



OPPKJØP I KRISETIDER

- Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i Norge

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon, med hovedretning i finansiell økonomi og strategi og ledelse.

Veileder: Lasse B. Lien

Av

Camilla Temte & Anette Torgersen

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.

Forord

Avhandlingen er skrevet som en del av mastergradstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole i Bergen. I løpet av graden har vi begge deltatt i kurset FIE 431 Krakk og kriser, som inspirerte oss sterkt til å skrive om Finanskrisen. På tvers av hovedprofilene våre, Finansiell økonomi og Strategi og ledelse, fant vi en passende oppgave som omhandlet begge deler, gjennom NHHs forskningsprogram Krise omstilling og vekst – et femårig program med formål om å avdekke årsaker og virkninger av Finanskrisen, spesielt med hensyn på Norge.

Vi har fått god hjelp og innspill fra en rekke personer. Spesielt vil vi rette en stor takk til vår veileder Lasse B. Lien ved Institutt for Strategi og Ledelse, som ga oss muligheten til å delta på forskningsprosjektet og tilgang til datamateriale, samt gode råd og guiding underveis i oppgaven. Vi håper avhandlingen vil være et godt supplement til hans fremtidige forskning. Videre vil vi takke doktorgradsstipendiat Morten Sæthre for gode innspill og råd i startfasen av vår oppgave, Geir Magne Bøe for besvarelser av spørsmål innen finansiell teori, metodeforeleser Karen M. Olsen for tips og råd rundt logistisk regresjonsanalyse, samt kjæreste og kamerat Espen Hagestande for råd og diskusjon underveis.

Bergen 15.06.2012

Camilla Klæstad Temte

Anette Weberg Torgersen

Sammendrag

Denne oppgaven er skrevet som del av Norges Handelshøyskoles forskningsprosjekt, “Krise, omstilling og vekst”. Oppgaven undersøker Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i Norge, nærmere bestemt innenfor oppkjøpsmarkedet. Vi ser på utviklingen av oppkjøpstransaksjoner over en femårs periode, relaterthet, samt en logistisk regresjonsanalyse av variablene soliditet, likviditet, lønnsomhet og vekst i forhold til sannsynligheten for krisetransaksjon.

Vi finner at det frem til Finanskrisen inntreffer var en jevn stigning i antall transaksjoner som ble gjennomført, men at Finanskrisen bringer med seg en knekk, der oppkjøpsaktiviteten avtar. I forhold til relaterthet, kan det se ut til at bedrifter foretar mer urelaterte oppkjøp i krisetider. Den logistiske regresjonsanalysen viser at oppkjøpere i krisetid er større bedrifter med dårligere likviditet og lavere vekst i årene før transaksjonen skjer, sammenlignet med transaksjoner som skjer i tider uten krise. Vi finner også at bransjer involvert i oppkjøp i krisetider generelt har lavere gjeld, bedre lønnsomhet og lavere vekst årene før transaksjonen skjer. Regresjonsanalysen for oppkjøpsmål viser at oppkjøpsmål generelt har lavere gjeld, lønnsomhet, likviditet og vekst i årene før transaksjonen skjer, sammenlignet med transaksjoner som blir foretatt i tider uten krise. Bransjene disse oppkjøpsmålene kommer fra i krisetider har generelt lavere gjeld og bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise.

Innholdsfortegnelse

FORORD	3
SAMMENDRAG	5
1. INNLEDNING	11
1.1. BAKGRUNN	11
1.2. PROBLEMSTILLING	11
1.3. AVGRENSNING	12
1.4. STRUKTUR	13
2. TEORI	15
2.1. OPPKJØP	15
2.1.1. <i>Hvem tjener og taper på oppkjøp?</i>	18
2.1.2. <i>Hvorfor feiler ofte oppkjøp?</i>	18
2.2. HVA ER OPPKJØPSBØLGER OG HVORDAN OPPSTÅR DE?	19
2.3. KONSOLIDERING	21
2.3.1. <i>Brannsalg</i>	22
2.4. MARKEDET FOR SELSKAPSKONTROLL	23
2.5. FINANSKRISEN	25
2.6. FORKLARING AV VARIABLENE SOM BRUKES I ANALYSEN	27
2.6.1. <i>Likviditet</i>	27
2.6.2. <i>Soliditet</i>	28
2.6.2.1. Miller og Modigliani	28
2.6.2.2. Pecking Order Theory of Corporate Finance	30
2.6.3. <i>Lønnsomhet</i>	30
2.6.4. <i>Vekst</i>	31
2.6.5. <i>Størrelse</i>	32
3. METODE	33
3.1. UTVIKLING AV PROBLEMSTILLING	33
3.2. VALG AV FORSKNINGSDESIGN	34
3.2.1. <i>Forskningsfilosofi</i>	36
3.2.2. <i>Fremgangsmåte</i>	36
3.2.3. <i>Forskningsstrategi</i>	36
3.2.4. <i>Metodevalg</i>	37
3.2.5. <i>Tidshorisont</i>	37
3.3. DATAINNSAMLING OG ANALYSE	38
3.3.1. <i>Datainnsamling</i>	38
3.3.1.1. Søkekriterier i Zephyr	39
3.3.1.2. Regnskap- og bransjedata	40
3.3.2. <i>Fremgangsmåte for dataanalyse</i>	42

3.3.2.1.	Transaksjonsanalyse	42
3.3.2.2.	Relatertetsanalyse	42
3.3.2.3.	Utarbeidelse av variabler til bruk i regresjonsanalysen	42
3.4.	TESTING AV VARIABLER OG FORUTSETNINGER FOR DEN LOGISTISKE REGRESJONSANALYSEN	45
3.4.1.	<i>Korrelasjon</i>	45
3.4.2.	<i>Variansinflasjon</i>	45
3.4.3.	<i>Andre forutsetningstester</i>	46
3.5.	LOGISTISK REGRESJONSANALYSE	46
3.6.	TROVERDIGHET AV FORSKNINGRESULTATER	48
4.	FORVENTNINGER TIL FUNN	51
4.1.	RELATERTHET	52
4.2.	GJELD	53
4.3.	LØNNSOMHET	55
4.4.	LIKVIDITET	56
4.5.	VEKST	57
4.6.	OPPSUMMERING AV HYPOTESER	60
5.	ANALYSE	61
5.1.	DESKRIPTIV ANALYSE	61
5.1.1.	<i>Finanskrisens start</i>	61
5.1.2.	<i>Antall transaksjoner over tid</i>	64
5.1.3.	<i>Transaksjonsverdi</i>	65
5.1.4.	<i>Utviklingen av transaksjoner fordelt på bransje</i>	66
5.2.	RELATERTHET	71
5.3.	RESULTATER FRA REGRESJONSANALYSEN	74
5.3.1.	<i>Oppkjøpere</i>	75
5.3.1.1.	På tid T1 i forhold til bransjens median	75
5.3.1.2.	På tid T1 i forhold til bransjens gjennomsnitt	77
5.3.1.3.	På tid T2 i forhold til bransjens median	79
5.3.1.4.	På tid T2 i forhold til bransjens gjennomsnitt	80
5.3.2.	<i>Oppkjøpsmål</i>	81
5.3.2.1.	På tid T1 i forhold til bransjens median	81
5.3.2.2.	På tid T1 i forhold til bransjens gjennomsnitt	82
5.3.2.3.	På tid T2 i forhold til bransjens median	83
5.3.2.4.	På tid T2 i forhold til bransjens gjennomsnitt	84
5.4.	OPPSUMMERING AV RESULTATER	85
5.4.1.	<i>Oppkjøper</i>	86
5.4.1.1.	Sammenlignet med hypotesene	88
5.4.1.2.	Sammenligning av tidspunkt for måling og målemetode	89
5.4.2.	<i>Oppkjøpsmål</i>	91

5.4.2.1.	Sammenlignet med hypotesene.....	93
5.4.2.2.	Sammenligning av tidspunkt for måling og målemetode.....	94
6.	KONKLUSJON	97
	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	98
7.	LITTERATURLISTE	99
VEDLEGG		105
	VEDLEGG 1 – FORMEL OG TEGNING 1 AV WACC	105
	VEDLEGG 2 – TEGNING 2 AV WACC.....	106
	VEDLEGG 3A – KORRELASJON OPPKJØPER.....	106
	VEDLEGG 3B – KORRELASJON OPPKJØPSMÅL.....	108
	VEDLEGG 4A – KOLINEARITET OPPKJØPER.....	110
	VEDLEGG 4B – KOLINEARITET OPPKJØPSMÅL.....	112
	VEDLEGG 5 – S-KURVE I LOGISTISK REGRESJON.....	113
	VEDLEGG 6 – OVERSIKT OVER DE BRANSJEKODENE SOM OPPTRER FLEST GANGER	114
	<i>Oppkjøper</i>	114
	<i>Oppkjøpsmål</i>	116
	VEDLEGG 7 – ANTALL BRANSJETRANSAKSJONER MÅLT PÅ TO- OG FIRESIFFERNIVÅ	119
	<i>Oppkjøper</i>	119
	<i>Oppkjøpsmål</i>	122
	VEDLEGG 8 – OVERSIKT OVER NAVN PÅ ALLE BRANSJEKODER	124
	VEDLEGG 9 – ANALYSE UTEN LIKVIDITETSGRAD	126
	<i>Oppkjøper</i>	126
	<i>Oppkjøpsmål</i>	128
	VEDLEGG 10 – ANALYSE UTEN GJELDSANDEL	130
	<i>Oppkjøper</i>	130
	<i>Oppkjøpsmål</i>	132
	VEDLEGG 11 – ALLE RESULTATER FRA DEN LOGISTISKE REGRESJONEN	134
	<i>Oppkjøper</i>	134
	<i>Oppkjøpsmål</i>	136

Figurliste

FIGUR 1: FORSKNINGSLØKEN (SAUNDERS M. FL 2009:138).....	35
FIGUR 2: RENTEUTVIKLING. BASERT PÅ TALL FRA STATISTIKKBANKEN, SSB.NO.....	62
FIGUR 3: KREDITTUTVIKLING	63
FIGUR 4: OVERSIKT OVER UTVIKLING I ANTALL TRANSAKSJONER	64
FIGUR 5: OVERSIKT OVER UTVIKLING AV TRANSAKSJONSVERDI.....	65
FIGUR 6: DE TRE STØRSTE BRANSJENE BLANT OPPKJØPERE.....	66
FIGUR 7: DE TRE STØRSTE BRANSJENE BLANT OPPKJØPSMÅL	67
FIGUR 8: OPPKJØPER UTEN DE TRE STØRSTE BRANSJENE	69
FIGUR 9: OPPKJØPSMÅL UTEN DE TRE STØRSTE BRANSJENE	69
FIGUR 10: RELATERTHET	71
FIGUR 11: RELATERTHET UTEN DE TRE MEST POPULÆRE BRANSJEKODENE	72
FIGUR 12: URELATERTE OPPKJØP	73

Liste over tabeller

TABELL 1: SØKEKRITERIER I ZEPHYR	39
TABELL 2: TRANSAKSJONER SOM BLE FJERNET FRA DATASETET	39
TABELL 3: TRANSAKSJONER FORDELT PÅ OPPKJØPER OG OPPKJØPSMÅL.....	40
TABELL 4: KRAV TIL OMSETNING OG LØNN PÅ REGNSKAPSDATA	41
TABELL 5: KRAV TIL OMSETNING OG LØNN PÅ TRANSAKSJONSDATA	41
TABELL 6: OPPSUMMERING AV HYPOTESER	60
TABELL 7: OVERSIKT OVER TRE STØRSTE BRANSJER FOR OPPKJØPER.....	67
TABELL 8: OVERSIKT OVER TRE STØRSTE BRANSJER FOR OPPKJØPSMÅL.....	68
TABELL 9: OVERSIKT OVER TRE MEST FREMTREDENDE BRANSJER FOR OPPKJØPER.....	70
TABELL 10: OVERSIKT OVER TRE MEST FREMTREDENDE BRANSJER FOR OPPKJØPSMÅL.....	70
TABELL 11: RELATERTHET	72
TABELL 12: RELATERTHET UTEN DE TRE MEST POPULÆRE BRANSJEKODENE	72
TABELL 13: OPPKJØPER MEDIAN T1.....	75
TABELL 14: OPPKJØPER GJENNOMSNIITT T1	77
TABELL 15: OPPKJØPER MEDIAN T2.....	79
TABELL 16: OPPKJØPER GJENNOMSNIITT T2	80
TABELL 17: OPPKJØPSMÅL MEDIAN T1.....	81
TABELL 18: OPPKJØPSMÅL GJENNOMSNIITT T1	82
TABELL 19: OPPKJØPSMÅL MEDIAN T2.....	83
TABELL 20: OPPKJØPSMÅL GJENNOMSNIITT T2.....	84

TABELL 21: OPPSUMMERING ANALYSE AV OPPKJØPER.....	86
TABELL 22: OPPSUMMERING ANALYSE AV OPPKJØPSMÅL.....	91

1. Innledning

1.1. Bakgrunn

Finanskrisen som rammet hele verdensøkonomien i 2008 er nåtidens største økonomiske krise etter Andre verdenskrig. Siden krisen er såpass fersk er det et tema alle kan relatere seg til, da den angrep både næringsliv og privatpersoner. Vi ønsket å skrive en utredning som kunne komme med interessante funn og dermed bidra til videre arbeid i forskningsprosjektet Krise, omstilling og vekst.

“Krise, omstilling og vekst er et femårig satsningsprogram i NHH-miljøet. Programmet, som startet i 2009, tar opp årsaker til den internasjonale økonomiske krisen, konsekvenser på kort og lang sikt, og betydningen av krisen for omstillingsbehov og vekstmuligheter i næringslivet” (Krise, omstilling og vekst, 2011).

Målet med denne oppgaven er å utarbeide beskrivelser av hvordan situasjonen i markedet for selskapskontroll var under Finanskrisen, samt mulige årsaksforklaringer. Vi vil imidlertid legge vekt på at det i denne oppgaven er dataarbeidet som i hovedsak har vært fokus, da vi skulle utarbeide et datasett som kan brukes til videre forskning. Det er derfor dette som har tatt lengst tid å få i stand.

1.2. Problemstilling

Problemstillingen er en viktig del av oppgaven da den bidrar til struktur i arbeidet, ved at den påvirker oppgavens litteratur, forskningsdesign og metodiske muligheter (Saunders m. fl, 2009). Vi har i fellesskap med veileder Lasse B. Lien utformet en problemstilling med tanke på å lage et godt grunnlag for hans videre forskning. I tillegg til en deskriptiv del, skal vi med bakgrunn i litteratur om finanskriser og oppkjøpsteori i hovedsak analysere Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll.

Med dette som utgangspunkt har vi kommet frem til følgende problemstilling:

Var det forskjell på de norskregistrerte bedriftene som var involvert i oppkjøp under Finanskrisen, sammenlignet med årene før krisen?

I denne forbindelse ønsker vi å se nærmere på om bedrifter skiller seg ut med tanke på deres:

- Soliditet
- Lønnsomhet
- Likviditet
- Vekst
- Bransje

Disse underkategoriene kan igjen deles inn i flere underspørsmål. De spørsmålene vi ønsker å finne ytterligere svar på er følgende:

- Er det konsolidering av bransjer i krisetider? Gjennomføres det flest relaterte eller urelaterte kjøp og salg under krisen? Med dette mener vi om det kjøpes bedrifter innen samme bransje eller ikke under krise, sammenlignet med hva som blir gjort i tider uten krise.
- Kan soliditet forklare hvilke bedrifter som blir oppkjøpere og hvilke som må selges i krisetider, sammenlignet med tider uten krise?
- Har lønnsomhet noe å si for hvilke bedrifter som blir oppkjøpere og hvilke som blir oppkjøpsmål i krisetid?
- Gjør likviditetsproblemer under krisen at det er flere bedrifter som er tvunget til å selge da, enn i tider uten krise?
- Kan vekst forklare hvilke bedrifter som blir oppkjøpere og oppkjøpsmål i krisetid, sammenlignet med andre perioder?

1.3. Avgrensning

Vi har valgt å gå ut i fra et tidsperspektiv fra årene 2005 – 2009 og tar for oss norskregistrerte selskaper. Disse kan således være eid av utenlandske selskaper, men så lenge bedriftene er norskregistrerte har vi regnskapsinformasjon om disse, og vi kan dermed bruke de i vår videre analyse. Bedriftene vi analyserer må også ha et profittmaksimerende mål. Hensikten med oppgaven er at vi skal identifisere alle krisetransaksjoner og deres egenskaper. I tillegg har vi satt visse krav til bedriftene vi analyserer, hvor de må ha en årlig omsetning på minst

2 000 000 kroner, samt en lønnskostnad på minimum 500 000 kroner. Dette for å sikre at vi analyserer bedrifter med profittmaksimerende mål.

1.4. Struktur

Avhandlingen er strukturert slik at den starter med en problemstilling. Denne er utviklet med hensyn på kriseteori, samt teori rundt oppkjøp. Kapittel 2 er således en gjennomgang av relevant teori og begreper.

I kapittel 3 går vi gjennom metode, altså fremgangsmåten og beskrivelsen av hvordan vi har utviklet oppgaven, fra problemstilling til konklusjon. I kapittel 4 legger vi frem hvilke forventninger vi har til funn i den logistiske regresjonsanalysen, mens vi i kapittel 5 presenterer resultatene av analysene, og diskuterer disse opp mot forventninger og den utvalgte teorien.

Avhandlingen avsluttes med en oppsummering i analysedelen, før vi i kapittel 6 presenterer konklusjonen, samt kommer med forslag til videre forskning.

2. Teori

I en hver tilnærming kan det finnes en positiv eller kritisk forståelse av et begrep eller et fenomen. Det er viktig å finne teoretiske begrunnelser for problemstillingen og få frem kunnskap som kan plassere problemstillingen i en større kontekst (Saunders m.fl, 2009).

I dette kapittelet ønsker vi å gi en presentasjon og vurdering av eksisterende litteratur, forklare relasjoner mellom ulike teoretiske bidrag, definere begreper og presisere logiske relasjoner mellom begrepene i en problemstilling. Teorien er også avhengig av hva slags tilnærming som anvendes. Vi tar i denne utredningen for oss deduktiv tilnærming med anvendelse av sekundærdata.

Vi starter først med å gå igjennom generell teori om oppkjøp i kapittel 2.1. I kapittel 2.2. tar vi for oss oppkjøpsbølger, og hva som kan være årsaker til at disse oppstår. Kapittel 2.3. inneholder teori om konsolidering, og kapittel 2.4. informasjon om markedet for selskapskontroll. I kapittel 2.5. presenteres Finanskrisen, før vi i kapittel 2.6. kommer med en forklaring av variablene som skal brukes i den logistiske regresjonsanalysen.

2.1. Oppkjøp

Ekspansjon og kontraksjon er handlinger bedrifter driver med til en hver tid. Dette for enten å bli større og utvide sin virksomhet, eller for å trekke seg ut av fagområder som ikke lenger er lønnsomme. Bedrifter velger da heller å konsentrere seg om sin kjernevirksomhet.

Beslutninger om å konsentrere seg om sin kjernevirksomhet skaper incentiver til å kjøpe og selge bedrifter, og dette har dannet et marked for selskapskontroll¹. Her kontrolleres eierskapet til bedrifter, og det er her store deler av virksomhetens vesentlige deler handles. Det finnes ulike måter selskaper kan ekspandere på, og en av disse er å gjennomføre en fusjon eller et oppkjøp. I vår avhandling vil vi i det videre fokusere på bedrifter som gjennomfører oppkjøp, da det er dette vi har informasjon om i vårt datasett. Oppkjøp er definert som “en handling der en bedrift kjøper mesteparten, hvis ikke alt, av det oppkjøpte selskaps aksjer for å få kontroll over dette” (Investopedia, 2012a). Oppkjøp gjennomføres i de situasjoner der bedrifter ser det som mer gunstig å overta en eksisterende virksomhet, sammenliknet med organisk vekst. Sammen med fusjon kan en si at oppkjøp, i mange tilfeller, er den raskeste måten bedrifter kan ekspandere på.

