/hydro-har-mest-aa-tjene/1574910>

e24.no. (2006, desember 28). Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/statoil-planla-fusjon-i-fem-aar/1582783>

e24.no. (2007). Hentet fra <http://e24.no/olje-og-raavarer/statoilhydro-inne-paa-stockman/2066289>

e24.no. (2010). Hentet fra <http://e24.no/makro-og-politikk/hagens-orkla-kan-faa-15-mrd/3788802>

e24.no. (2010). Hentet fra <http://e24.no/boers-og-finans/hagen-fornoeyd-med-slakter-wiggen/3802066>

hegnar.no. (2006, desember). Hentet fra <http://www.hegnar.no/bors/energi/article116669.ece?TipsEnVenn>

hegnar.no. (2011). Hentet fra <http://www.hegnar.no/bors/article546611.ece>

hegnar.no. (2011). Hentet fra <http://www.hegnar.no/okonomi/article546608.ece>

macabus.com. (u.d.). Hentet fra <http://macabacus.com/valuation/sotp.html>

Norsk Journalistlag. (2006). *nj.no*. Hentet fra http://www.nj.no/Orkla+Media+solgt+til+Mecom.b7C_wRjU4D.ips

Yahoo Finance. (u.d.). Hentet fra <http://finance.yahoo.com/>

Andre internettsider: Bloomberg, Reuters, Orkla.no, Hydro.no, Investopedia

Årsrapporter, Børs – og pressemeldinger, Analytikerrapporter:

Arctic Securities. (2010). Selskapsanalyse Orkla

ABG Sundal Collier. (2006). Selskapsanalyse Norsk Hydro

Carnegie Securities. (2006). Selskapsanalyse Orkla

Carnegie Securities. (2010.) Selskapsanalyse Orkla

First Securities. (2006). Selskapsanalyse Norsk Hydro

Norsk Hydro. (2007). Årsrapport 2006.

Norsk Hydro, børsmelding. (u.d.).

Norsk Hydro, info memorandum. (2007). Hydro Information Memorandum.

Orkla. (2006). *Årsrapport 2005*.

Orkla årsrapport 2006. (2007).

Orkla årsrapport. (2010).

Orkla Pressemelding. (2006). Pressemelding.

SEB Enskilda. (2006). Selskapsanalyse Orkla

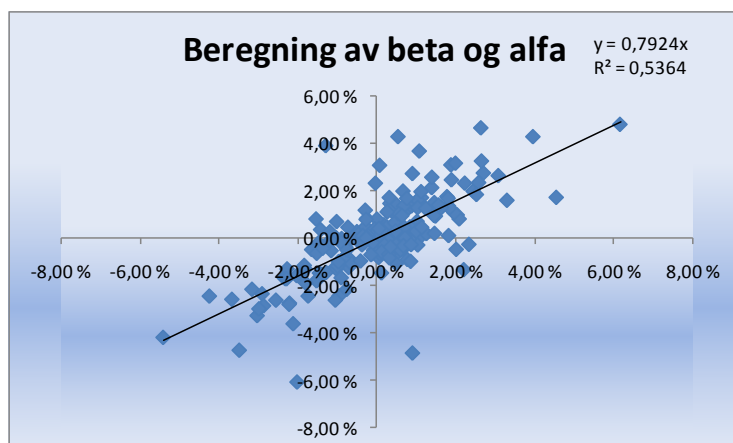
Statoil ASA og Norsk Hydro ASA. (2007). Plan for demerger of Norsk Hydro.