¹ Som er det markedet der bedrifter kjøpes og selges. Se imidlertid kapittel 2.4. for nærmere definisjon.

I teorien finnes det to typer oppkjøp, vennlig og fiendtlig. Vennlig oppkjøp oppstår når ledelsen eller styret i det oppkjøpte firmaet uttrykker sin enighet i å bli kjøpt opp, mens fiendtlige oppkjøp ikke har samme enighet fra ledelsen eller styret i det oppkjøpte firmaet. Kjøpende selskap må da aktivt gå inn for å kjøpe store andeler av oppkjøpsmålet for å få en majoritetsandel (Investopedia, 2012a). I forbindelse med vennlig og fiendtlig oppkjøp er det mulig å skille mellom disse ved å se på hva slags betalingsform som har blitt foretatt i transaksjonen. Fiendtlige oppkjøp er ofte finansiert med kontanter, mens vennlige transaksjoner oftest gjøres opp ved utstedelse av aksjer i det kjøpende selskap. Studier viser at fiendtlige oppkjøp resulterer i høyere oppkjøpspremier, og dermed bedre avkastning for selger. En mulig forklaring på dette kan være at slike transaksjoner ofte involverer oppkjøpsmål som aksjemarkedet mener er dårlig ledet, og som det dermed kan skapes verdi av å erstatte (Boye og Meyer, 2008). Hvilke bedrifter som tjener og taper på å gjennomføre oppkjøp, vil vi komme tilbake til i kapittel 2.1.1.

I praksis skilles det mellom horisontale og vertikale oppkjøp. Ved horisontale oppkjøp integreres selskaper på det samme nivået i verdikjeden, altså ulike produksjonsenheter. Vertikal integrasjon innebærer sammenslåing av ulike ledd i verdikjeden, som produksjon, nettverk og sluttsalg (Skjeret og Sørgård, 2002).

Det skilles også mellom relaterte og urelaterte oppkjøp. Dette henviser til i hvilken grad bedrifter kjøper andre bedrifter som ligger nært inntil deres kjernevirksomhet, eller om det kjøpes bedrifter som driver med annen virksomhet enn det en selv gjør. Se imidlertid kapittel 2.3 om konsolidering, der vi går nærmere inn på relaterthet og urelaterthet.

Det finnes mange teorier som omhandler hvorfor det lønner seg å gjennomføre et oppkjøp, og hvorfor dette medfører verdikaping eller verdiskapning for bedrifter. En av disse teoriene henger sammen med aksjonærenes interesser. Denne teorien bygger på at sammenslåing av selskaper i fremtiden vil øke inntekter eller redusere kostnadene til bedriften. Dette kan da enten skje på bakgrunn av økt markedsrett eller mer kostnadseffektiv drift. Samlet gir dette profittmaksimering, der den samlede profitten til selskapet er høyere enn profitten til de atskilte enhetene, og aksjonærenes verdier maksimeres (Skjeret og Sørgård, 2002).

En alternativ teoritilnærming tar utgangspunkt i ledelsesorienterte teorier. Det antas da at det fort kan oppstå typiske prinsipal-agent problemer, hvor ledelsen og eiere ikke har sammenfallende interesser. Eksempelvis kan ledere påvirke bedriftens handlinger ved å iverksette investeringer som ikke maksimerer verdiene til eierne av selskapet, da ledelsen har bedre innsikt i en del forhold ved bedriften. Dette kan eksempelvis føre til at ledere får et ønske om å forvalte en stor bedrift fremfor en mindre. Dette til tross for at det ikke gir eierne ytterligere gevinster. “Siden lederne da har incentiver til å realisere sine egne strategier, kan fusjoner eller oppkjøp være en vei mot å lede en større bedrift” (Skjeret og Sørsgård, 2002: 14). De vil da handle imot aksjonærenes beste interesse, som ikke er optimalt for selskapet (Skjeret og Sørsgård, 2002).

Argumenter som også er brukt i spørsmålet om en bør gjennomføre et oppkjøp er utsikter til hardere konkurranse i markedet. Oppkjøp kan dermed være et resultat av at flere bedrifter konkurrerer mot hverandre, også på tvers av landegrenser.

I sammenheng med aksjonærenes interesser, er hele det sentrale poenget med oppkjøp å tjene penger på å kjøpe selskap billig, for deretter å skape verdier. Med andre ord oppnår kjøpere verdikapring. I selve oppkjøpsprosessen er det mange budgivere, som hver har foretatt sin vurdering av lønnsomheten til den selgende bedriften. Estimaten de ulike bedriftene kommer frem til er gjort på bakgrunn av ufullstendig informasjon, følelser eller andre faktorer angående det selgende selskapet (Investopedia, 2012b). Noen av disse anslagene vil derfor typisk være for pessimistiske, mens andre er for optimistiske. Det er gjerne den bedriften med det mest optimistiske synet på den fremtidige inntjeningen til bedriften som vinner budrunden. De kan da ende med å betale en høy pris for selskapet i forhold til hva de sammen kommer til å klare å skape av verdier. Dette fenomenet kalles for vinnerens forbannelse, eller “the winners curse”, og er ofte observert i forbindelse med oppkjøp som blir gjennomført (Skjeret og Sørsgård, 2002). I forbindelse med vinnerens forbannelse har også en rekke studier vist at det generelt er slik at kjøperne gjør det dårligere og selgerne bedre, jo flere budgivere det er i en budkamp (Boye og Meyer, 2008). Dette bringer oss over på neste tema, som handler om hvem som tjener og taper på å gjennomføre et oppkjøp.

2.1.1. Hvem tjener og taper på oppkjøp?

Det har blitt gjennomført en rekke studier som handler om hvem som tjener og hvem som taper på å gjennomføre et oppkjøp. Resultatet av disse studiene er imidlertid konsistente. Det er generell enighet om at de selgende bedriftene tjener, mens kjøpende bedrifter taper på oppkjøp. Enkelte studier viser imidlertid at kjøpende bedrifter kan komme positivt ut av et oppkjøp, men disse studiene er gjerne basert på eldre datasett. Senere studier viser at både selgere og samfunnet som helhet tjener på oppkjøp, og samtidig at kjøperne ender med negativ avkastning, eller i beste fall går i 0 (Se for eksempel Asquith, Bruner & Mullins, 1983; Morck, Shleifer & Vishny, 1990; Kaplan & Weisbach, 1992, Mitchell og Stafford, 2000). En mulig tolkning av disse resultatene kan dermed være at siden “markedet for selskapskontroll de senere årene har blitt mer aktivt, har det blitt vanskeligere å få kjøpt billige selskaper, noe som dermed har ført til at kjøpernes avkastning har sunket fra positiv gevinst til 0 eller negativ avkastning” (Boye og Meyer, 2008: 38).

I tillegg er det fra disse studiene generell enighet om at den kombinerte effekten fra kjøper og selger er positiv. Det innebærer at kjøper taper mindre enn det selger tjener på å gjennomføre et oppkjøp, og nettoeffekten til markedet for selskapskontroll er dermed positiv. Dette kan dermed tolkes som at “markedet for selskapskontroll bidrar til å skape verdi, ved å dirigere eierskap og kontrollrettigheter til bedrifter dit de kaster mest av seg” (Boye og Meyer, 2008: 39). Dette vil vi også komme nærmere tilbake til i kapittel 2.4 der vi går nærmere inn på markedet for selskapskontroll.

2.1.2. Hvorfor feiler ofte oppkjøp?

Steger og Kummer (2007) hevder at hovedgrunnen til at oppkjøp blir en fiasko ofte er urealistiske forventninger. Mange bedriftsledere underestimerer det å få oppkjøp til å fungere i praksis. Selv om hurtigheten av integrasjon mellom bedriftene er sett på som en av de mest kritiske suksessfaktorene, er ofte selve integrasjonen undervurdert. Det er også ofte predikert at endring vil skje raskere og enklere enn hva som faktisk er realistisk.

2.2. Hva er oppkjøpsbølger og hvordan oppstår de?

Oppkjøpsbølger er en av mange uløste gåter i finansverden i dag. Generelt er det lite teori å finne angående bølgedalene, da det meste som står skrevet kun handler om bølgetoppene. Vi ønsker derfor å finne frem til hva som skjer i bølgedalene, og om det er slik at det oppstår bølgedaler i krisetid. Vi vil dermed finne ut om det er noen grunn til at aktiviteten er annerledes i krisetid enn i tider uten krise. Ved å finne ut av dette kan vi lage en forventning om hva vi kan vente oss i tiden fremover, om det skulle være slik at vi nå er på vei inn i en ny bølgedal. Vi ønsker derfor med denne delen å gi en oversikt over hva oppkjøpsbølger er, og hvordan de oppstår.

Til tross for at oppkjøp til tider kan vise seg å være ulønnsomme prosjekter som gjennomføres i en bedrift, fortsetter de likevel å inntreffe. Noen ganger oppstår de også i bølger, hvor det blir gjennomført flere oppkjøp på samme tid, sammenliknet med andre perioder.

Det finnes flere grunner til at selskaper gjennomfører oppkjøp, og mange motivasjoner spiller sammen i beslutningen om å gjennomføre dem, enten de er rasjonelle eller irrasjonelle. Hovedmotivasjonen knyttet til å gjennomføre oppkjøp er likevel ofte forbundet med vekst, da det finnes bedrifter som har små muligheter til, eller ikke makter, å få organisk vekst, og som dermed har begrensede muligheter til å vokse om de ikke gjennomfører et oppkjøp (Steger og Kummer, 2007). Grunnen til dette kan enten være at bedriftene i seg selv er store eller byråkratiske og dermed trege til å endres, med tanke på innovasjon og vekst, eller at markedet er godt segmentert. Bedrifter som må foreta oppkjøp for å klare å vokse, er dermed bedrifter uten organisk vekst. Dette innebærer at bedriften ikke klarer å vokse med de midlene de har opparbeidet og de nåværende ressurser de har innad i bedriften.

Mitchell og Mulherin (1996) hevder det er en klar gruppering av oppkjøpsbølger innen bransjer, og knytter denne grupperingen til ulike eksogene sjokk, enten teknologiske, økonomiske eller regulatoriske, i disse bransjene. Det har så langt ikke blitt noen generell enighet om hvorfor oppkjøpsbølger oppstår, men Harford (2004) har kommet frem til at det er to konkurrerende forklaringer til hvorfor de finnes:

Den første er den neoklassiske forklaringen. Denne er basert på en økonomisk forstyrrelse, et eksogent sjokk, som treffer bransjens omgivelser og fører til en reallokering av eiendeler innad i bransjen. Denne reallokeringen av bransjeeiendeler skjer ofte gjennom fusjoner eller oppkjøp. Dette ble også vist allerede i 1996 av Mitchell og Mulherin. Imidlertid er ikke disse sjokkene nok. Det må i tillegg være tilstrekkelig likviditet for å kunne klare å imøtekomme en slik reallokering av eiendeler. Dette har studier av Eisfeldt og Rampini (2003, referert i Harford, 2004) vist: Variasjon i mengde likvid kapital har innvirkning på graden av reallokering av total kapital i økonomien, og videre at mengden av likvid kapital er syklisk. Fordi høyere markedsverdier demper finansielle begrensninger, er markedsverdier en viktig komponent i beholdningen av likvid kapital. En kan dermed si at positive oppkjøpsbølger er korrelert med høye markedsverdier.

I forhold til denne forklaringen kan det altså argumenteres for at det er et eksogent sjokk som treffer bransjene, som deretter fører til en oppkjøpsbølge. Dette sjokket kan også ta form som et etterspørselssjokk, noe vi var vitne til under Finanskrisen. I dette tilfellet førte redusert etterspørsel til at bedrifter som hadde ledig kapasitet, fikk sterke incentiver til å gjennomføre oppkjøp for å kunne øke kapasitetsutnyttelsen sine. Med andre ord kunne to bedrifter som hadde ledig kapasitet slå seg sammen, ved hjelp av et oppkjøp, for sammen å oppnå full kapasitetsutnyttelse (Lien og Knudsen, 2012). Et annet sjokk som kunne identifiseres under Finanskrisen, var et såkalt kredittsjokk. Bedrifter som hadde dårlig likviditet kunne se seg nødt for å slå seg sammen med en annen bedrift for å klare å få tilgang på ny kapital. Dette kunne derfor ende med at bedrifter som i utgangspunktet kunne vært gode oppkjøpere i stedet ble oppkjøpsmål under krisen.

Den andre forklaringen er den atferdsmessige (behavioral) hypotesen. Nylig teori har observert at det finnes en positiv korrelasjon mellom verdivurdering og oppkjøpsaktivitet. Shleifer og Vishny (2003) argumenterer for at oppkjøpsaktivitet er konsentrert i tid, og at de grupperer seg i perioder med høye markedsverdier fordi oppkjøpsaktiviteten er drevet av markedsverdier. De hevder også at ofte vil oppgangstider føre til en gruppering av tilbydere med overvurderte verdier som vil bruke disse til å kjøpe realaktiva av undervurderte oppkjøpsmål gjennom oppkjøp. Denne økte strømmen av oppkjøp, på samme tid, vil medføre en positiv oppkjøpsbølge. I følge denne teorien vil altså oppkjøpsbølger oppstå etter perioder med unormalt høye markedsverdier. Etter toppen av bølgen er nådd vil bransjene oppleve

unormalt dårlig fortjeneste. Sammenlignet med den neoklassiske forklaringen, vil det ikke være noen økonomiske eller regulatoriske sjokk forut for bølgen, da det ikke er noen økonomiske krefter som driver oppkjøpsbølgene.

En ytterligere forklaring på hvorfor oppkjøpsbølger oppstår kommer fra Ahern og Harford (2010). Disse argumenterer for at kunde- og leverandørforholdet mellom bransjer medfører bølger både på aggregert- og bransjenivå. Høyt nivå av oppkjøpsaktivitet i en bransje fører til høy aktivitet også i tilkoblede bransjer. Det er produktmarkedsforholdet mellom kunder og leverandør som kobler sammen flere bransjer gjennom et handelsnettverk. Dermed kan et økonomisk sjokk på bransjenivå føre til oppkjøp også mellom bransjer. Unormalt høy oppkjøpsaktivitet i en næring vil senere føre til høy oppkjøpsaktivitet i de bransjer med de sterkeste forbindelsene til handelsnettverket.

2.3. Konsolidering

Hver bedrift har sin egen diversifiseringsstrategi. I finansverden menes dette at bedrifter har ulike strategier for å spre sin risiko, med andre ord strategier for å “ikke legge alle egg i en kurv”. Diversifisering er dermed synonymt med risikospredning innen finans. Det er mange måter en kan spre risiko på. Du kan diversifisere med bakgrunn i valuta, land, sektor eller små selskaper (Regjeringen.no, 2011a). I denne avhandlingen vil vi imidlertid fokusere på strategiperspektivet av diversifisering, og i den forbindelse blir det da snakk om i hvilken grad bedriftene har spredt sine forretningsområder, i relatert eller urelatert drift. Bedrifter prøver å utnytte verdifulle produktmarkeder, der de kan oppnå noe ekstra, som eksempelvis å utvide og dele sin kompetanse eller ressurser. Bedrifter opererer dermed i markeder der de har et fortrinn relativt til andre konkurrenter i markedet, som følge av at de har noe unikt knyttet til sine ressurser, som teknologi, kompetanse eller relasjoner (Haugland, 2004). Dette bringer oss over på forskjellen mellom relatert og urelatert diversifisering. Relatert diversifisering er selskaper som opererer innenfor et begrenset antall områder, og i hovedsak forretningsområder som er like av natur. I virksomheter der en har fokus på relatert diversifisering vil bedriftens ulike forretningsområder ofte etterspørre samme type kompetanse (Jakobsen og Onsager, 2002). I motsetning har vi urelatert diversifisering som “innebærer at virksomheten operer innenfor flere og ofte svært ulike forretningsområder” (Jakobsen og Onsager, 2002: 5).

Relatert diversifisering innebærer dermed at selskaper holder seg innenfor områder som er tett knyttet til det de vanligvis holder på med, mens urelatert diversifisering er det motsatte. Med andre ord handler det om hva som er bedriftens kjernevirksomhet, og hva som går innenfor andre områder. I forbindelse med oppkjøp kan diversifiseringsstrategier knyttes til om bedriften vil vokse innad i det markedet den har som hovedaktivitet, og dermed kjøpe relaterte forretningsområder. Alternativt kan en bevege seg inn i markeds- eller bransjeområder bedriften ikke har erfaring med fra tidligere. Hvilke forretningsområder som kjøpes eller selges er enten relaterte eller urelaterte av natur. Det vi ønsker å finne ut av er om det er forskjell på hvilke type virksomhet som blir kjøpt og solgt i krisetider, kontra i år uten krise. Er det slik at desto mer usikkerhet det er i markedet, desto mer diversifisert lønner det seg å være? Eller står bedriften sterkere dersom den kun holder seg til sin relaterte drift? Graden av relaterthet knyttes gjerne til en bedrifts kjernevirksomhet, og en kan dermed spørre seg om bedrifter velger å fokusere på denne i krisetider. Generelt er spørsmålet om det skjer en konsolidering av bransjer i krisetider?

Konsolidering betyr direkte oversatt å gjøre sterk, solid eller styrke sin stilling (Thefreedictionary, 2009). Det kan innebære at to bedrifter med ledig kapasitet slår seg sammen, og danner en bedrift med full kapasitetsutnyttelse. Dette gjøres for å stå sterkere i et konkurransepreget marked, og for å kunne klare seg bedre gjennom en krise. I krisetider er det spesielt viktig å fokusere på de riktige tingene. Det er derfor viktig for bedrifter å fokusere på de delene av driften som gir dem et konkurransefortrinn i forhold til de andre bedriftene i bransjen.

2.3.1. Brannsalg

I enkelte tilfeller finnes det bedrifter som er så hardt truffet av krisen, at de ikke har mulighet til å fortsette sin virksomhet på samme måte som tidligere. Bedriftene blir da utsatt for såkalte brannsalg. Brannsalg, i økonomisk betydning, referer til tilfeller der bedrifter blir nødt til å realisere sine eiendeler til unormalt lave priser (Lien, 2011a). Grunnen til at dette skjer kan være at bedriftene er i ferd med å bryte sine lånebetingelser. De ser seg derfor nødt til å selge sine eiendeler, for å få tilgang på likviditet, slik at de kan betale gjelden som forfaller til betaling. Bedrifter som foretar brannsalg, kan derfor tenkes at i første omgang kommer fra bransjer som er hardt rammet av Finanskrisen (Lien, 2011a).

Denne situasjonen er imidlertid ikke et problem når det rammer én enkelt bedrift, da dette ikke vil få ringvirkninger til resten av bransjen. Problemer oppstår først når det er mange bedrifter innad i samme bransje som havner i krise, og ser seg nødt til å realisere sine eiendeler på samme tid. Det innebærer at de mest sannsynlige kjøperne av bedriftens eiendeler - de andre bedriftene innad i samme bransje - gjerne ikke har mulighet til å finansiere et slikt kjøp. Prisene presses derfor nedover, slik at det tiltrekkes kjøpere fra andre bransjer (Lien, 2011a). Dette innebærer igjen at det ofte blir bedrifter fra andre bransjer som ender opp med å kjøpe bedriftens eiendeler. Når de aktuelle eiendelene blir reprimert til et lavere nivå enn vanlig, kan det "innebære at andre bedrifter i bransjen får problemer med sikkerhetsdekningen for sine lån, og dermed må disse realisere eierandeler. Prisene presses da ytterligere nedover og enda flere får problemer" (Lien, 2011a). Denne teorien argumenterer derfor for at det blir en økning i antall urelaterte oppkjøp i krisetider.

På bakgrunn av de ovennevnte synene på teori, ønsker vi å finne ut om det foregår en konsolidering i krisetid, altså om det blir kjøpt mer relatert eller urelatert drift under Finanskrisen.

2.4. Markedet for selskapskontroll

Fra bloggen til Krise, Omstilling og Vekst (2011) kan vi lese følgende: "Det er solid dokumentert at aktiviteten i markedet for selskapskontroll har et bølgemønster. Hovedårsaken til bølgetoppene er først og fremst at bransjer blir utsatt for et ytre sjokk som i sin tur skaper behov for strukturelle endringer. Ut i fra dette burde Finanskrisen utløst en uvanlig boom i dette markedet, siden Finanskrisen representerte et ytre og uventet sjokk som rammet et stort antall bransjer. Dette sjokket, som medførte redusert etterspørsel, burde gi incentiver til oppkjøp for å øke kapasitetsutnyttelsen. Det som skjedde var i realiteten det motsatte. Markedet for selskapskontroll gikk ned i en bølgedal, når man kunne forvente en bølgetopp." Dette innebærer at det ble foretatt færre fusjoner og oppkjøp enn vanlig, når en egentlig burde vente en økning. "Det kan derfor virke som at markedet for selskapskontroll var under så streng kapitalrasjonering at mange transaksjoner som burde blitt gjennomført ikke ble gjennomført, altså at tilgangen på likviditet var så begrenset at selskaper ikke hadde mulighet til å gjennomføre et oppkjøp" (Lien, 2011b).

I markedet finnes det ulike incentiv til at bedrifter kjøpes og selges. Dette kommer som følge av at noen kan være bedre eiere av en bedrift enn andre. En kan da si at noen har et eierskapsfortrinn ovenfor denne bedriften. I følge Goold et al (1994) bør selskaper i prinsippet kun søke fortsatt eierskap i virksomheter som de har, eller raskt kan skaffe seg, eierskapsfortrinn ovenfor. Dette skaper et marked for selskapskontroll, som er navnet på det markedet der eierskapet til bedrifter, eller vesentlige deler av bedrifter, omsettes.

Manne (1965) hevder at en fundamental antakelse for markedet for selskapskontroll er eksistensen av en høy positiv korrelasjon mellom selskapsledelsens effektivitet og markedsprisen på aksjene i selskapet. Dersom et selskap er dårlig ledet – i den betydning at det ikke klarer å skape like høy avkastning for eierne som selskapet ville gjort under en annen ledelse – vil markedsprisen på aksjene synke, relativt til andre selskaper i samme bransje. Dette krever da et skifte av eierskap, og det er her markedet for selskapskontroll kommer inn. Desto lavere aksjekursen er, relativt til hva den kunne vært med bedre eller mer effektiv ledelse, desto mer attraktiv blir mulig oppkjøp for de som mener de kunne ha ledet selskapet mer effektivt. Markedet for selskapskontroll er dermed en kontrollmekanisme som dirigerer eier- og kontrollrettigheter til forretningsenheter og bedrifter dit disse får den beste avkastningen. På denne måten økes effektiviteten i økonomien, og det kan unngås effektivitetstap som kunne oppstått om bedriften hadde forblitt hos de eierne som ikke klarte å oppnå den største verdiskapningen. Markedet for selskapskontroll skaper med andre ord også samfunnsøkonomisk effektivitet.

Men hva hvis vi ser det fra aksjonærenes synspunkt? Aksjonærene er alltid ute etter å maksimere sine verdier. Det innebærer i dette tilfellet at bedrifter kun eier enheter som de er, eller raskt kan bli, beste eier av. Med andre ord ligger det i aksjonærenes interesse å kun eie de bedriftene en har eierskapsfortrinn i. Andre enheter kan en tjene mer på å selge unna, da en i stedet eksempelvis kan reinvestere gevinstene i enheter en kan bli beste eier av, eller alternativt utbetale gevinstene til aksjonærene. Vi kan dermed konkludere med at det både fra et samfunnsøkonomisk og fra aksjonærenes ståsted er ønskelig at kriteriet om eierskapsfortrinn etterfølges.

I studier som har blitt gjort, er det likevel slik at denne positive effekten av verdiskapningen som oppstår når det gjennomføres et oppkjøp i sin helhet kapres av selgende aksjonærer,

gjennom oppkjøpspremien. Selgere kaprer dermed hele gevinsten fra transaksjonen, som også ble nevnt i kapittel 2.1.1 (Boye og Meyer, 2008).

2.5. Finanskrisen

Nedgangstid eller resesjon er en betydelig, midlertidig nedgang i økonomisk aktivitet spredt over hele landets økonomi. Den har vanligvis en varighet på mellom to kvartaler til ett år. Resesjonen er mye mildere enn en depresjon. Utfallet er vanligvis fall i reelt BNP og realinntekt, økt arbeidsledighet, redusert industriell produksjon og konsum, samt svekket bolig- og aksjemarked (Businessdictionary.com, u.d.). Ola Honningdal Grytten (2010a) definerer en krise som et langvarig tilbakeslag, som er dypere og lengre enn konjunktursvingninger, og som får signifikant større betydning enn vanlig på finansielle og reelle størrelser.

”En finanskriser er en kraftig uro i finansmarkedene, typisk forbundet med sterkt fallende aktivapriser og insolvens hos låntakere og finansforetak, som sprer seg gjennom det finansielle systemet, forstyrrer markedets funksjonsevne og gir betydelige utslag i aktivitet og sysselsetting. I en internasjonal finanskriser sprer uroen seg over landegrensene og forstyrrer markedenes funksjonsevne internasjonalt” (Regjeringen.no, 2011b).

Finanskrisen er en klassisk historisk krise og den største globale krisen etter Andre verdenskrig (Grytten, 2010b). Krisen kjennetegnes av flere globale kriser samtidig. Det oppstod en internasjonal aksjeboble som endte i aksjekrakk, internasjonal boligboble som endte i boligkrakk og store fall i boligpriser. Videre utviklet det seg en kredittkrise med store investerings- og forretningsbanker som gikk over ende i flere land. Krisen skyldtes i stor grad økt gjeld og derav økt pengebruk. Ringvirkningene medførte økt arbeidsledighet, samt nedgang i investeringer og personlig konsum. Dessuten oppstod det et markant konjunkturtilbakeslag, med ringvirkninger til realøkonomien. Tilbakeslaget skjedde imidlertid ikke før etter årsskiftet til 2009, da det tok en stund før realøkonomien merket tilbakeslaget. Selv om krisen inntraff i slutten av 2008, gikk det likevel en liten stund før etterspørselen rakk å falle.

Det er først og fremst realkrisen som slo inn i 2009 vi kommer til å gå nærmere inn på i vår analyse. Likevel måles egenskapene ved bedriftene vi analyserer ett og to år før transaksjonen skjer, noe som gjør at vi i stor grad tar i betraktning alle de ulike krisene som Finanskrisen bestod av. I perioden før krisen inntraff var det overekspansjon i kredittmarkedene. Jevnt over var det lave renter i hele verden som skapte en overflod av kreditt i markedet. I tillegg var det dårlig risikovurdering fra bankene og risikospredningen var ikke så god som markedet trodde. Det innebar at i mange tilfeller ble risikoen nesten sett bort i fra, da den var spredd ut over hele verden. På denne måten ble risikoen vanskelig å se, og dermed for lavt priset. Av denne grunn fikk også marginale kunder, de som vanligvis ikke fikk tilgang på lån, nå lov til å låne – og såkalte subprime lån oppstod. Det var imidlertid først når investeringsbankene fikk problemer at en så hvor sammenvevd kredittmarkedene var. Det ble oppdaget at det var mye mer risiko i markedet enn det som var innkalkulert. Ingen visste hvem som var solide og kunne stoles på og hvem som nesten gikk konkurs (Grytten, 2010b). Det var derfor ingen som ville låne ut til hverandre og rentene steg, først og fremst Norwegian Interbank Offered Rate (heretter kalt NIBOR). NIBOR skal gjenspeile rentenivået som långiver krever for et usikret lån i norske kroner, basert på hva banken vil kreve for et utlån til ledende banker som er aktiv i det norske penge- og valutamarkedet (Norges Bank, 2011). Som en konsekvens, tørket derfor internasjonal kreditt inn. Det var vanskelig å få lån når ikke engang banker turte låne til hverandre. Problemene smittet også internasjonalt da risiko var spredd over hele verden (Grytten, 2010b).

Når Finanskrisen inntreffer, og etterspørselen i markedet går ned som følge av det første tegnet til krise - et makroøkonomisk sjokk, blir i første omgang bedriftenes muligheter for egenfinansiering dårlig. Når bedriftene ikke lenger kan finansiere sine investeringsmuligheter med intern kapital, blir de nødt for å gå ut i markedet for å hente ny.² Da Finanskrisen inntraff, ble det vanskelig å hente ny kapital i markedet da bankene, som forklart over, skjerpet sine lånevilkår. I tillegg ble det vanskelig å få tilgang på mer egenkapital, eksempelvis i form av utstedelse av aksjer ved emisjoner, da usikkerheten i markedet var høy og likviditeten i markedet lav. Fall i selskapsverdi gjorde også at selskaper måtte utstede mange aksjer for å få inn tilstrekkelig kapital, noe som gjorde egenkapitalen dyr. Til sammen gjorde dette at det ble vanskelig å få tak i ny kreditt, og bedriftene fikk problemer med finansieringen.

² Se teori om "Pecking Order" i kapittel 2.6.2.2. for forklaring.

En annen hendelse som kjennetegner Finanskrisen, er konkursen av den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers. Det er kanskje denne hendelsen 15. september 2008, som gjorde at vanlige mennesker skjønnte hvor store konsekvensene av Finanskrisen kunne bli. Vi vil se nærmere på når Finanskrisen inntraff i Norge i analysedelen kapittel 5.1.1, som er utgangspunkt for denne utredningen.

2.6. Forklaring av variablene som brukes i analysen

I det følgende vil vi gå nærmere inn på og gi en forklaring av de ulike variablene vi har valgt å legge vekt på i den logistiske regresjonsanalysen vår. Vi har tatt utgangspunkt i nøkkeltallene likviditet, soliditet, lønnsomhet, vekst og størrelse på bedrifter når vi skal vurdere egenskapene til bedriftene som foretar krisetransaksjoner. Sammen utgjør disse nøkkeltallene de uavhengige variablene som inngår i regresjonsanalysen.

2.6.1. Likviditet

Likviditet beskriver bedriftens evne til å dekke sine betalingsforpliktelser. Med andre ord dens evne til å betale sin kortsiktige gjeld etter hvert som den forfaller til betaling. Det er viktig å ha tilstrekkelig likviditet, da den kortsiktige gjelden ofte skal betales tilbake innen et år. Har ikke bedriften mulighet til å dekke sine betalingsforpliktelser etter hvert som de forfaller til betaling, vil dette igjen påvirke bedriftens soliditet i negativ retning (Sander, 2004a). Et nøkkeltall som kan brukes til å måle bedriftens likviditet er likviditetsgrad 1. Dette sier noe om størrelsen på bedriftens omløpsmidler i forhold til størrelsen på den kortsiktige gjelden. Formelen for likviditetsgrad 1 kan utledes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{(\text{Sum omløpsmidler} + \text{ubenyttet kassekreditt})}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Likviditetsgrad 1 ser på alle omløpsmidler i forhold til bedriftens kortsiktige gjeld. For å kunne si at bedriften har god likviditet, er det et normalt krav at denne er større enn 2. Dette innebærer at omløpsmidlene er dobbelt så store som bedriftens kortsiktige gjeld. For å ha en god finansieringsstruktur, er det normalt at anleggsmidlene i sin helhet er finansiert med langsiktig kapital, som egenkapital og langsiktig gjeld. Dette innebærer at dersom kravet til

likviditetsgrad 1 er oppfylt, vil også over halvparten av omløpsmidlene være finansiert med langsiktig kapital (Sander, 2004a).

Som tidligere nevnt, ble det under Finanskrisen knapphet på likviditet, da også bankene strammet inn på utlån av kapital. Det medførte at stadig flere fikk problemer med å dekke sine betalingsforpliktelser, da de ikke fikk mulighet til å ta opp nye lån. I den forbindelse ønsker vi å se nærmere på hva som skjedde med likviditeten til bedriftene som var involvert i oppkjøp under Finanskrisen, og om dette kan være en årsak til at bedrifter ble kjøpt eller solgt under krisen.

2.6.2. Soliditet

Vi har valgt å se nærmere på gjeldsandelen, som er et direkte uttrykk for bedriftens soliditet og dens kapitalstruktur. Et selskaps soliditet sier noe om hvor godt selskapets evne til å tåle tap er, og om foretaket har en sunn finansiering (Banken og Busch, 1999). Formelen for gjeldsandel er:

$$Gjeldsandel = \frac{Gjeld}{Totalkapital}$$

Dette er dermed et uttrykk for hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med gjeld. For å ha en sunn finansiering bør som hovedregel alle anleggsmidlene være finansiert med langsiktig kapital, da dette er eiendeler det tar lengst tid å få omgjort til likvide midler. Den delen av omløpsmidlene som er mest likvide, og fortest kan gjøres om til likvid kapital, kan være finansiert med kortsiktig kapital slik at denne kan bli betalt når den forfaller til betaling. Desto større gjeldsandel bedriften har, desto mer gjeld har bedriften i forhold til sine eiendeler, og desto mer usunn er deres finansiering (Banken og Busch, 1999).

2.6.2.1. Miller og Modigliani

Det er umulig å snakke om kapitalstruktur uten å nevne Miller og Modigliani, som var de som dannet grunnlaget for moderne tenkning om kapitalstruktur. De ble tildelt Nobelprisen i Økonomi i 1985 for deres bidrag. I følge Miller og Modigliani (heretter kalt M&M) spiller det

ingen rolle for et selskaps markedsverdi hvordan det er finansiert. Dette bygger imidlertid på forutsetningen om et perfekt kapitalmarked med nøytrale skatter, ingen transaksjonskostnader, symmetrisk informasjon og fravær av agentkostnader.

I slike perfekte kapitalmarkeder er totalverdien av et selskap lik total kontantstrøm generert av eiendeler (venstresiden i balansen). Følgelig har kapitalstruktur, forholdet mellom egenkapital og gjeld, ingen betydning, og omstrukturering av forholdet mellom egenkapital og gjeld skaper ingen verdier (Brealey m fl, 2011). Dette kalles for Miller & Modiglianis teorem 1.

M&M mener også at egenkapitalkostnaden (forventet avkastning for en aksje) øker med selskapets gjeldsgrad. Dette kalles for Miller & Modiglianis teorem 2, som altså sier at det aksjonærene kan forvente av avkastning på sine aksjer vil øke når gjeldsgraden øker. Svaret på hvordan begge disse to kan stemme, ligger i at enhver økning i forventet avkastning nøytraliseres av en like stor økning i risiko, og dermed aksjonærenes krav til avkastning. Den økte avkastningen øker for å matche den økte risikoen. Selskapet tjener dermed ikke på å endre forholdet mellom egenkapital og gjeld. Avkastningskravet til totalkapitalen, sum egenkapital og gjeld, i et selskap er et veid gjennomsnitt av avkastningskravene til gjeld og egenkapital (heretter kalt WACC)³. Når gjeldsandelen øker, øker vekten på kravet til gjelden, mens vekten til kravet på egenkapitalen reduseres proporsjonalt. Det veide avkastningskravet til totalkapitalen vil dermed ikke endres, og i følge M&M vil dermed WACC være konstant uansett gjeldsgrad (Brealey m fl, 2011).

I virkeligheten vet vi at M&Ms forutsetninger om et perfekt kapitalmarked ikke er oppfylt, og kapitalstruktur vil ha noe å si for bedriftens markedsverdi og soliditet. I virkeligheten observeres det at WACC ikke er konstant, men at den faller frem til en optimal gjeldsandel, da fordelene med gjeld, representert ved skattebesparelser, frem til dette er større enn kostnadene knyttet til konkurrisiko. Etter denne optimale gjeldsandelen vil derimot nettoeffekten av høyere gjeldsandel være negativ og vi kan se en økning i WACC.⁴ Dette kommer som følge av høyere avkastningskrav på egenkapitalen, som reflekterer større konkurrisiko (Berk og DeMarzo, 2011). Dette kunne spesielt observeres under Finanskrisen da bedrifter med ekstremt høy gjeldsgrad var de som hadde størst problemer. Det å ha for høy

³ Se Vedlegg 1 for formel og tegning 1 av WACC.

⁴ Se Vedlegg 2 for tegning 2 av WACC.

gjeld kunne være farlig, da indirekte konkurskostnader kunne påløpe, og det satte mange bedrifter i en vanskelig situasjon når de ikke lenger fikk ta opp nye lån for å dekke rentebetalingene på det gamle lånet.

2.6.2.2. *Pecking Order Theory of Corporate Finance*

I forbindelse med finansiering vil vi gå nærmere inn på en finansteori om hvordan bedrifter velger å finansiere sine investeringer, internt eller eksternt. Denne teorien er kalt “Pecking order theory of corporate finance”. Myers (1984) har videreutviklet denne modellen som forklarer i hvilken grad bedrifter velger å hente sin kapital utenfra. Siden bedrifters lønnsomhet varierer, er det også stor forskjell i hvilket behov de har for å hente kapital utenfra. Teorien tar utgangspunkt i at bedrifter foretrekker finansiering etter en spesiell rang, med intern finansiering fremfor ekstern, dersom det er mulig. Rekkefølgen for hvordan bedrifter velger å hente kapital blir derfor, i følge Myer (1984), som følger:

- Intern finansiering, ved tilbakeholdt og reinvestering av genererte kontantstrømmer.
- Ekstern finansiering ved opptak av ny gjeld.
- Ekstern finansiering ved utstedelse av egenkapital.

Myers argument for denne rangeringen er at selskaper velger den formen for finansiering som gir færrest negative signaleffekter til markedet, forårsaket av asymmetrisk informasjon.

2.6.3. *Lønnsomhet*

Som del av vår lønnsomhetsanalyse, har vi valgt å se nærmere på bedriftens total kapitalrentabilitet, som er et viktig nøkkeltall innenfor bedriftsøkonomi. Med rentabilitet menes “avkastning på den kapital som er investert i selskapet” (Sander, 2004b).

Total kapitalrentabiliteten viser bedriftens avkastning på den totale kapitalen som er bundet i bedriften, uavhengig om det er egenkapital eller gjeld. Det er med andre ord et mål på avkastningen på selve eiendelene til bedriften, og skal gi svar på om driften er lønnsom eller ikke. Nøkkeltallet kan beregnes slik:

$$\text{Total kapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter})}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}}$$

Grunnen til at det er gjennomsnittlig total kapital⁵, og ikke bokført total kapital, som brukes er fordi bokført verdi kun sier noe om hvor mye kapital bedriften har ved periodens utløp, mens resultatet er opptjent i løpet av hele regnskapsperioden. Ulike mengder kapital kan derfor i løpet av året ha vært med på å skape periodens resultat. Ved å benytte den gjennomsnittlige total kapitalen gir vi dermed et mer riktig bilde av kapital situasjonen i selskapet (Sander, 2004b).

For å kunne avgjøre om bedriften har god lønnsomhet eller ikke, må vi sammenligne med hva bedriften kunne ha oppnådd ved alternativ plassering. Kravet til størrelsen på total kapitalen varierer fra bransje til bransje, og må også sees i forhold til risiko. Desto større risiko, desto større bør total kapitalrentabiliteten være. Et minstekrav for god lønnsomhet er at total kapitalrentabiliteten overstiger bedriftens gjennomsnittlige lånerente. Da gir den investerte kapitalen mer i avkastning enn det koster å ha gjeld, og driften er lønnsom (Sander, 2004b).

Vår antakelse er at bedrifters lønnsomhet har noe å si for om det blir foretatt en krisetransaksjon eller ikke, og vi vil gå nærmere inn på dette senere i avhandlingen.

2.6.4. Vekst

Vi har også valgt å se nærmere på bedrifters vekst. I denne forbindelse har vi målt vekst i bedrifters omsetning fra år til år. For å kunne sammenligne veksten over tid, ble omsetningen til bedriftene inflasjonsjustert, slik at veksten ble målt i faste priser.