Vedlegg

Orkla, salg av Elkem						
Beta	0,79					
Alfa	-0,000012					
Observasjoner	200					
R ²	0,54					
Dato	Begivenhetsvindu	LN avkastning Orkla	LN avkastning OBEX	Forventet avkastning	Unormal avkastning	
25.01.2011	10	-0,66 %	-1,42 %	-1,13 %	0,47 %	
24.01.2011	9	0,00 %	-0,42 %	-0,34 %	0,34 %	
21.01.2011	8	-0,56 %	1,35 %	1,07 %	-1,63 %	
20.01.2011	7	-1,66 %	-2,51 %	-1,99 %	0,33 %	
19.01.2011	6	-0,73 %	-1,65 %	-1,31 %	0,58 %	
18.01.2011	5	0,82 %	0,99 %	0,79 %	0,04 %	
17.01.2011	4	-2,27 %	-0,69 %	-0,55 %	-1,72 %	
14.01.2011	3	-0,89 %	-0,40 %	-0,32 %	-0,57 %	
13.01.2011	2	-1,50 %	-0,59 %	-0,47 %	-1,03 %	
12.01.2011	1	0,26 %	0,81 %	0,64 %	-0,38 %	
11.01.2011	0	-0,70 %	0,92 %	0,73 %	-1,43 %	
10.01.2011	-1	2,65 %	-0,32 %	-0,25 %	2,90 %	
07.01.2011	-2	-0,18 %	-0,25 %	-0,20 %	0,02 %	
06.01.2011	-3	-0,62 %	0,06 %	0,05 %	-0,67 %	
05.01.2011	-4	1,16 %	0,44 %	0,35 %	0,81 %	
04.01.2011	-5	-2,31 %	-1,00 %	-0,79 %	-1,52 %	
03.01.2011	-6	0,53 %	0,79 %	0,63 %	-0,10 %	
30.12.2010	-7	-0,53 %	-0,26 %	-0,21 %	-0,32 %	
29.12.2010	-8	0,09 %	0,03 %	0,03 %	0,06 %	
28.12.2010	-9	0,09 %	0,70 %	0,55 %	-0,46 %	
27.12.2010	-10	0,00 %	-0,18 %	-0,15 %	0,15 %	

Vedlegg 1: Kalkulasjoner til Elkem - transaksjonen

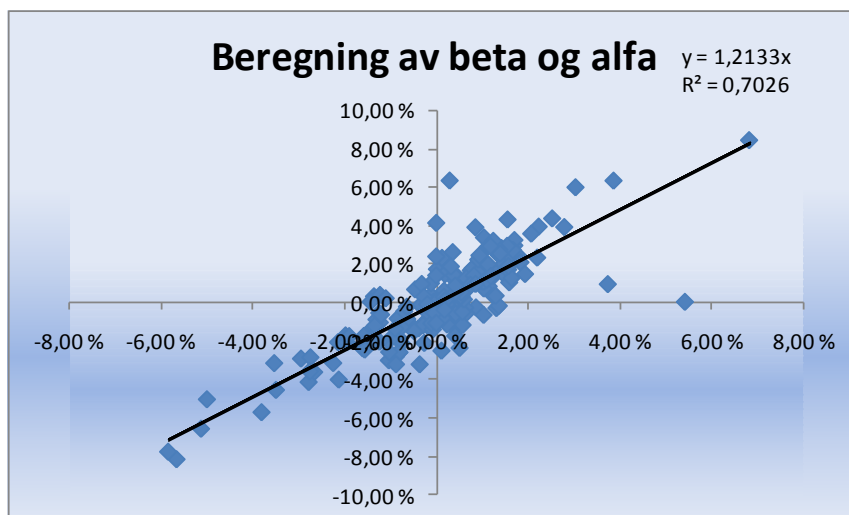
Vedleggene viser hvordan begivenhetsstudiene er beregnet. Jeg har valgt å utelukke tallene fra det lengste intervallet (+/- 40), fordi det tar mye plass med en tabell over to sider. Vedleggene fungerer som en illustrasjon av hvordan jeg har gått frem i analysen. Beta – og alfa-kalkulasjonene er som nevnt tidligere basert på en regresjon mellom selskapsavkastningen og OBEX – indeksen, totalt 200 observasjoner i forkant av det lengste begivenhetsvinduet.