Som samfunnsøkonomisk tema, har økonomisk vekstteori vært sentralt siden klassikerne på 1700-tallet. Økonomisk vekst er definert som “prosentvis endring i BNP fra et år til et annet regnet i faste priser” (Sander, 2004c). Som nevnt, har vi i vår oppgave valgt å definere bedrifters vekst med prosentvis økning i omsetning fra år til år. For å få et best mulig bilde av veksten, regnes denne ofte i faste priser. Dette innebærer at en regner veksten ut i fra et basisår, slik at vi unngår å ta med prisendring som følge av blant annet inflasjon. Vårt basisår er 2005, og alle omsetningstall ble derfor justert til dette prisnivået.

⁵ Regnet som $(Total\ kapital\ ved\ \ddot{a}rets\ start + Total\ kapital\ ved\ \ddot{a}rsslutt)/2$

2.6.5. Størrelse

Som en siste variabel i vår analyse har vi valgt å ta hensyn til bedriftenes størrelse. Denne variabelen brukes som en kontrollvariabel. En bedrifts størrelse kan måles på mange forskjellige måter. I EU defineres størrelse (i følge Merkur, u.d.) ut i fra kriteriene:

- Antall ansatte
- Årlig omsetning
- Samlede regnskapsførte verdier til bedriften

I vår avhandling har vi valgt å ta utgangspunkt i bedrifters omsetning når vi måler størrelse, da omsetningstall også blir brukt i andre deler av analysen. Også i dette tilfellet er omsetningen inflasjonsjustert, slik at vi kan sammenligne bedriftenes størrelse ut i fra reell størrelse, og ikke nødvendigvis økning i størrelse på bakgrunn av inflasjon.

3. Metode

I dette kapittelet vil vi presentere våre metodiske valg rundt oppgaven. Metode går på teknikker og prosedyrer som er brukt til å samle og analysere data. Det inkluderer spørsmål, observasjon og intervjuer, i tillegg til både kvantitativ og kvalitative analyseteknikker. Metodikk er således teorien rundt hvordan forskningen bør utføres (Saunders m. fl 2009).

Først vil vi i kapittel 3.1. gå gjennom hvordan vi kom frem til problemstillingen. I 3.2. tar vi for oss valg av forskningsdesign, ved hjelp av forskningsløken. I 3.3. går vi nærmere inn på hvordan vi har foretatt datainnsamling og analyse, før vi i 3.4. tester variablene vi skal bruke i den logistiske regresjonsanalysen. I kapittel 3.5. gir vi en beskrivelse av logistisk regresjonsanalyse, før vi til slutt drøfter troverdigheten av våre funn i kapittel 3.6. Våre metodevalg er i samsvar med problemstilling og tilgjengelige datasett, samt ønsker fra veileder tilknyttet forskningsprosjektet.

3.1. Utvikling av problemstilling

Forskning er noe som gjøres systematisk for å finne ut ting på måter som vil øke kunnskap ved et område. I denne oppgaven ville vi finne ut mer om oppkjøp av bedrifter og fenomenet rundt at dette markedet går i bølger.

Problemstillingen skal bidra til struktur i arbeidet, ved å finne relevant litteratur, strukturere presentasjon av litteratur, diskusjonen av resultater og implikasjoner. Problemstillingen vil således videre påvirke forskningsdesign og metodiske muligheter. I prosessen med å lage en problemstilling er det ofte lurt å begynne med det generelle fokuset i temaet. Dette kan lede til mer detaljerte definisjoner eller spørsmål (Saunders m. fl 2009).

Utgangspunktet for vårt samarbeid var faget FIE 431 Krakk og Kriser, som lokket interessen for en utredning om Finanskrisen. I tillegg var det også viktig å ha et tema som kunne koble sammen fagområdene våre, finansiell økonomi og strategi og ledelse. Når forskningsprosjektet Krise, omstilling og vekst hadde en oppgave tilgjengelig som omhandlet oppkjøp i krisetid var dette midt i blinken for oss. Vi fikk beskjed om å se på oppkjøp av

norskeide selskaper før og under Finanskrisen. Ut fra disse kravene falt vi på problemstillingen:

Var det forskjell på de norskregistrerte bedriftene som var involvert i oppkjøp under Finanskrisen, sammenlignet med årene før krisen?

Vi har valgt å fokusere på variablene lønnsomhet, likviditet, vekst, soliditet og relaterthet når vi skal besvare dette spørsmålet. Se kapittel 1.2. for underspørsmål.

3.2. Valg av forskningsdesign

Forskningsdesign innebærer en beskrivelse av hvordan hele analyseprosessen skal legges opp slik at den aktuelle problemstillingen kan løses. Designet omfatter alle stadiene i forskningsprosessen etter at formål og problemstilling er bestemt (Gripsrud m. fl, 2006).

Vi kan skille mellom de tre typene eksplorerende, deskriptivt eller kausalt forskningsdesign. I et deskriptivt design er formålet å beskrive situasjonen på et bestemt område (Gripsrud m fl. 2006). Vi skal som nevnt ta for oss oppkjøp og se på situasjonen før kontra under Finanskrisen. Vi vet at oppkjøpsmarkedet går i bølger, men vi vil vite hvorfor og spesielt når dalene oppstår. Å bruke dette designet forutsetter forståelse av problemområdet, altså grunnene til svingninger i oppkjøpsmarkedet. Et deskriptivt design har ikke grunnlag for å påstå at det foreligger årsakssammenhenger, kun at det foreligger en samvariasjon.

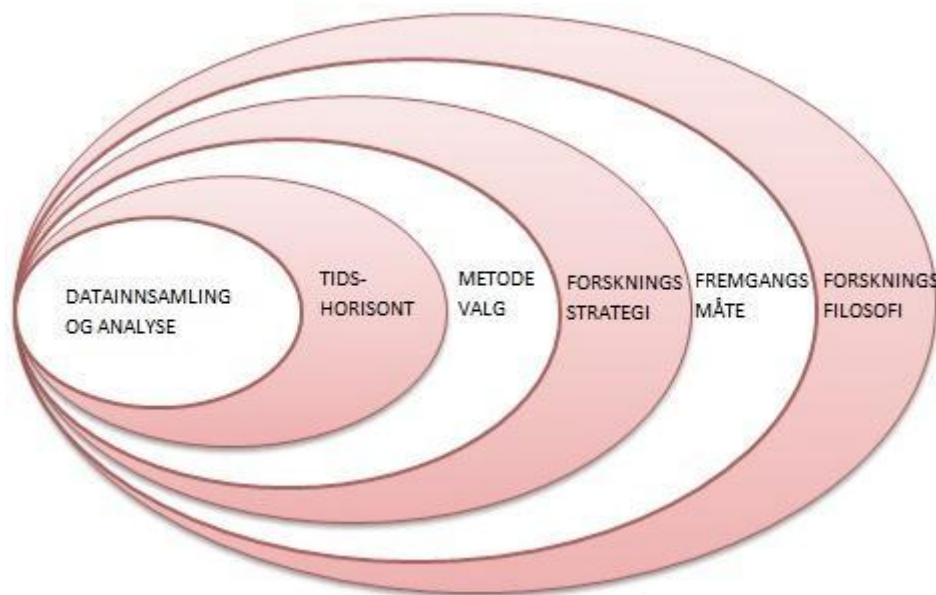
Siden vi også kan påstå årsaksforklaringer, kan vi argumentere for at vårt design til en viss grad er kausalt. Altså at de uavhengige variablene X er årsak til en avhengig variabel Y (Gripsrud m fl., 2006). Vi manipulerer de uavhengige variablene for å se om det gir noen effekt på den avhengige variabelen.

I de første delene av analysen over antall transaksjoner og relaterthet er det et klart deskriptivt design, mens det går mer over i et kausalt design når vi kommer til den logistiske regresjonsanalysen. Altså vil hypotese 1 og 2 være deskriptive, mens de ytterligere hypotesene er kausale.

Vi vil derfor konkludere med at vårt design er både deskriptivt og kausalt, da vi også har årsaksforklaringer. Designene er hypotesetestende og knyttes ofte til kvantitative analyseteknikker, noe som vi benytter oss av i vår oppgave.

Forskningsløken

For å fremstille vår metode, har vi valgt å ta utgangspunkt i forskningsløken. Forskningsløken er forskningsprosessen lag for lag. De to første lagene skildrer de problemene som ligger til grunn for valg av metode og datainnsamling. Ved å skrelle vekk disse to lagene kommer vi til tre nye lag som går på fokus på prosessen, og det å gjøre problemstillingen om til et forskningsprosjekt, omtalt som forskningsdesignet. Kjernen i løken er selve datainnsamlingen og analysen (Saunders m. fl, 2009).



Figur 1: Forskningsløken (Saunders m. fl 2009:138)

3.2.1. Forskningsfilosofi

Forskningsfilosofien kan deles inn i positivisme, realisme, interpretivisme eller paramatisme. Positivisme har en virkelighetsoppfatning i den eksterne, objektive sannhet, og er uavhengig av sosiale aktører. Kunnskap går på observerbare fenomener som kan gi troverdige data. Datainnsamlingsmetoden er oftest høyt strukturert med store utvalg. Resultatene er målbare og kvantitative. Dette samsvarer med vår forskningsmetode, ved at vi er objektive til våre funn og uavhengige av andre menneskers oppfatninger. Av denne grunn er vår forskningsfilosofi positivisme.

3.2.2. Fremgangsmåte

I fremgangsmåten kan en velge enten deduktiv eller induktiv metode. I deduktiv metode tas det utgangspunkt i eksisterende teori. En setter opp hypoteser og tester denne, for deretter å forsøke og forklare sammenhenger mellom variablene (Ringdal, 2009). Det teoretiske utgangspunktet må foreligge før datainnsamlingen, og en arbeider svært strukturert. I induktiv metode starter en i motsatt ende, ved at en først utforsker data for så å utvikle teori som et resultat av de empiriske dataene.

Ved å ta utgangspunkt i deduktiv metode, starter vi med et problem vi ønsker å finne svar på. I vårt tilfelle vil vi finne svar på om det er forskjell på de norskregistrerte bedriftene som var involvert i oppkjøp under Finanskrisen, sammenliknet med årene før krisen. Basert på tidligere erfaringer har vi en hypotese på at dette er tilfellet. I en hypotetisk-deduktiv metode blir hypoteser gjenstand for testing i en senere undersøkelse hvor de kan finne støtte eller bli forkastet.

3.2.3. Forskningsstrategi

Det finnes mange ulike forskningsstrategier. Strategi bestemmes ut fra problemstillingen, samt eksisterende kunnskap, tid og ressurser tilgjengelig.

En survey er en standardisert utspørring av et stort representativt utvalg av personer. Informasjonen registreres som talldata. Det er vanlig å anvende spørreundersøkelser i kvantitativ metode og deduktiv tilnærming. Undersøkelser tillater store datainnsamlinger fra

store populasjoner på en økonomisk måte, og dataene er enkle å sammenlikne (Saunders m. fl, 2009). Vi anvender en surveystrategi med ferdige sekundærdata fra to databaser. Det har spart oss for mye tid og ressurser, ved at vi har ferdig data tilgjengelig.

3.2.4. Metodevalg

Kvantitativ metode er synonymt med datainnsamlingsteknikker og analyse som går på numeriske data, mens kvalitativ er datainnsamlingsteknikker og analyse på ikke-numeriske data, som for eksempel ord, bilder eller holdninger.

Innen metodevalg er det mulig å enten bruke en stil hele veien, eller blande kvalitativ og kvantitativ metode. I enkel metode anvendes det enten kvalitativt eller kvantitativt konsekvent hele veien, fra datainnsamling til analyse. På den annen side kan det brukes multimetoder, der en har flere datainnsamlingsteknikker og analyseløsninger til å svare på problemstillingen.

Forskningen vår går på funn fra talldata, der vi kun anvender kvantitative teknikker. Ved å ha talldata og kvantitativ analyse, har vi en enkel, gjennomgående kvantitativ metode.

3.2.5. Tidshorisont

Da en masteroppgave har en tidsramme på et semester, er dette et moment som er viktig å ta hensyn til, ved at arbeidet går innenfor et kort tidsintervall. En deler gjerne inn tidshorisont i tverrsnittstudier og langsgående studier. Ved tverrsnitt studeres et bestemt fenomen på et bestemt tidspunkt, mens i langsgående studier observeres fenomenet over en lengre tidsperiode (Saunders m. fl, 2009).

Vi ser på historiske data over en femårsperiode, altså paneldata. Panel er en fellesbetegnelse på alle typer undersøkelser der et utvalg følges fremover eller bakover i tid (Ringdal, 2009). Da analysen blir gjennomført på ett tidspunkt, har vi også en tverrsnittstudie – altså paneldata analysert på ett tidspunkt.

3.3. Datainnsamling og analyse

3.3.1. Datainnsamling

For å analysere endringene i oppkjøp før og under Finanskrisen har vi sammenlignet transaksjoner i årene fra 2005 til 2009. For å ha mulighet til å foreta analysene, trengte vi pålitelig informasjon om transaksjoner, samt regnskapsdata for bedrifter og bransjer. I dette delkapittelet vil vi gå gjennom kildene vi har anvendt, og se på hvilke måter vi har gjennomført analysene.

Datainnsamling og analyse er selve kjernen i forskningsdesignet. For å observere oppkjøp før og under Finanskrisen har vi tatt utgangspunkt i sekundærdata, som er data som er samlet inn for andre formål. Det er en billigere og raskere måte å samle inn data på, da alt innsamlingsarbeid allerede er gjort (Saunders m. fl, 2009). Gjennom NHH har vi fått tilgang til databasen Zephyr – en database med oversikt over oppkjøp produsert av Bureau Van Dijk. Disse dataene skal koples opp mot regnskapsdata fra Brønnøysundregisteret via Dun & Bradstreet Norway AS og Menin Business Economics AS, som er bearbeidet på SNF avdelingen – samfunns og næringslivsforskning, ved NHH. Databasen inneholder regnskaper for alle norske virksomheter og konserner for årene 1999 – 2009. Vi har benyttet oss av Brønnøysundregisteret og Google for å sjekke opp i bedrifters organisasjonsnummer, og rentedata er hentet fra Norges Banks nettsider.

På bakgrunn av Zephyrdatabasen som viser alle oppkjøpstransaksjoner mellom bedrifter, kan vi konkludere med at vi dekker hele populasjonen. *”En populasjon er summen av alle de undersøkelsesenheterne en ønsker å si noe om”* (Gripsrud m fl. 2006: 142). Vi vil ta med alle transaksjonene, og ikke kun et utvalg av transaksjoner, innenfor femårsperioden 2005 – 2009 i vår analyse.

3.3.1.1. Søkekriterier i Zephyr

Her vil vi presentere kriteriene vi har gjort i søkene våre i Zephyrdatabasen og resultatene vi står igjen med⁶.

Søkekriterier	Søkeresultat
<u>Prosent av eierandel</u> : Prosent av innledende eierandel 15%, prosent av endelig eierandel 80%.	290 192
<u>Nåværende avtale status</u> : Annonsert og gjennomført	237 073
<u>Tidsperiode</u> : 01.01.2005 – 31.12.2009	120 726
<u>Land</u> : Norge (NO) (På enten kjøper eller oppkjøpsmål)	2 311

Tabell 1: Søkekriterier i Zephyr

Etter å ha satt fire krav til datasettet, satt vi igjen med 2 311 transaksjoner. For at det skulle være en realistisk transaksjon med overtak av et nytt selskap kunne den kjøpende bedriften eie maksimalt 15 prosent av oppkjøpsmålet før transaksjon, og måtte eie minst 80 prosent etter transaksjonen var gjennomført. Handelsstatusen må være enten annonsert eller gjennomført, da rykter om overtakelser blir for usikkert. Tidsperioden er som nevnt tidligere fra 2005 til 2009, og det må være handel med norske eller norskeide selskaper. Vi besluttet å ta vekk vendor, som var opplyst som en part av transaksjonen i Zephyr, da vi kun skal konsentrere oss om kjøperen og dens oppkjøpsmål. Dataene ble overført til statistikkprogrammet SPSS Statistics der vi ytterligere fjernet følgende transaksjoner:

Transaksjoner som er fjernet		
Antall transaksjoner	2311	100 %
Joint Ventures	146	6,32 %
Fusjoner	98	4,24 %
Fisjoner	11	0,48 %
Privatpersoner	25	1,08 %
Børsnoteringer	5	0,22 %
Totalt gjenværende	2026	87,67 %

Tabell 2: Transaksjoner som ble fjernet fra datasettet

Etter disse var fjernet satt vi igjen med totalt 2026 transaksjoner. Deretter splittet vi opp databasen i en oppkjøperdatabase og en database for oppkjøpsmål. Nå begynte letingen etter bedrifter som manglet organisasjonsnummer. Selskapene som manglet organisasjonsnummer,

⁶ Søkekriteriene er satt ut i fra ønsker og krav fra veileder og forskningsprosjektet.

søkte vi opp manuelt i Google og Brønnøysund, dersom vi ikke fant de i regnskapsdataene. Selskaper som ikke hadde norsk landskode, samt de som fremdeles ikke hadde noe organisasjonsnummer etter leting i regnskapsdata og ved googling, ble fjernet, da organisasjonsnummer er nødvendig for å fusjonere mot regnskapsdata.

	Oppkjøper		Oppkjøpsmål	
Antall	2026		2026	
Ikke norsk landskode	361		402	
Ingen organisasjonsnummer	95		227	
Totalt gjenværende	1570	67,94 %	1397	60,45 %

Tabell 3: Transaksjoner fordelt på oppkjøper og oppkjøpsmål

Som vi ser her, var antall oppkjøpere og selgere vi satt igjen med etter splitting av databasen ulikt, ettersom det var det var ulikt antall bedrifter som måtte fjernes i hver database som følge av kravene.

3.3.1.2. Regnskap- og bransjedata

Dataene vi fikk tilgang til gjennom SNF inneholder blant annet regnskaps- og bransjedata for alle norske bedrifter og bransjer over flere år. I disse dataene har vi plukket ut og generert variabler som organisasjonsnummer, navn, bransjekoder, likviditetsgrad 1, omsetning, totalkapitalrentabilitet og gjeldsandel. De absolutte tallene som skulle brukes i analysen, ble først inflasjonsjustert. Deretter fusjonerte vi sammen regnskapsdataene med transaksjonsdataene, og fikk på denne måten komplette databaser.

I vårt endelige datasett, har vi valgt å sette krav til bedriftene vi ser på. Grunnen til dette er at vi kun ønsker å se på bedrifter som er profittmaksimerende. I enkelte tilfeller kan en finne bedrifter som kun er opprettet av skattemessige årsaker, og som er laget for å skjule formue eller verdier. Vi er ikke interessert i å analysere slike typer bedrifter og har derfor valgt å sette et minimumskrav til variablene omsetning og lønn for å rense vekk bedrifter som kan være av denne typen. Omsetning må derfor utgjøre minimum 2 000 000 kroner og lønnskostnadene må utgjøre mer enn 500 000 kroner. Ved å sette disse kravene sikrer vi at bedriftene vi skal analysere har en viss omsetning, samtidig som de har et visst antall ansatte. Dette gjør dermed

at vi med rimelig sikkerhet får rensset vekk bedrifter vi ikke ønsker å gå nærmere inn på, fra regnskapsdataene som tar for seg alle bedriftene i hele Norge.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Antall bedrifter	153789	156769	170928	201404	221815	234213	237947
Salgsinntekt under 2 000'	97894	98139	108231	136329	151311	162547	167178
Lønnskostnad under 500'	6534	7004	7637	7797	8454	8542	8460
Totalt antall med krav	49361	51626	55060	57278	62050	63124	62309
	32,1 %	32,9 %	32,2 %	28,4 %	28,0 %	27,0 %	26,2 %

Tabell 4: Krav til omsetning og lønn på regnskapsdata

Ved å fjerne bedrifter som ikke tilfredstiller disse kravene ender vi opp med 400 808 bedrifter for de syv årene, altså kun 29,1 prosent av totalt 1 376 865 norske bedriftene. Når disse da matches med transaksjonsdata, blir det enkelte bedrifter som ikke får noen match på omsetning og lønn, og vi fjernet derfor disse fra datasettet.