Vedlegg 2: Orkla, salg av Elkem

Norsk Hydro, salg av Hydro Petroleum						
Beta		1,22				
Alfa		-0,00055				
Observasjoner		200				
R ²		0,70				
Dato	Begivenhetsvindu	LN avkastning Orkla	LN avkastning OBEX	Forventet avkastning	Unormal avkastning	
01.01.2007	10	0,00 %	1,38 %	1,62 %	-1,62 %	
29.12.2006	9	-0,26 %	-0,19 %	-0,29 %	0,03 %	
28.12.2006	8	1,56 %	0,86 %	0,99 %	0,57 %	
27.12.2006	7	1,58 %	0,50 %	0,55 %	1,03 %	
26.12.2006	6	0,00 %	0,00 %	-0,05 %	0,05 %	
25.12.2006	5	0,00 %	0,00 %	-0,05 %	0,05 %	
22.12.2006	4	-1,19 %	0,23 %	0,23 %	-1,42 %	
21.12.2006	3	-0,79 %	-0,96 %	-1,22 %	0,43 %	
20.12.2006	2	2,37 %	1,36 %	1,60 %	0,77 %	
19.12.2006	1	-0,67 %	-1,39 %	-1,75 %	1,08 %	
18.12.2006	0	18,76 %	2,26 %	2,69 %	16,07 %	
15.12.2006	-1	0,80 %	0,95 %	1,10 %	-0,30 %	
14.12.2006	-2	3,78 %	1,72 %	2,04 %	1,74 %	
13.12.2006	-3	0,00 %	-0,32 %	-0,44 %	0,44 %	
12.12.2006	-4	1,35 %	0,57 %	0,64 %	0,71 %	
11.12.2006	-5	-0,34 %	0,20 %	0,19 %	-0,53 %	
08.12.2006	-6	0,34 %	0,36 %	0,39 %	-0,05 %	
07.12.2006	-7	0,00 %	-0,11 %	-0,19 %	0,19 %	
06.12.2006	-8	-3,01 %	-0,49 %	-0,65 %	-2,36 %	
05.12.2006	-9	0,83 %	0,79 %	0,91 %	-0,08 %	
04.12.2006	-10	0,17 %	0,37 %	0,39 %	-0,22 %	

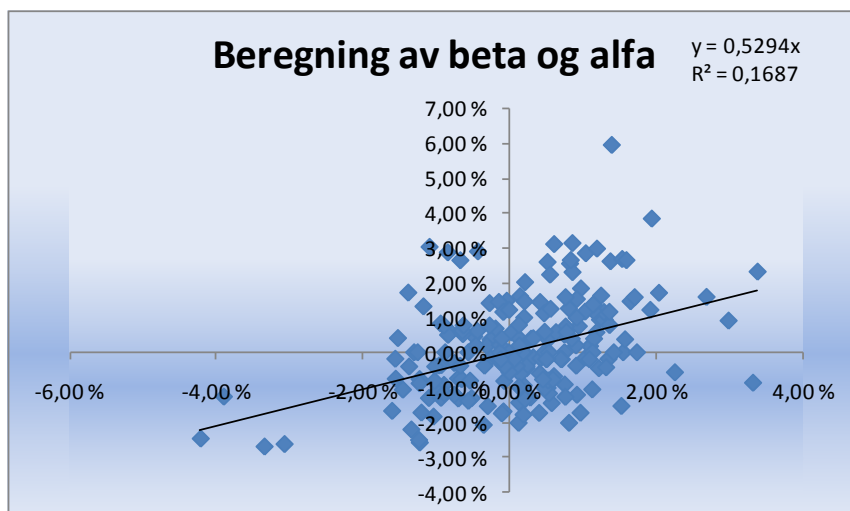
Vedlegg 3: Kalkulasjoner til Hydro Petroleum – transaksjonen



Vedlegg 4: Norsk Hydro

Orkla, salg av Orkla Media						
Beta	0,52					
Alfa	0,00078					
Observasjoner	200					
R ²	0,17					
Dato	Begivenhetsvindu	LN avkastning Orkla	LN avkastning OBEX	Forventet avkastning	Unormal avkastning	
12.07.2006	10	0,68 %	1,71 %	0,96 %	-0,28 %	
11.07.2006	9	-1,02 %	-0,17 %	-0,01 %	-1,01 %	
10.07.2006	8	0,17 %	-0,80 %	-0,34 %	0,51 %	
07.07.2006	7	0,51 %	0,79 %	0,49 %	0,02 %	
06.07.2006	6	1,20 %	1,58 %	0,90 %	0,30 %	
05.07.2006	5	-2,05 %	-1,90 %	-0,91 %	-1,14 %	
04.07.2006	4	0,85 %	0,55 %	0,37 %	0,48 %	
03.07.2006	3	1,55 %	1,68 %	0,95 %	0,60 %	
30.06.2006	2	0,17 %	0,51 %	0,34 %	-0,17 %	
29.06.2006	1	0,00 %	1,12 %	0,66 %	-0,66 %	
28.06.2006	0	-2,06 %	-1,38 %	-0,64 %	-1,42 %	
27.06.2006	-1	0,68 %	2,24 %	1,24 %	-0,56 %	
26.06.2006	-2	-0,34 %	-0,29 %	-0,07 %	-0,27 %	
23.06.2006	-3	1,55 %	2,53 %	1,39 %	0,16 %	
22.06.2006	-4	0,35 %	1,44 %	0,83 %	-0,48 %	
21.06.2006	-5	-1,72 %	0,13 %	0,14 %	-1,87 %	
20.06.2006	-6	2,42 %	-1,03 %	-0,45 %	2,88 %	
19.06.2006	-7	-0,87 %	0,29 %	0,23 %	-1,10 %	
16.06.2006	-8	-0,52 %	-1,43 %	-0,66 %	0,15 %	
15.06.2006	-9	3,16 %	5,43 %	2,89 %	0,27 %	
14.06.2006	-10	1,98 %	0,39 %	0,28 %	1,70 %	