I tillegg har vi valgt å se bort i fra transaksjoner som skjedde i 2008. Grunnen til dette er at vi er usikre på når detaljene rundt disse transaksjonene ble formet. Året 2008 inneholder både slutten av boomen forutfor krisen, og starten av selve krisen. Vi vet dermed ikke om transaksjoner som ble gjennomført dette året ble påvirket av boomen eller krisen, og heller ikke når de ulike effektene av annonseringen av oppkjøpet slo inn. Vi fjernet derfor disse transaksjonene for å være sikre på at vi sammenligner det vi ønsker å sammenligne, nemlig transaksjoner før og under krisen. Når vi i tillegg fjernet disse fra databasen, satt vi igjen med følgende antall transaksjoner:

	Oppkjøper		Oppkjøpsmål	
Omsetning under 2 000'	687		406	
Lønn under 500'	44		33	
2008- transaksjoner	188		214	
Totalt gjenværende	651	28 %	744	32 %

Tabell 5: Krav til omsetning og lønn på transaksjonsdata

Dette er dermed det endelige antallet bedrifter som blir brukt i vår logistiske regresjonsanalyse.

3.3.2. Fremgangsmåte for dataanalyse

3.3.2.1. Transaksjonsanalyse

Etter å ha plukket ut data som tilfredsstilte våre krav, startet vi å behandle dataene i SPSS Statistics. Zephyrdataene hadde blant annet en kolonne bestående av organisasjonsnummer og landkode, som vi måtte splitte opp, da datasettene blir matchet på organisasjonsnummer. Det ble deretter opprettet en database for variabler, der vi fusjonerte transaksjonene med regnskapstall, og en database for bransjeanalyse hvor vi fusjonerte transaksjoner med bransjedata.

3.3.2.2. Relaterthetsanalyse

Relaterthet går på hvorvidt oppkjøper kjøper bedrifter innen samme bransje eller om den velger bedrifter fra andre urelaterte bransjer. Vi sammenlikner transaksjoner før kontra under Finanskrisen. Her tar vi utgangspunkt i bransjekodene som er koplet til hvert enkelt selskap. Disse har vi omformatert til to- tre- og firesiffernivå. Først har vi sett på antall transaksjoner for hvert år, for å se hvilke bransjer det generelt handles mest av. Her fusjonerte vi sammen bransjedata med transaksjonsdata. De bransjene som inneholdt transaksjoner telte vi opp. Slik fikk vi en oversikt over antall transaksjoner per bransje for hvert år. Deretter har vi gått gjennom alle transaksjonene som har både informasjon om kjøper og oppkjøpsmål, for å finne ut om kjøper handler i samme bransje, altså relatert, eller om den handler i andre urelaterte bransjer. Her ble transaksjonene sortert fra firesiffernivå, som anses som helt relatert, og ned til ensiffernivå, der kun første siffer i bransjekoden er lik. I den femte og siste kategorien ser vi ingen likhet, altså er dette en urelatert transaksjon. Vi vil dermed finne ut om det er noen sammenheng mellom oppkjøp av relaterte bedrifter i kriseår og år uten krise. Alle tall er oppgitt i prosent, da dette gir et bedre bilde enn kun absolutte tall.

3.3.2.3. Utarbeidelse av variabler til bruk i regresjonsanalysen

Problemstillingen blir analysert ut fra likviditet, vekst, lønnsomhet, soliditet og relaterthet. Vi beregnet derfor disse variablene. Arbeidet med transaksjonene foregikk i SPSS. Vi var i første omgang interessert i å finne bedriftenes absolutte nøkkeltall ett og to år før transaksjonen skjedde. Det var derfor kritisk at vi ikke blandet sammen transaksjoner som var foretatt på ulike årstidspunkt, slik at vi fikk plassert riktig nøkkeltall for de riktige årene i forhold til når

transaksjonen var foretatt. Vi har valgt å ta utgangspunkt i datoen transaksjonene ble *annonsert*. I de tilfellene hvor transaksjoner ikke ble gjennomført før året etter den ble annonsert, går dermed analysen vår ut i fra det tidspunktet annonseringen ble offentliggjort. Etter å ha regnet ut de ulike variablene år for år, fusjonerte vi disse sammen med transaksjonsdataene og laget en kolonne med variabler ett år før - T1 - og en kolonne med variabler to år før transaksjonen skjedde - T2, for hver variabel.

Deretter fant vi hver bedrifts respektive bransjekode, skrev inn denne, og regnet ut bransjens absolutte nøkkeltall. Også i dette tilfellet har vi tatt med bransjens nøkkeltall ett og to år før transaksjonen skjedde. Til slutt regnet vi ut og skrev inn hele næringslivets nøkkeltall for de ulike årene.

Når vi har regnet ut variabler til bruk i analysen, har vi valgt å sammenligne bedriften og næringslivet med både bransjens median og bransjens gjennomsnitt. Ved beregning av bransjens gjennomsnitt har vi valgt og ikke ta gjennomsnittet av selve nøkkeltallet, men i stedet regnet vi ut for eksempel alle bedrifters gjeld i en bransje og delt på all total kapital i bransjen. Ved å regne på denne måten blir denne variabelen mindre sårbar for ekstremverdier, og gir dermed et bedre sammenligningsgrunnlag.

Etter å ha regnet både bedriftens, bransjens og næringslivets absolutte nøkkeltall, var vi klare for å regne ut de variablene vi faktisk skulle bruke i analysen. Hovedhensikten med analysen er å sammenligne bedriften med bransjen og bransjen med næringslivet, i forhold til tider med og uten krise. Dette gjorde vi ved å standardisere verdiene våre. Vi regnet først ut et bransjejustert mål, der vi bransjejusterte alle bedriftenes nøkkeltall. Det innebærer at vi tok bedriftens nøkkeltall, trakk fra bransjens median/gjennomsnitt, og til slutt delte på bransjens standardavvik. Regnestykket for eksempelvis gjeldsandel så dermed slik ut:

$$\text{Bransejustert mål} = \frac{(\text{Bedriftens gjeldsandel} - \text{bransjens gjeldsandel})}{\text{Bransjens standardavvik på gjeldsandel}}$$

Vi skilte her også tydelig mellom median og gjennomsnitt ved å regne et bransjejustert mål i forhold til bransjens median, og et bransjejustert mål i forhold til bransjens gjennomsnitt. Dette er en vanlig måte å standardisere verdier (absolutte tall) på. Ved å standardisere på

denne måten simplifiseres sammenligningen av oddsratioen for de ulike variablene (SPSS Tutorial, 2008). Ved å lage et slikt bransjejustert mål på variablene sikrer vi at vi er i stand til å kunne sammenligne bedrifter på tvers av bransjer. Beregningsmåten sier noe om hvor mange standardavvik bedriften er i fra bransjen. Dette innebærer at vi har justert for forskjellen i variansen mellom bransjene.

Vi har i tillegg laget et årsjustert mål, der vi har sammenlignet bransjenøkkeltallene med nøkkeltall for hele næringslivet, det aktuelle året. Formelen for det årsjusterte målet for eksempelvis gjeldsandel så dermed slik ut:

$$\text{Årsjustert mål} = \text{Bransjens gjeldsandel} - \text{Næringslivets gjeldsandel}$$

Vi har også her skilt tydelig mellom bransjens median og gjennomsnitt. Ved beregning av disse to variablene, som i den videre regresjonsanalysen blir våre uavhengige variabler, har vi nå gjort variablene sammenlignbare over tid og bransje. Vi kommer i den videre analysen til å bruke bransjejustert mål og årsjustert mål som begreper for de uavhengige variabler i den logistiske regresjonsanalysen.

I det endelige datasettet er det et par av transaksjonene der bedrifter mangler bransjekoder. Grunnen til dette er at i det året transaksjonen skjedde fantes det ikke noen bransjekode til bedriften. Vi prøvde derfor å søke etter bedriften i årene før og etter transaksjonen skjedde. I enkelte tilfeller hadde samme bedrift skiftet bransjekode forutfor transaksjonen, så vi var derfor usikre på hvilken bransjekode bedriften tilhørte akkurat det året transaksjonen ble gjennomført og lot derfor disse transaksjonene stå uten bransjekode. Vi mente det var bedre å utelate en transaksjon, i stedet for å plassere den i feil bransje.

3.4. Testing av variabler og forutsetninger for den logistiske regresjonsanalysen

I logistisk regresjon skal det være fravær av multikolaritet. Vi har derfor kjørt kolaritetsanalyse for å se nærmere på hvilke av de uavhengige variablene som korrelerer. Kolaritet betyr korrelasjon mellom uavhengige variabler. Dersom det er tendens til kolaritet vil dette påvirke standardfeilen til regresjonskoeffisientene, noe som igjen fører til at estimatene blir unøyaktige. Med andre ord vil det kunne bli vanskelig å skille variablenes effekter på resultatet fra hverandre (Eikemo og Clausen, 2007). Det kan også bli vanskelig å påvise signifikante resultater. Kolaritetstest viser også tendens til multikolaritet, som vil si at en uavhengig variabel korrelerer med en lineær kombinasjon av to eller flere av de øvrige, uavhengige variablene. Det finnes to måter multikolaritet kan oppdages på, og vi skal nå teste begge.

3.4.1. Korrelasjon

Det første vi gjør er å sjekke om det er høy korrelasjon mellom de uavhengige variablene. Dersom det er høy korrelasjon betyr dette at to variabler måler det samme, og vi må da eventuelt fjerne noen av disse variablene fra analysen. Når det gjelder terskelen for multikolaritets problemer så kan disse inntre dersom korrelasjonen er 0,4 eller høyere, men trenger ikke inntre for korrelasjonen opptil 0,8. Over dette er det klart at en har et problem. En korrelasjon større enn 0,8, i følge Pearsons korrelasjon, har vi dermed definert som høy, og velger derfor å se nærmere på eventuelle variabler som korrelerer høyere enn dette⁷. Det er ingen av variablene som korrelerer spesielt høyt sammen, og vi ser derfor bort i fra at dette kan bli et problem i vår regresjonsanalyse.

3.4.2. Variansinflasjon

Vi har valgt å se på koeffisientene variansinflasjon (heretter kalt VIF) når vi skal se på tendens til kolaritet eller multikolaritet. Denne koeffisienten indikerer hvor mye variansen til regresjonskoeffisienten øker når korrelasjonen øker. En kan generelt si at (multi)kolaritet i alle fall foreligger når $VIF > 5$, og dette kan dermed antyde mulige problemer (Christophersen, 2009). Dersom dette er tilfelle bør en vurdere muligheten å sløyfe

⁷ Se Vedlegg 3a og 3b for korrelasjonstestene til regresjonsanalysen.

noen av variablene fra modellen. Vi har foretatt en slik kolinearitetest⁸, men det var ingen variabler som korrelerte særlig sterkt eller utmerket i forhold til andre. Vi anser det derfor ikke som noe problem å bruke alle variablene videre i vår analyse.

3.4.3. Andre forutsetningstester

I logistisk regresjon skal det ikke være diskriminering. Diskriminering innebærer at det er et ugunstig sammenfall mellom bestemte X- og Y-verdier (Eikemo og Clausen, 2007). Siden diskriminering kun er et mulig problem for kategoriske variabler, vil ikke dette være relevant for vår analyse, da vi ikke har kategoriske variabler i vår analyse.

Utenom diskriminering, er det andre statistiske problemer som kan gjøres gjeldene i analysen. Dette kan blant annet være ikke linearitet i parameterne og problemer med innflytelsesrike variabler. Vi velger imidlertid å ikke teste for dette, og det er dermed en mulighet for at resultatene kan være påvirket av disse problemene. Vi antar likevel at resultatene vil være tilstrekkelig for vår analyse.

3.5. Logistisk regresjonsanalyse

Til bruk i vår hoveddel i analysen har vi valgt å ta utgangspunkt i logistisk regresjonsanalyse.

“Regresjon er en felles betegnelse på metoder der en studerer sammenhengen mellom statistiske variabler med sikte på å forklare variasjon i en variabel som vi kan kalle Y ved hjelp av en eller flere andre variabler som vi kan kalle x_1, x_2, \dots, x_k ” (Heldal, 2006: 3).

Innen statistikk brukes ordet dikotom variabel om en variabel som kan anta en av bare to verdier. Eksempelvis kan en avhengig variabel være enten mann eller kvinne, sann eller usann, 0 eller 1. Ved anvendelse av vanlig lineær regresjon på en dikotom avhengig variabel, kan det oppstå to problemer. Vi kan få urealistiske prediksjoner under 0 eller over 1. Dessuten kan det oppstå et problem med heteroskedastisitet, altså at avstanden mellom de observerte og predikerte verdiene varierer, eller er avhengig av de uavhengige variablene. Med andre ord oppstår heteroskedastisitet når variasjonen rundt regresjonslinjen ikke er konstant. Logistisk

⁸ Se Vedlegg 4a og 4b for resultatene av testen.

regresjon tar hensyn til disse momentene og derfor anvender vi denne typen regresjon i vår analyse.

Logistisk regresjonsanalyse er en analyse med avhengig variabel på nominal eller ordinalnivå (Christophersen, 2009). Den kan også deles inn i binomisk, multinomisk og rangert analyse. Vi tar for oss binomisk logistisk regresjonsanalyse, der det beregnes sannsynlighet for ett av to utfall. Her er den avhengige variabelen dikotom og består av enten 0 eller 1. Ved verdien 1 har vi en krisetransaksjon. Ved verdi lik 0 er det transaksjon i tider uten krise. Den logistiske regresjonen beregner sannsynligheten for at den avhengige variabelen er lik 1, altså sannsynligheten for at det blir foretatt en krisetransaksjon.

I logistisk regresjon beregnes det ikke hvor mye Y endrer seg for hver enhets endring i X, som i vanlig lineær regresjon. I stedet beregnes det hvor mye den naturlige logaritmen til oddsen⁹ for Y=1 endrer seg for hver enhets endring i X. I tillegg innebærer logistisk regresjon en annen estimeringsmetode. Her maksimeres sannsynlighet, i motsetning til bruk av minste kvadraters metode i lineær regresjon. Dette innebærer at estimatene er gitt slik at sannsynligheten for at kombinasjon av observerte X- og Y-verdier opptrer sammen er maksimert (MedCalc, 2012). Som følge av sannsynlighetsmaksimering, kalles ofte funksjonen i den logistiske regresjonen for logiten. Dette er også et uttrykk vi kommer til å anvende senere i avhandlingen.

Formelen for logistisk regresjon kan, i følge Hegre (2011), skrives på følgende måte:

$$\text{logit}(p) = \ln \left[\frac{p}{(1-p)} \right] = \alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k$$

Da er p gitt av:

$$p = \frac{e^{\alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k}}{1 + e^{\alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k}} = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_k x_k)}}$$

⁹ Odds = Sannsynlighet for suksess (Y=1)/Sannsynlighet for fiasko (Y=0) (Hegre, 2011)

Dette kan imidlertid skrives på en enklere måte, og den logistiske funksjonen er gitt av uttrykket:

$$f(z) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

der z er gitt av de uavhengige variablene. Den logistiske regresjonen er basert på denne logistiske funksjonen, som brukes til å modellere sannsynligheten for at den avhengige variabelen er lik 1. Det er imidlertid viktig å huske på at den avhengige variabelen aldri kan bli større enn 1 eller mindre enn 0. Dersom denne funksjonen går mot 1, vil de uavhengige variablene gå mot uendelig. På den annen side vil de uavhengige variablene gå mot minus uendelig, dersom funksjonen går mot 0. Dette kan skrives på følgende måte.

$$z \rightarrow \infty \Rightarrow f(z) \rightarrow 1 \qquad z \rightarrow -\infty \Rightarrow f(z) \rightarrow 0$$

Funksjonene kan illustreres i en figur, den såkalte S-kurven (Hegre, 2011).¹⁰

I logistisk regresjon er det slik at modellens forklaringskraft, som i vanlig lineær regresjon er R^2 , erstattes med andre mål. Her brukes i stedet Nagelkerke R^2 , som forteller noe om hvor stor modellens forklaringskraft er. Nagelkerke R^2 varierer også, som vanlig R^2 , mellom 0 og 1. Desto høyere denne er, desto bedre er modellens forklaringskraft. Likevel kan vi ikke si at Nagelkerke er helt det samme som vanlig R^2 fordi logistisk regresjon forklarer noe annet enn det vanlig regresjon gjør, som nevnt ovenfor. Vi vil likevel bruke Nagelkerke R^2 som mål på modellens forklaringskraft videre i vår analyse.

3.6. Troverdighet av forskningsresultater

For å redusere muligheten for at resultatene i analysen er feil, slik at resultatene blir gode og troverdige, er det viktig å vektlegge både validitet og reliabilitet.

”Validitet dreier seg om hvor godt man måler det man har til hensikt å måle... Reliabilitet handler om i hvilken grad man kan stole på at resultatene er pålitelige... Selv om et mål for

¹⁰ Se Vedlegg 5 for modell av S-kurven.

eksempel har høy reliabilitet, er det ikke sikkert at validiteten er høy” (Gripsrud m. fl 2006: 72).

Intern validitet refererer til i hvilken grad resultatene er gyldige for det utvalget og fenomenet som er undersøkt, mens ekstern validitet refererer til hvilken grad resultatene kan overføres til andre utvalg (Saunders m. fl 2009). I noen tilfeller er det slik at en må beregne lavere validitet ved bruk av sekundærdata, siden dataene ikke primært er laget til oppgaven.

I vårt tilfelle vil vi likevel argumentere for anvendelse av sekundærdata, da databasene våre er godt tilrettelagt for problemstillingen vi skal løse. Ekstern validitet, eller generaliserbarhet, er sikret gjennom at vi ser på hele populasjonen, og ikke kun et utvalg. Statistiske tester er derfor ikke nødvendig for å sjekke den eksterne validiteten.

Ved reliable data skal det altså være mulig for en annen å komme frem til de samme svarene som vi har oppnådd. Databasene vi anvender inneholder historiske data som medfører at en vil få like funn ved søk på et senere tidspunkt. En svakhet som er typisk for alle sekundærdata, er at siden vi ikke personlig har samlet inn dataene, kan vi heller ikke være hundre prosent sikre på at dataene er samlet korrekt. Likevel er det fra seriøse aktører vi henter data, og vi tror derfor at feilene er minimale. Bruken av sekundærdata i denne sammenheng ser vi heller som en fordel da vi ikke ville hatt samme kapasitet til å samle inn like gode og reliable data til denne oppgaven på egenhånd.

En usikkerhet med informasjonen fra regnskapsdataene, er at foretaksinformasjon som for eksempel organisasjonsnummer, navn, bransjekoder og selskapsform kun er gyldig på leveransetidspunktet. Det gjør det vanskelig å samle historisk foretaksinformasjon som samsvarer med regnskapsårene. Dette har for eksempel ført til at det er vanskeligere å matche oppkjøp lenger tilbake i tid mot regnskapsdataene, og det er derfor det er færre observasjoner i 2005 kontra 2009.

4. Forventninger til funn

På bakgrunn av teori og metode diskutert i de foregående kapitlene, vil vi i dette kapittelet utrede hvilke forventninger vi har til de ulike variablene vi skal analysere. Når vi i det følgende skal utlede hvilke forventninger vi har til hva som skjer med oppkjøp i krisetider, kontra i tider uten krise, anser vi det som naturlig og ta utgangspunkt i relevant teori og kombinere dette med intuitiv tankegang. Vi henviser derfor til kapittel 2 som omhandler relevant teori og hvordan Finanskrisen påvirket bedrifter med tanke på deres kapitalstruktur og nøkkeltall.

Under Finanskrisen ble det en tilstrømming av kapital blant bankene, da de ikke lenger turte å låne ut penger i den grad de tidligere hadde gjort. Dette førte til at flere bedrifter opplevde likviditetsproblemer, slik at de ikke kunne betale tilbake gjelden sin. I neste instans førte dette til at bedriftenes gjeld vokste med voldsom kraft, som følge av økt rente, noe som til slutt førte til at de ikke klarte å håndtere gjelden sin. Bedriftene stod dermed igjen med valget å bli solgt eller gå konkurs.

I henhold til det vi tidligere har diskutert, blir vår første hypotese at det i krisetider finnes et overskudd av oppkjøpsmål, mens det er et underskudd på kjøpere. Noe av grunnen til dette kan være at bedrifter ikke har lyst til å kjøpe seg problemer i krisetider, samtidig som at de ikke har penger til å gjennomføre et oppkjøp. Dette innebærer at en kan ha problemer med å finne kjøpere og transaksjonsvolumet går ned. I krisetider gjør usikkerhet at kjøpere vil utsette å foreta irreversible forpliktelser, noe som kan forklare reduksjonen i transaksjonsvolumet via ulike mekanismer, som finansielle begrensninger. Dette fører oss dermed til vår første hypotese:

Hypotese 1: I krisetider finnes det et overskudd av oppkjøpsmål og et underskudd av oppkjøpere. Transaksjonsvolumet går derfor ned.

4.1. Relaterthet

Ved analyse av relaterthet ønsker vi å finne ut av om oppkjøpere kjøper bedrifter i samme bransje, eller om de handler i andre bransjer. Kapittel 2.3. om konsolidering ga oss grunnlag for vår andre hypotese, ved at en bedrift styrker sin stilling i markedet ved å fokusere på sin kjernevirksomhet, og selger unna enheter som er mer urelaterte av natur. Ved konsolidering kan det være slik at to bedrifter med ledig kapasitet slår seg sammen, og sammen oppnår full kapasitetsutnyttelse.

En annen teoritilnærming vi gikk inn på under konsolidering, var teorien om brannsalg. I denne forbindelse argumenterte vi for at en økning i antall brannsalg, som kan oppstå i krisetider, kan føre til en økning i antall urelaterte oppkjøp. Bedrifter som blir nødt for å foreta slike brannsalg, anses i første omgang å komme fra bransjer som er hardt truffet av Finanskrisen. En alternativ hypotese kunne dermed vært at i krisetid forekommer det flere urelaterte oppkjøp.

Vi tror likevel at, som følge av konsolidering, vil kjøpere i krisetider fokusere på å få utnyttet sin kapasitet maksimalt, slik at bedrifter kjøper opp andre bedrifter som er relaterte til deres drift, da dette mest sannsynlig vil gi dem mest profitt og best inntjening på sikt. Dette leder oss dermed inn på følgende hypotese:

Hypotese 2: Det kjøpes mer relatert drift i krisetider.

Selv om bedrifter er urelaterte på primærkoden, kan det likevel hende at de faktisk er relaterte ved bruk av bedriftenes sekundærkoder, som er en næring bedriften også opererer innenfor. Vi har valgt å ikke gå nærmere inn på bedrifters sekundærkoder, og erkjenner at det kan være en mulighet for at dette kan være tilfellet. På den annen side er det også slik at bedrifter kan være relatert på tosifternivå, altså der de to første sifrene i bransjekoden er like, men er urelatert på et mer nøyaktig firesifternivå. Dette vil vi imidlertid komme tilbake til når vi analyserer relaterthet i kapittel 5.2.

I de følgende delkapitlene vil vi gå nærmere inn på, og forklare, hvilke forventninger vi har til utfallet av den logistiske regresjonsanalysen, med tanke på de uavhengige variablene. Vi vil ta

for oss en og en variabel og forklare hvilke forventninger vi har til denne, og dens innvirkning på sannsynligheten for krisetransaksjon. I denne forbindelse kan det være vanskelig å ha et markert skille mellom variablene. Grunnen til det er at mange av variablene måler det samme, og gir på hver sin måte uttrykk for bedriftenes tilstand. Eksempelvis kan bedrifter som blir oppkjøpsmål være bedrifter som i utgangspunktet har god lønnsomhet, men har lite likviditet fordi all kapital blir skutt inn i nye prosjekter som får bedriften til å vokse. Når slike bedrifter dermed blir truffet hardt av krisen, gjør dette at de blir oppkjøpsmål når de i utgangspunktet kunne ha vært solide oppkjøpere. På grunn av dette kan det i teorien være vanskelig å skille mellom de ulike variablene, og de vil i enkelte tilfeller overlape, så disse bør derfor heller ses i sammenheng. I det følgende har vi derfor prøvd å skille mellom variablene i utredningen av hver av dem, men samtidig sett på hvilke effekter andre variabler kan ha, og som dermed spiller inn i betydningen for den gjeldende variabelen.

4.2. Gjeld

Den første variabelen vi vil gå nærmere inn på for å se om denne kan forklare om det er en krisetransaksjon eller ikke, er gjeldsandel. Som tidligere nevnt, var det forut for Finanskrisen mange bedrifter som hadde tatt opp mye gjeld. Når da krisen og dens ringvirkninger slo inn for fullt, var det mange som fikk problemer med å betale tilbake denne. I denne forbindelse er det viktig å legge til at vi i vår analyse ikke ser på den verste delen av Finanskrisen, siden vi har tatt vekk 2008 transaksjoner. Når årsskiftet 2009 kom, var det allerede gått tre måneder siden det verste krakket hadde funnet sted, og sakte, men sikkert begynte det igjen å bli mulig å få tilgang på kreditt. Likevel var det fortsatt høye renter, og det var ikke lenger like lett å få tilgang på kreditt som det hadde vært før krisen slo inn.

I første omgang vil vi ta for oss oppkjøpere, og hvordan vi tror disse blir påvirket av gjeld. Under krisen var det kun de stabile bedriftene som fikk tilgang på kreditt, og som dermed var i stand til å kunne gjennomføre et oppkjøp. Vår antakelse er dermed at lav gjeldsandel kan være et mål på stabile bedrifter. Siden det i første omgang var stabile bedrifter med mye egenkapital som fikk tilgang på kreditt under krisen, var det dermed slike bedrifter som kunne klare å gjennomføre et oppkjøp. På den annen side, dersom bedrifter ikke fikk tilgang på nye lån, var en forutsetning for at bedriften skulle kunne foreta oppkjøp at den hadde nok egenkapital, noe nettopp slike bedrifter hadde. Vår hypotese blir dermed:

Hypotese 3a oppkjøpere:

Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde lavere gjeldsandel årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde lavere gjeld årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

Det neste vi nå vil se nærmere på er oppkjøpsmål, de bedriftene som ble solgt under Finanskrisen, og hvordan gjeldsandel kan være en forklarende årsak til dette. Grunnen til at mange bedrifter ble solgt under krisen, mener vi kan komme av at de i forkant av krisen hadde tatt opp mye gjeld og får problemer når krisen inntreffer. Når rentene steg igjen, ble gjelden for tyngende til at de kunne klare å håndtere denne alene. Vi tror derfor at gjeldsandel kan være en forklaring til hvorfor noen bedrifter så seg nødt til å måtte selges under Finanskrisen, som en alternativ løsning til å gå konkurs, eller ende opp med store konkurskostnader, både direkte og indirekte (Berk og DeMarzo, 2011). Selv om slike bedrifter i utgangspunktet kan være et bra selskap, med stabil og god kontantstrøm, faller prisen på selskapet mye på grunn av at tilgangen på likviditet er dårlig. Selskapet blir dermed billig på grunn av dets finansieringsproblemer. Med andre ord mener vi at selskaper som blir solgt i krisetider, i utgangspunktet kan være gode selskaper, som blir truffet hardt av krisen og dermed blir mulig å kjøpe billig på grunn av sine finansieringsproblemer. I utgangspunktet er det enkelt for selskaper som har tilgang på kapital å rette på dette problemet, ved eksempelvis å stille sikkerhet for lån. Selskaper som er hardt rammet av krisen blir dermed kvitt sine problemer, og blir igjen priset som det gode selskapet det egentlig er. Problemet er at under slike typer kriser som Finanskrisen, blir de fleste truffet av krisen, og ikke mange selskaper er i stand til å stille opp for andre på denne måten. Vår hypotese blir dermed at:

Hypotese 3b oppkjøpsmål:

Bedrifter som blir oppkjøpsmål under krisen hadde høyere gjeldsandel årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde høyere gjeld årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

4.3. Lønnsomhet

Den neste variabelen vi vil gå nærmere inn på, og teste om har noen sammenheng mellom krisetransaksjoner og transaksjoner i tider uten krise, er lønnsomhet. Som et mål på dette har vi, som tidligere nevnt, valgt total kapitalrentabilitet. God lønnsomhet kan i denne forbindelse være bedrifter med god egenfinansiering, eller at de som følge av god lønnsomhet i driften, får lettere tilgang på kreditt i bank.

Vår første forventning i forbindelse med oppkjøpere er at disse har relativt god lønnsomhet. Årsaken til dette er at vi antar at stabile selskaper ofte blir oppkjøpere i krisetider, og disse har generelt god lønnsomhet. I tillegg skal det ofte mer til før slike bedrifter blir truffet hardt av krisen, da de ikke er betydelig volatile. Selskaper som ikke er i krise selv, er dermed i en bedre posisjon til å kunne foreta et oppkjøp. En bedrift med dårlig lønnsomhet har ikke mulighet til å foreta et oppkjøp når en finanskriserammer økonomien. God lønnsomhet generelt i bransjen kan også være en forklarende årsak. Dette leder oss til vår neste hypotese:

Hypotese 4a oppkjøpere:

Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

Blant oppkjøpsmål, ser vi derimot to mulige effekter. På den ene siden kan de bedriftene som ser seg nødt til å bli solgt i krisetider, i utgangspunktet ha god lønnsomhet, men være tynget av gjeld. De blir derfor attraktive oppkjøpskandidater for mer stabile bedrifter som har tilgang på kapital. På den annen side er det mulig at oppkjøpsmål har generelt dårlig lønnsomhet i forhold til de andre aktørene i bransjen, i tillegg til å være tynget av mye gjeld. Dette fører til at to effekter kan slå inn. Enten er konkurs den ene utveien, med alle konkurstkostnader det fører med seg, eller så blir selskapene priset så billig at de allikevel blir attraktive oppkjøpskandidater. I så måte kan både selskaper med god og dårlig lønnsomhet være attraktive oppkjøpskandidater i krisetider. Likevel mener vi at det er selskaper med dårlig lønnsomhet som er mest sannsynlig til å havne i nevnte konkursproblemer. Argumentet bak

dette er at selskaper med dårlig lønnsomhet kan ha blitt rammet hardere av Finanskrisen, da mangel på lønnsomhet kan føre til likviditetsproblemer. På denne måten er selskaper med dårlig lønnsomhet før en krise, dårligere rustet for krisen og kan lettere bli et oppkjøpsmål på grunn av eventuelle konkurskostnader. Vår neste hypotese blir dermed at:

Hypotese 4b oppkjøpsmål:

Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde dårligere lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde dårligere lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

4.4. Likviditet

Likviditet er den neste variabelen vi har valgt å se nærmere på i vår analyse. Dette måler generelt mye av det samme som gjeldsandel, men samtidig er ikke det å ha mye egenkapital ensbetydende med å ha god likviditet. Selskaper med høy egenkapitalandel kan eksempelvis ha denne bundet opp i aktiva, og følgelig ha dårlig likviditet. Dette blir derfor en sjekk på om bedrifter har god likviditet eller ikke, noe som hadde mye å si for bedrifter som ble hardt truffet av Finanskrisen. Vi starter først med oppkjøpere.

Bedrifter som har mulighet til å forta oppkjøp i krisetider, antas generelt å ha bedre likviditet enn andre bedrifter i bransjen. Det er mulig at de har kapital til overs etter å ha investert i andre prosjekter, og er dermed sannsynligvis selskaper som stod godt rustet før Finanskrisen. Disse selskapene var dermed i posisjon til etter hvert å få tilgang på kapital gjennom banker, samtidig som de var tilstrekkelig attraktive til å kunne kjøpe andre selskaper med selskapets aksjer som betaling. God likviditet innad i bransjen kan også være et kjennetegn for bedrifter som blir oppkjøpere i krisetider. Den neste hypotesen vår blir dermed:

Hypotese 5a Oppkjøpere:

Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde bedre likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde bedre likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

På den annen side har vi oppkjøpsmål, som i krisetider antas å ha dårligere likviditet enn resten av sin bransje. Dersom dette er tilfellet, blir dermed dette nok et mål som bekrefter at bedriften faktisk er i krise. Dårlig likviditet kan henge sammen med at bedriftene har høy gjeld eller stor vekst, og alt de har av kapital går med til å enten betale ned på gjelden, eller umiddelbart til investering i nye prosjekter. Dermed har de alltid lite likviditet til overs, og når krisen slår inn med all dens ringvirkninger, har de ikke mulighet til å overleve dersom de ikke blir solgt. Generelt dårlig likviditet i bransjen kan også ligge som en underliggende faktor.

Hypotesen vår blir dermed:

Hypotese 5b Oppkjøpsmål:

Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde dårligere likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde dårligere likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

4.5. Vekst

Vi har også valgt å gå nærmere inn på vekst i vår analyse. Vi har i dette tilfellet valgt å måle vekst i omsetning. Bedrifter som har mulighet til å foreta oppkjøp, og i enkelte tilfeller derfor kan gjøre et godt kjøp i krisetider, antas å være bedrifter som er stabile med stabil kontantstrøm, som tidligere nevnt. I vår definisjon innebærer dette bedrifter som ikke vokser spesielt mye, men er stabile over tid. En annen faktor som kan dra argumentet den andre veien, er selskaper som kun vokser gjennom oppkjøp. Slike selskaper kjennetegnes ved at de ikke har noen organisk vekst. Skal de vokse må dette derfor skje gjennom fusjon eller oppkjøp. Slike bedrifter kan dermed ha insentiver til å fortsatt vokse og vil derfor fortsette å kjøpe opp andre bedrifter til tross for krisen. Dette innebærer dermed at det er de bedriftene

som i utgangspunktet har betydelig vekst som vil fortsette å kjøpe opp. Likevel tror vi at bedrifter som vokser på denne måten også blir truffet av krisen, og dermed klarer de ikke å vokse på samme måte og med samme hastighet som før krisen, da de må utsette eventuelle kjøp. Vi mener derfor at den største effekten av vekst ligger i at det er bedrifter som vokser lite, og som i utgangspunktet er stabile bedrifter, som har mulighet til å foreta oppkjøp i krisetider. Vår neste hypotese blir dermed som følger:

Hypotese 6a Oppkjøpere:

Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde lavere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde lavere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

Det neste steget blir nå å se om vekst vil ha noe å si for oppkjøpsmål i krisetider. Generelt kjennetegnes vekstselskaper av at de stadig trenger tilgang på kapital for å kunne vokse. Dette for å kunne gripe investeringsmuligheter som byr seg. Under Finanskrisen skjedde flere ting. For det første fikk ikke slike selskaper tilgang på ny kapital, som følge av lite egenkapital som kunne stilles som sikkerhet for lån. I tillegg ble investeringsmulighetene stadig færre. Det er derfor naturlig at det først og fremst er veksten som stopper opp når en krise slår inn for fullt. Slike vekstselskaper som hadde hatt høy vekst i forkant av krisen, har generelt lite likviditet ettersom de hele tiden reinvesterer sin kapital i nye prosjekter, som gjør at de klarer å vokse. Dette er noe av grunnen til at de blir truffet hardt når krisen inntreffer, og de sliter dermed med å komme seg gjennom krisen alene. Selskaper med gode vekstmuligheter kan også ha lønnsomme prosjekter på gang, og kan dermed bli attraktive oppkjøpskandidater for andre bedrifter. Siden få andre bedrifter i krisetider har lønnsomme prosjekter å investere i, kan dette dermed gagne begge parter av oppkjøpet. Vår hypotese ser dermed slik ut:

Hypotese 6b Oppkjøpsmål:

Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde høyere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.

Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde høyere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

4.6. Oppsummering av hypoteser

For å gi en fullstendig oversikt over våre hypoteser, har vi nedenfor laget en liten oppsummering, som vil legge grunnlaget for analysene vi gjør i neste kapittel:

Generelt: I krisetider finnes det et overskudd av oppkjøpsmål og et underskudd av oppkjøpere. Transaksjonsvolumet går derfor ned.					
Variabel:	Gjeld	Lønnsomhet	Likviditet	Vekst	Relaterthet
Oppkjøpere	<p>Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde lavere gjeldsandeler årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde lavere gjeld årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde bedre likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde bedre likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som var oppkjøpere under krisen hadde lavere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde lavere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Det kjøpes mer relatert drift i krisetider.</p>
Oppkjøpsmål	<p>Bedrifter som blir oppkjøpsmål under krisen hadde høyere gjeldsandeler årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde høyere gjeld årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde dårligere lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde dårligere lønnsomhet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde dårligere likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde dårligere likviditet årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	<p>Bedrifter som ble oppkjøpsmål under krisen hadde høyere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise.</p> <p>Disse bedriftene kom også fra bransjer som hadde høyere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.</p>	

Tabell 6: Oppsummering av hypoteser

5. Analyse

I dette kapitlet vil vi se på analyser vi har gjort av dataene og resultater fra disse. Vi starter først, i kapittel 5.1, med en deskriptiv analyse for å gi et bilde av antall oppkjøp og verdiene av disse, samt utviklingen av rentene, styringsrenten kontra pengemarkedsrenten. Deretter tar vi for oss en analyse av relaterthet i kapittel 5.2. før vi ser på den logistiske regresjonsanalysen i kapittel 5.3. Vi avslutter analysekapitlet med en oppsummering av regresjonsanalysen i kapittel 5.4, der vi blant annet ser på sammenhengen mellom de uavhengige variablene.

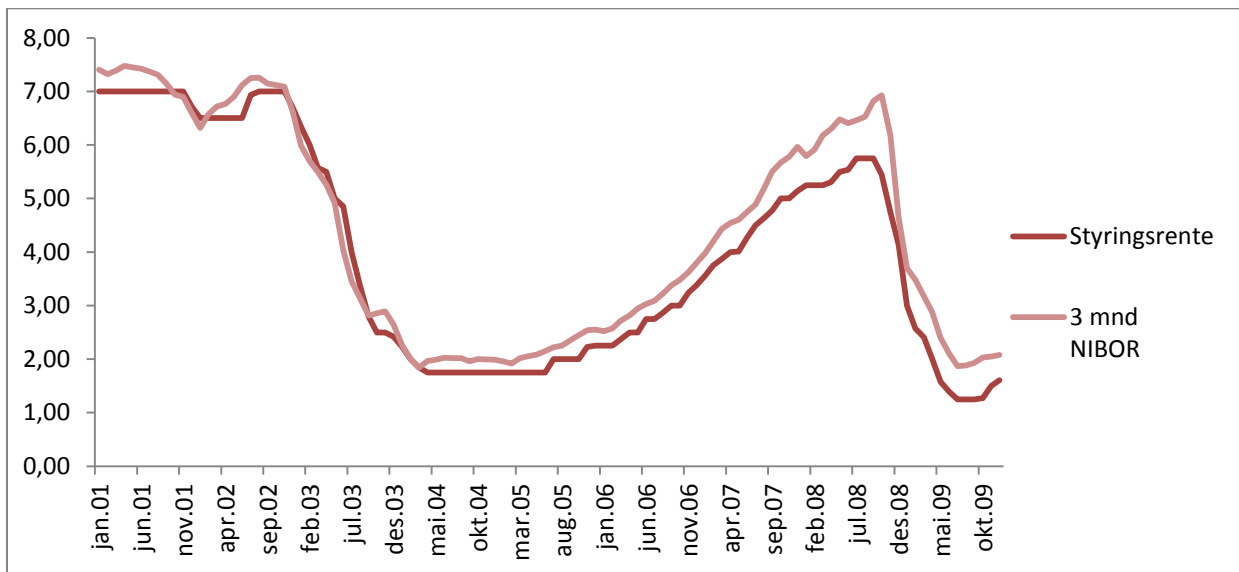
5.1. Deskriptiv analyse

5.1.1. Finanskrisens start

Som en naturlig start på vår analyse, vil vi først se på når Finanskrisen inntraff i Norge, og i denne forbindelse legge spesielt vekt på når den ble kjent for allmennheten. Grunnen til dette er at vi ønsker å finne et skille i når vi har med krisetransaksjoner å gjøre, og når det er transaksjoner som skjer utenom krisetid. Etter det tidspunktet Finanskrisen inntraff kan vi helt klart klassifisere transaksjoner som en krisetransaksjon. Det er i denne forbindelse viktig å understreke at vi ikke har som mål å forklare årsakene til Finanskrisen eller hvordan denne oppstod, men heller bruke starttidspunktet for krisen til å skille mellom hva som er en krisetransaksjon og ikke.