Vedlegg 5: Kalkulasjoner til Orkla Media – transaksjonen



Vedlegg 6: Orkla, salg av Orkla Media

Cumulative abnormal returns (CAR) for divestiture announcement of 3,700 sellers and 1,243 buyers in 19 selected studies, 1963–1999

Relative size is the average ratio of the sales price of the divested assets to the pre-deal total assets (TA) and market value of equity (MVE) of the seller and buyer, respectively.

Study	CAR		Relative size		Sample size	Time period	Event window
	Mean	Median	TA	MVE			
Panel A: Seller returns:							
Alexander, Benson, and Kampmeyer (1984)	0.3%				53	1964–1973	[–1,0]
Linn and Rozeff (1984)	1.6%				77		[–1,0]
Rosenfeld (1984)	2.3%				62	1969–1981	[–1,0]
Jain (1985)	0.5%				1,062	1976–1978	[–1,0]
Klein (1986)	1.1%				202	1970–1979	[–2,0]
Hite, Owers, and Rogers (1987)	1.5%		16%		114	1963–1981	[–1,0]
Hirschey, and Zaima (1989)	1.6%				170	1975–1982	[–1,0]
Hirschey, Slovin, and Zaima (1990)	1.5%			38%	75	1975–1982	[–1,0]
Afshar, Taffler, and Sudarsanam (1992)	0.7%			10%	178	1985–1986	[–1,0]
Sicherman and Pettway (1992)	0.9%			30%	278	1980–1987	[–1,0]
John and Ofek (1995)	1.5%	0.8%		39%	258	1986–1988	[–2,0]
Lang, Poulsen, and Stulz (1995)	1.4%	0.7%	11%	69%	93	1984–1989	[–1,0]
Loh, Bezjak, and Toms (1995)	1.5%				59	1980–1987	[–1,0]
Slovin, Sushka, and Ferraro (1995)	1.7%	0.7%	33%	17%	179	1980–1991	[0,1]
Hanson and Song (2000)	0.6%	0.3%		27%	326	1981–1995	[–1,1]
Mulherin and Boone (2000)	2.6%	1.6%		18%	139	1990–1999	[–1,1]
clubb and Stouraitis (2002)	1.1%	0.5%		14%	187	1984–1994	[–1,0]
Dittmar and Shivdasani (2003)	3.4%		31%		188	1983–1994	[–1,1]
Sample size weighted seller average	1.2%		25%	27%	3,700	1963–1999	
Panel B: Buyer returns:							
Jain (1985)	0.5%				304	1976–1978	[–1,0]
Hite, Owers, and Rogers (1987)	0.6%		19%		105	1963–1981	[–1,0]
Sicherman and Pettway (1992)	0.5%				278	1980–1987	[–1,0]
Datta and Iskandar-Datta (1995)	0.0%			13%	63	1982–1990	[–1,0]
John and Ofek (1995)	0.4%	–0.5%		72%	167	1986–1988	[–2,0]
Hanson and Song (2000)	0.5%	0.2%			326	1981–1995	[–1,1]
Sample size weighted buyer average	0.5%		19%	25%	1,243	1963–1995	

Vedlegg 7: Forskningsresultater fra aktivasalg

Tabellen er hentet fra kapittel 16 i Eckbo og Thorburns "Handbook of empirical finance", og viser betydningsfulle forskningsresultater fra annonsering av en eiendelsavhendelse. Mange av mine empiriske referanser er inkludert i denne tabellen.