Som tidligere nevnt, var det for allmennheten konkursen av den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers, 15. september 2008, som satte starttidspunktet for Finanskrisen. Før denne tid hadde myndighetene grepet inn i flere store selskaper, og reddet disse fra å gå konkurs. Samtidig hadde flere banker latt seg kjøpe opp for å unngå å havne i samme situasjon som Lehman Brothers gjorde. Etter det ble kjent at myndighetene ikke ville gripe inn for å redde banken fra å gå konkurs, ble det fort klart hvor komplekst og sammenknyttet finansverden er. Banker, som tidligere hadde blitt ansett for å være sikre, ble nå nødt for å betale skyhøyt for å låne penger. Ingen hadde lenger tillitt til hverandre og verdensøkonomien stod i fritt fall.

Siden vi i denne analysen kun kommer til å konsentrere oss om Norge og innenlandske konsekvenser av krisens påvirkning på oppkjøp, vil vi i det følgende ta for oss nasjonale indikatorer når vi skal definere krisens starttidspunkt. Vi starter først med å se på renteutviklingen, herunder styringsrenten og pengemarkedsrenten, NIBOR. Som vi ser av figur 2, hadde begge en jevn stigning etter 2005 og frem til 2008, da Finanskrisen inntraff. Etter dette kom det et krakk, et raskt signifikant fall, i begge.

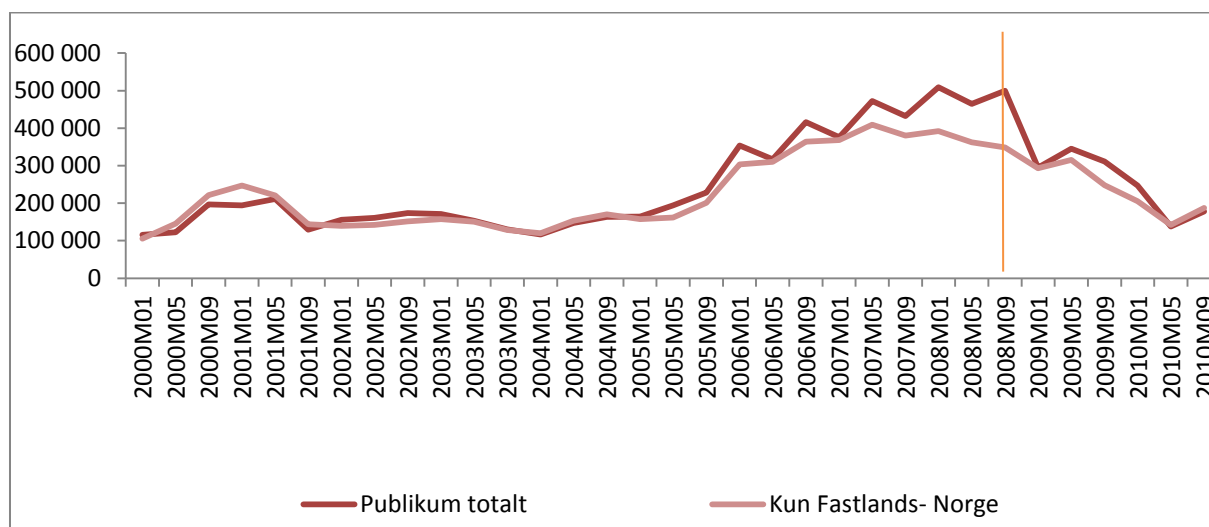


Figur 2: Renteutvikling. Basert på tall fra statistikkbanken, ssb.no

Renter er som kjent prisen på penger. Styringsrenten er renten på bankens innskudd inntil en viss kvote. Det er Norges Banks viktigste virkemiddel for gjennomføring av pengepolitikken (Norges Bank, 2011). Når denne går ned, innebærer det at det blir billigere å låne, og flere tar derfor opp mer gjeld når denne er lav. Som vi ser var rentenivået lenge lavt før Finanskrisen inntraff høsten 2008. Vi ser også av denne grafen at *spreaden* mellom NIBOR og styringsrente øker, som følge av risikopåslaget som oppstod i markedet ved Finanskrisens utbrudd. Som vi også ser av denne grafen var det rundt september 2008 den verste knekken kom, altså på samme tidspunkt som Lehman Brothers ble slått konkurs.

På grunn av lave renter og positivisme i markedet, var det mange som tok opp mye i lån fordi det var billig å låne. Dette førte til at når krisen inntraff, var det mange som satt med mye gjeld som de ikke klarte å betale tilbake. De måtte derfor ta opp nye lån for å kunne klare å

betjene den gamle gjelden. En interessant videreføring av rentegrafen, kan derfor være å se på samlet kreditt i markedet i samme periode som på grafen over.



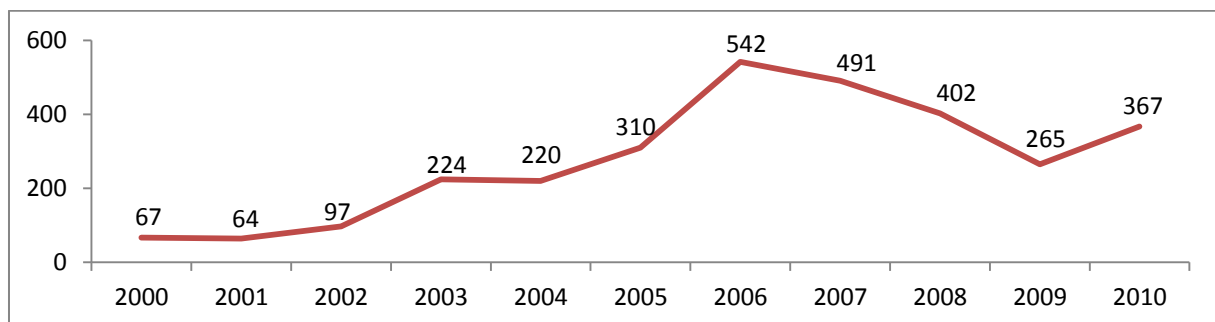
Figur 3: Kredittutvikling

Vi ser at gjelden har en jevn vekst frem til Finanskrisens inntog høsten 2008, hvor kredittveksten avtar til tross for fallende rente. Dette kan indikere den reduserte tilgangen det ble på kapital. Den mørke grafen viser total gjeld, mens den lyse viser kun for Fastlands-Norge, altså uten oljevirksomhet og utenriksjøfart.

Ut i fra det vi nå har diskutert ovenfor, anser vi det som naturlig å sette starttidspunktet for Finanskrisen til september 2008. Siden vi ikke med sikkerhet vet nøyaktig når konsekvensene av annonseringen av et oppkjøp kom, velger vi som tidligere nevnt å utelate 2008 fra vårt datasett.

5.1.2. Antall transaksjoner over tid

Fra databasen Zephyr har vi hentet transaksjoner som er annonsert helt tilbake til år 2000. For å gå nærmere inn på den deskriptive delen av vår analyse har vi derfor valgt å begynne med å gi en oversikt over antall transaksjoner som har blitt foretatt det siste tiåret. Det er viktig å merke seg at denne grafen er laget med de samme kriteriene som vi også har lagt til grunn i kapittel 3.3.1.1.

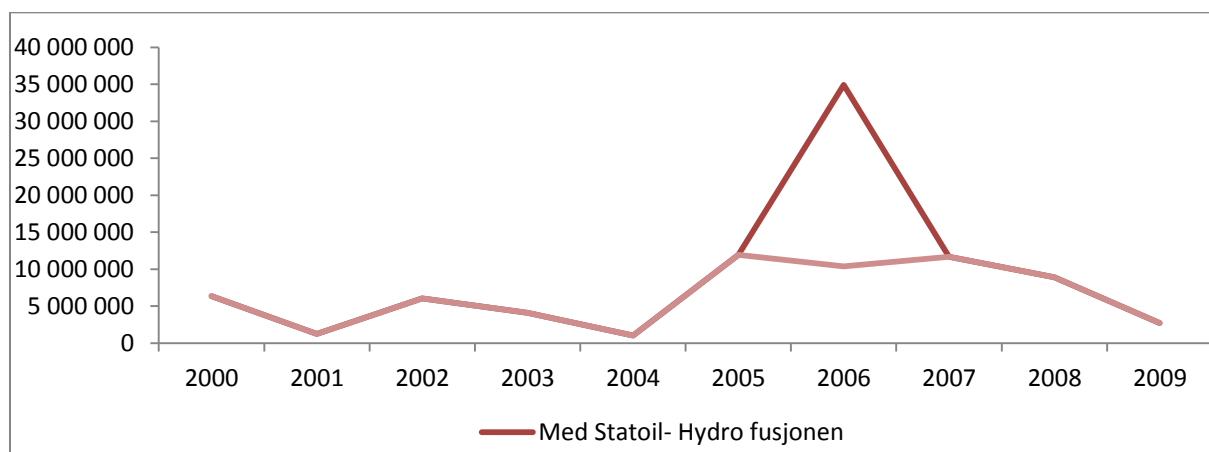


Figur 4: Oversikt over utvikling i antall transaksjoner

Som vi ser av grafen over, har det vært en jevn stigning i antall transaksjoner den siste tiden, frem til 2006, som er et rekordår med tanke på antall transaksjoner. Etter dette snur grafen og antall transaksjoner per år reduseres. Fra 2008 til 2009 får vi en omfangsrik reduksjon, hvor det nås en bunn på 265 transaksjoner, før det igjen snur. Vi ser dermed her at Finanskrisens virkninger treffer markedet for selskapskontroll, som går ned i en bølgedal. Årsaken til at vi ikke får en stor reaksjon før i 2009, vil mest sannsynlig være fordi etterspørsel ikke rakk å falle før den tid. Finanskrisen starter i slutten av 2008, men det er først i 2009 realkrisen inntreffer. Resultatet vi får her er dermed i tråd med vår første hypotese om at transaksjonsvolumet reduseres i krisetid, og dermed et forventet funn.

5.1.3. Transaksjonsverdi

Vi vil i det følgende gi en deskriptiv analyse av transaksjonsverdier det siste tiåret. Analysen vil derfor følgelig ta utgangspunkt i det samme datasettet presentert under forrige avsnitt, og inneholder salgsverdi, altså den summen oppkjøper betalte for oppkjøpsmålet.



Figur 5: Oversikt over utvikling av transaksjonsverdi

De aggregerte transaksjonsverdiene ser ut til å ha relativt stabil utvikling fra år til år, med unntak av et år, 2006. Siden dette året avviker veldig i forhold til de andre årene, både med tanke på antall transaksjoner og transaksjonsverdi, ønsket vi å se nærmere på om det var noen spesiell årsak til dette. Vi gikk derfor gjennom datasettet for å se om det kunne være enkelttransaksjoner med spesielt høy verdi som forårsaket dette avviket. Resultatet ble funnet fort – Statoils oppkjøp av Hydro. Selv om denne transaksjonen ble gjennomført i 2007, kommer verdien av denne for oss i 2006, da vi ser på annonsert dato. Av alle transaksjonene i 2006 stod denne for 70 prosent av den samlede verdien. Dersom vi ser bort i fra Statoil-Hydro oppkjøpet i 2006, ser vi at det er en jevn økning i transaksjonsverdien over tid.

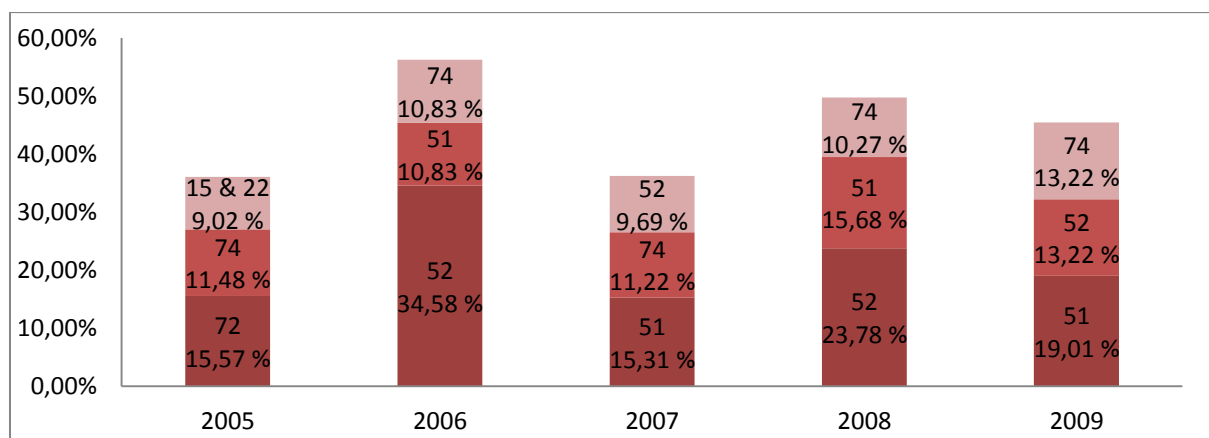
Vi ser av figur 5 at det er en variasjon i årlig transaksjonsverdi, der det eksempelvis forekommer en relativt kraftig økning fra 2004 til 2005. Verdinivået holdes stabil frem til 2007, der nedgangen starter. Dette skjer som følge av at Finanskrisen inntreffer. Samtidig vet vi at mellom årene 2008 og 2009 er det et fall i antall transaksjoner, noe som kan være med på å forklare denne utviklingen. Dersom vi ser tilbake i tid, ser vi at det samme skjedde rundt 2001, da IT boblen sprakk. Transaksjonsverdi faller etter boblen sprekker, for så å sakte men

sikkert bygge seg opp mot neste boble. Vi ser dermed at Finanskrisen slår ut i redusert transaksjonsverdi. En annen mulig årsak til fall i transaksjonsverdi under Finanskrisen, kan være den reduserte tilgangen bedrifter har på likviditet. Mange av bedriftene får et behov for å selge fordi de blir truffet hardt av krisen. Dette gjør at prisen på transaksjonen ikke lenger er en avgjørende faktor for om det blir gjennomført et oppkjøp eller ikke.

5.1.4. Utviklingen av transaksjoner fordelt på bransje

Vi har også sett på utviklingen i antall transaksjoner blant oppkjøpere, samt deres oppkjøpsmål. Først tar vi utgangspunkt i tosiffernivå, der de to første sifrene i bransjekoden er like. I den forbindelse har vi valgt å kun se på de tre største bransjene for hvert år, da disse utgjør om lag 30 – 50 prosent av alle transaksjonene¹¹. Mer detaljerte tabeller på antall transaksjoner finnes i vedlegg 7 for både oppkjøper og oppkjøpsmål.

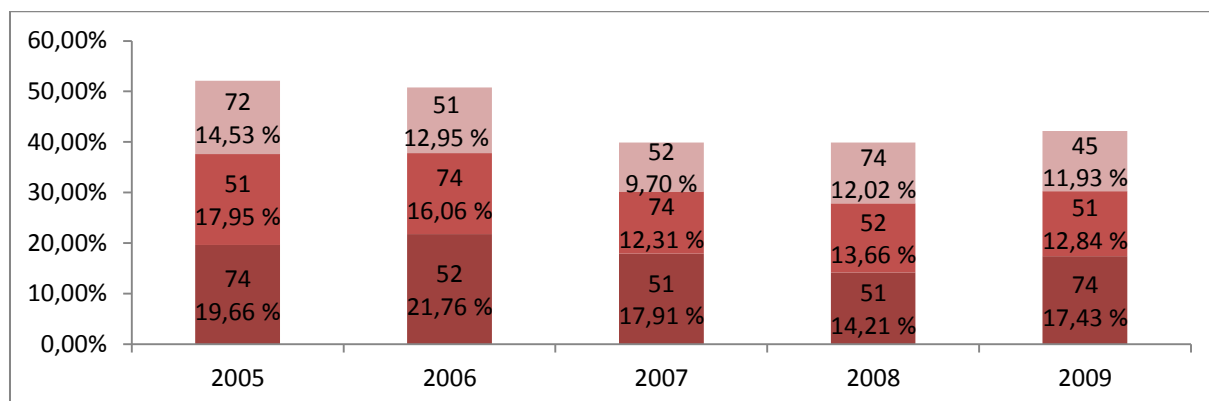
Oppkjøper



Figur 6: De tre største bransjene blant oppkjøpere

¹¹ Se Vedlegg 6 for hvor stor andel de tre største bransjene utgjør av totalen hvert år.

Oppkjøpsmål



Figur 7: De tre største bransjene blant oppkjøpsmål

Av grafene over oppkjøper og oppkjøpsmål ser vi her at bransjene 51- agentur og engroshandel, 52- butikkhandel og 74- diverse tjenestevirksomhet utmerker seg. Disse bransjene kommer igjen nesten hvert år både blant oppkjøpere og oppkjøpsmål. For å være mer spesifikk, går vi inn og ser mer detaljert på bransjekodene år for år på et firesiffernivå¹². I de følgende tabellene gir vi en oversikt over de tre største bransjene på firesiffernivå hvert år, og hvor stor prosentandel disse utgjør av totalt antall transaksjoner.

Firesiffernivå, oppkjøper						
År	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total
2005	7222	8,20 %	2213	6,55 %	7020	4,10 %
2006	5211	22,08 %	7420	7,08 %	5231	5,83 %
2007	5211	7,65 %	7221	4,08 %	7420	3,57 %
2008	5211	21,08 %	7222	4,86 %	1110	3,24 %
2009	5211	11,57 %	5139	8,26 %	7222, 7414	3,31 %

Tabell 7: Oversikt over tre største bransjer for oppkjøper

¹² Se vedlegg 8 for navn på bransjekoder.

Firesiffernivå, oppkjøpsmål						
År	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total
2005	7222	9,73 %	7420	8,85 %	5247	6,19 %
2006	5211	10,88 %	7420	7,77 %	2212, 5231	3,63 %
2007	5211	5,97 %	7222	4,10 %	7420	4,10 %
2008	5211	9,78 %	7420	6,52 %	7222	5,98 %
2009	5211	4,92 %	7420	4,37 %	7222	3,28 %

Tabell 8: Oversikt over tre største bransjer for oppkjøpsmål

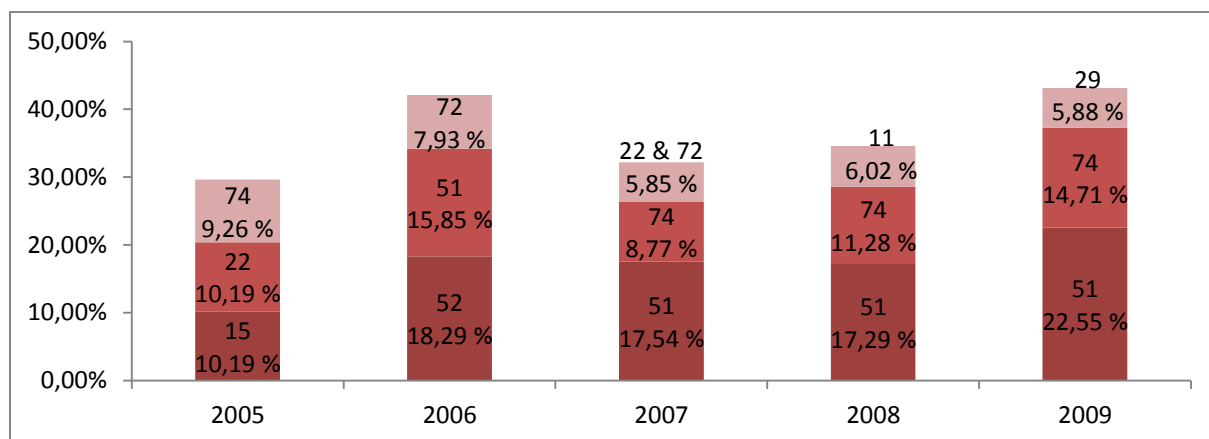
Ved å se nærmere på firesiffernivå, hvor bransjene er mer nøyaktig relaterte, ser vi tydelig at 5211 – butikkhandel med bredt varesortiment utmerker seg, med unntak av i år 2005. Denne bransjen er stor, men en annen grunn til resultatet kan være ICAs sammenslåinger, der flere datterselskaper går inn i ICA detalj (Handelsbladet.no, 2007). Generelt gjennomføres det i ICA svært mange transaksjoner hvert år, som et resultat av store forandringer i selskapsstrukturen, forandringer internt, utbytting av ledere og overgang fra Franchisevirksomhet til et mer aktivt eierskap (Schwartz og Reiten, 2010).

Grunnet de mange ICA transaksjonene, prøver vi derfor å gjennomføre analysen uten bransjen 5211- Butikkhandel med bredt varesortiment. Samtidig velger vi å ta vekk bransjene 7222 annen konsulentvirksomhet, samt 7420 arkitekt og byggevirksomhet, da disse bransjene også går ofte igjen. Disse tre bransjene inngår, som nevnt, i mellom 30- 50 prosent av alle transaksjoner hvert år.

Utviklingen av transaksjoner uten bransjekodene 5211, 7222 og 7420

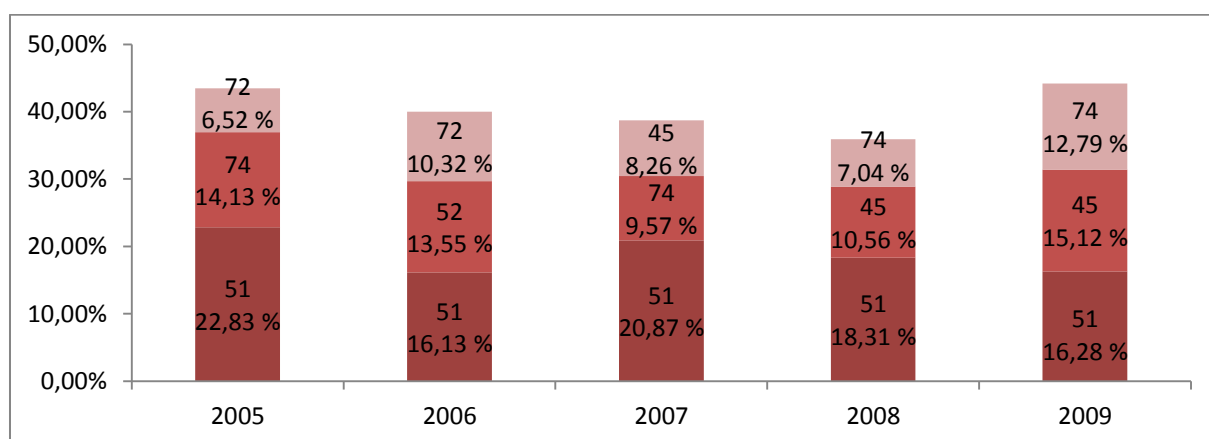
Etter disse tre bransjekodene er fjernet, sitter vi igjen med dette resultatet når vi ser på tosiffernivå.

Oppkjøpere



Figur 8: Oppkjøper uten de tre største bransjene

Oppkjøpsmål



Figur 9: Oppkjøpsmål uten de tre største bransjene

Ved å ytterligere fjerne de tre mest populære bransjekodene ser vi nå at 51- agentur- og engroshandelsbransjen, er på topp nærmest alle årene både hos oppkjøper og oppkjøpsmål. Tett etter følger 74 – diverse tjenestevirksomhet og 45 – byggebransjen.

Ved å spesifisere på et firesiffernivå får vi disse resultatene:

Firesiffernivå, oppkjøper						
År	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total
2005	2213	7,41 %	7020	4,63 %	1110, 1520, 1581, 7230	3,70 %
2006	5231	8,54 %	7221	6,10 %	5247	5,49 %
2007	7221	4,68 %	502, 5184, 8187, 7221, 7310	3,51 %		
2008	1110	4,51 %	5187	3,76 %	5187, 6321, 6424, 7221, 9302	3 %
2009	5139	9,80 %	7414	3,92 %	3511	3,92 %

Tabell 9: Oversikt over tre mest fremtredende bransjer for oppkjøper

Firesiffernivå, oppkjøpsmål						
År	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total	Bransjekode	Prosent av total
2005	5247	6,19 %	5138	5,43 %	7487	5,43 %
2006	2212, 5231	4,52 %	7450	3,23 %		
2007	5187	4,35 %	502, 5147	3,04 %		
2008	7221, 5187	4,24 %	4521	4,22 %		
2009	7414, 4533	4,65 %	502, 3320, 4010, 4521, 4531, 7430	3,49 %		

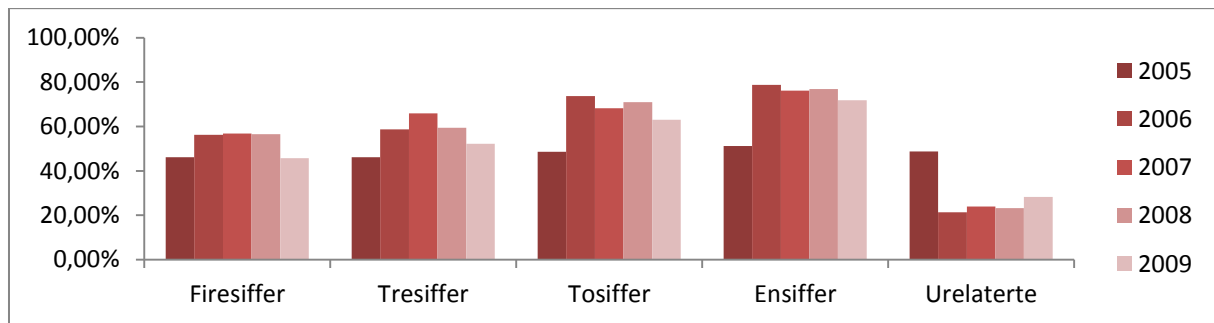
Tabell 10: Oversikt over tre mest fremtredende bransjer for oppkjøpsmål

Vi ser her at vi nå får mange forskjellige bransjekoder som utgjør kun en liten del av totalen per år. Det er dermed svært få som går igjen.

Vi kan dermed konkludere med at de største bransjene er desidert 5211 - Butikkvirksomhet med bredt vareutvalg, 7222 - annen konsulentvirksomhet og 7420 - arkitekt og byggevirksomhet. Siden det er flest antall transaksjoner innad i disse bransjene over tid, både blant oppkjøper og oppkjøpsmål, antar vi derfor at transaksjoner i stor grad er relaterte. Dette bringer oss over på neste kapittel om relaterthet.

5.2. Relaterthet

Innenfor relaterthet antok vi at det kjøpes mer relatert drift i krisetid i vår hypotese. For å finne ut om vår hypotese stemte, sammenliknet vi kjøpers bransjekode med oppkjøpsmålets bransjekode, for å se om oppkjøpere kjøper relaterte bedrifter eller ikke. Vi ser her på relaterthet på fem nivåer. Firesiffernivå – som er høyest relaterthet med de fire første sifrene i bransjekoden lik og tresiffer-, tosiffer-, og ensiffernivå med kun likhet på det første sifferet i bransjekoden. Siste nivå har ingen likhet og er dermed urelatert. Figur 10 viser hvor stor andel av totalen oppkjøper og oppkjøpsmål er relaterte på de ulike nivåene, de ulike årene. Det er viktig å presisere at dersom bedrifter er relaterte på eksempelvis firesiffernivå er de også relaterte på tre-, to- og ensiffernivå.



Figur 10: Relaterthet

Vi ser av resultatene at relaterte kjøp på firesiffernivå øker med omlag 10 prosent fra 2005 til 2006, men blir redusert med ca 10 prosent fra 2008 til 2009. Dette innebærer at relatertheten øker i tider uten krise, men får en reduksjon i krisetider.

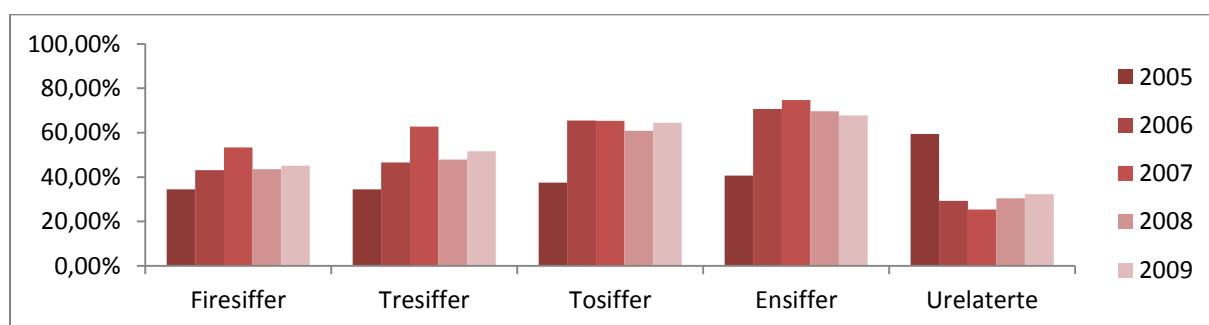
Ved å ta utgangspunkt i tosiffernivå, får vi en økning på hele 25 prosent fra 2005 til 2006, men det reduseres med omlag 6 prosent året etter. I 2008 har vi en forsiktig økning på ca 3 prosent, men relatertheten faller med ytterligere 8 prosent i 2009. Dette innebærer at vi også her kan se en reduksjon i relaterthet i kriseår.

Ved kun å se på totalt urelaterte bedrifter ser vi et markant fall fra 2005 med ca 48,72 prosent til 2006, der det kun er 20,73 prosent urelaterthet. Etter dette stiger antall urelaterte bedrifter gradvis, på samme tid som antall relaterte transaksjoner reduseres med tilsvarende størrelse.

Det er ikke store endringer, men bedrifter kjøper altså ikke mer relatert drift i krisetider slik vi antok i vår hypotese. Det er heller en forsiktig vekst i urelaterte transaksjoner. Vi er derfor interesserte i å finne ut om det blir store endringer dersom vi tar vekk de tre mest populære bransjekodene, slik vi også gjorde i forrige delkapittel.

Relaterthet uten bransjene 5211, 7222 og 7420

Når vi fjerner de tre mest populære bransjekodene får vi dette resultatet:



Figur 11: Relaterthet uten de tre mest populære bransjekodene

Som vi ser av figuren er endringene fra år til år små. Det kan derfor være enklere om vi fremstiller resultatene i tabellform. Vi har derfor i det følgende satt opp tabeller over det samme datasettet som i figurene over.

Relaterthet på alle bransjetransaksjoner					
	Firesiffer	Tresiffer	Tosiffer	Ensiffer	Urelaterte
2005	46,15 %	46,15 %	48,61 %	51,17 %	48,72 %
2006	56,25 %	58,75 %	73,75 %	78,75 %	21,25 %
2007	56,82 %	65,91 %	68,18 %	76,13 %	23,86 %
2008	56,52 %	59,42 %	71,01 %	76,81 %	23,19 %
2009	45,65 %	52,17 %	63,05 %	71,75 %	28,26 %

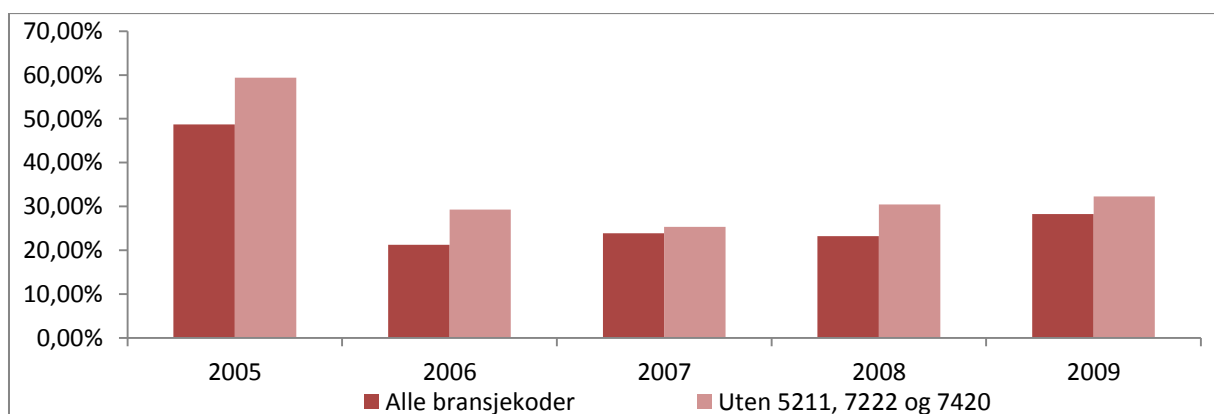
Tabell 11: Relaterthet

Relaterthet uten 5211, 7222 og 7420					
	Firesiffer	Tresiffer	Tosiffer	Ensiffer	Urelaterte
2005	34,38 %	34,38 %	37,51 %	40,64 %	59,38 %
2006	43,10 %	46,55 %	65,52 %	70,69 %	29,31 %
2007	53,33 %	62,66 %	65,33 %	74,66 %	25,33 %
2008	43,48 %	47,83 %	60,87 %	69,57 %	30,43 %
2009	45,16 %	51,61 %	64,51 %	67,74 %	32,26 %

Tabell 12: Relaterthet uten de tre mest populære bransjekodene

Ved å ta vekk de tre mest populære bransjekodene, ser vi en ytterligere reduksjon i relaterthet, og følgelig en økning i urelaterthet. Disse resultatene er også konsistente med tanke på år og siffernivå. Eksempelvis ligger relaterthet på firesiffernivå, i forhold til den første analysen med alle bransjene, på 0,49 prosentpoeng mindre relatert på det laveste i 2009, og opp til 13,15 prosentpoeng mindre relatert på det meste i 2006, når vi fjerner de mest populære bransjetransaksjonene. Transaksjonene er altså mer relaterte i den første analysen med alle bransjekoder. Men til forskjell fra analysen med alle bransjer inkludert, øker relatertheten mye i 2006 og 2007 i analysen uten de mest populære bransjetransaksjonene.

Av vår nye analyse kan vi se at transaksjonene blir 5,10 prosentpoeng mer urelaterte fra 2007 til kriseåret 2008, samt at det er en ytterligere økning på 1,8 prosentpoeng i 2009. Med analysen som inkluderte alle transaksjonene var det en nedgang i urelaterthet på 0,7 prosentpoeng fra 2007 til 2008, med en påfølgende økning på 5 prosentpoeng i 2009. Dette kan vi også se av figuren nedenfor, som viser en oversikt over urelaterte oppkjøp, der ingen av sifrene i bransjekoden er like.



Figur 12: Urelaterte oppkjøp

Av dette finner vi ingen støtte for vår hypotese, altså blir ikke kjøpene mer relaterte i krisetid. Forklaringen på dette kan være økende grad av såkalte brannsalg, og vi ser dermed en økning i urelatert oppkjøp. Det kan tenkes at bedriftene er hardt truffet av krisen, og dermed ikke har mulighet til å fortsette sin virksomhet. De blir priset lavt, da resten av bedriftene i samme bransje ikke har mulighet til å foreta et oppkjøp, og de må derfor i stedet prøve å tiltrekke seg bedrifter fra andre bransjer. Som vi ser av figur 12 øker urelaterthet noe, men ikke vesentlig.

Vi konkluderer derfor med at det i krisetid blir foretatt mer urelatert oppkjøp, enn i tider uten krise.

5.3. Resultater fra regresjonsanalysen

Vi har foretatt flere regresjonsanalyser i den følgende delen av avhandlingen. For det første har vi delt mellom å se på egenskapene til transaksjonene ett (T1) og to (T2) år før transaksjonen skjedde. I tillegg har vi skilt mellom å se på variabler i forhold til bransjens median og bransjens gjennomsnitt. Vi har også sett på oppkjøper og oppkjøpsmål hver for seg. Dette innebærer at vi i alt har foretatt åtte regresjonsanalyser som vi i det følgende vil legge frem, og diskutere resultatene av. Senere vil vi komme med en oppsummering, der vi ser de ulike resultatene fra de forskjellige analysene i sammenheng.

For å være sikre på at likviditetsgrad 1 og gjeldsandel ikke måler noe av det samme, valgte vi å kjøre analyser der en av disse ble tatt bort. Når vi sammenlignet resultatene av disse analysene med analysene som inkluderte alle variablene, var det få tilfeller der signifikansnivået i stor grad ble endret, og resultatene ble heller ikke mer konsistente¹³. Siden vi også tidligere har sjekket korrelasjon og kolinearitet mellom variablene, og konkludert med at det ikke er noen av variablene som i stor grad korrelerer høyt, har vi derfor valgt å ta med alle variablene videre i analysen. I de følgende tabellene som inneholder resultatene fra analysen, vil vi kun presentere signifikansnivå og hvilken retning B-koeffisienten påvirker modellen¹⁴. Vi har satt signifikansnivå til 5 prosent, da dette er et krav som vanligvis brukes i statistiske tester. Alle resultater over 5 prosent kan vi derfor ikke påstå har noen betydning i modellen. Vi starter først med å se nærmere på oppkjøper og deres egenskaper, før vi deretter tar for oss oppkjøpsmål.

¹³ Se Vedlegg 9 og 10 for analyse uten likviditetsgrad og gjeld.

¹⁴ Se Vedlegg 11 for fullstendige tabeller over resultater.

5.3.1. Oppkjøpere

Først tar vi for oss resultatene av bedrifter som er oppkjøpere, og hvilke effekter de ulike variablene har på sannsynligheten for om det er en krisetransaksjon eller ikke.

5.3.1.1. På tid T1 i forhold til bransjens median

Vi starter først med å se på disse bedriftenes egenskaper ett år før transaksjonen skjer, målt i forhold til bransjens median.

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	0,067	0,001
	Totalkapitalrentabilitet	0,003	0,232
	Likviditetsgrad	0,000	0,956
	Vekst	- 0,055	0,000
	Størrelse	0,000	0,600
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,085	0,032
	Totalkapitalrentabilitet	0,143	0,000
	Likviditetsgrad	- 7,390	0,000
	Vekst	- 0,146	0,001

Tabell 13: Oppkjøper Median T1

I denne analysen får vi at Nagelkerke R^2 blir 0,292. Desto høyere denne er, desto bedre er modellen vår. I dette tilfellet innebærer Nagelkerke at variasjonen i de uavhengige variablene forklarer 29,2 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen.

Det første vi legger merke til av regresjonsanalysen er at differansen i gjeldsandel mellom bedrift og bransje har noe å si for om det er en krisetransaksjon eller ikke. Denne variabelen er signifikant, noe som innebærer at den har en effekt på den avhengige variabelen, og dermed en effekt i modellen. Variabelen har en positiv B-koeffisient, noe som innebærer at det er en positiv sammenheng mellom gjeld og krisetransaksjon. Med andre ord, jo høyere gjeld en bedrift har, jo mer sannsynlig er det at det er en krisetransaksjon. Generelt kan dette tolkes som at en krisetransaksjon hadde høyere gjeld enn transaksjoner som ble gjennomført i tider uten krise, blant oppkjøpere. Dette strider imidlertid mot vår hypotese om at bedrifter som er oppkjøpere i krisetransaksjoner har lavere gjeldsandel, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Fra vår analyse kan vi tolke resultatene som at det var mer sannsynlig at det ble

foretatt en krisetransaksjon i bedrifter som generelt hadde høyere gjeldsandel. Dette kan forklares ut i fra forhold som lå til grunn for Finanskrisen. Stort sett alle bedrifter hadde høy gjeld i forkant av krisen, på grunn av at det hadde vært billig å ta opp lån da renten hadde vært lav. Blant alle som tok opp mye i gjeld, ser det dermed ut til at det er de bedriftene med høyest gjeld som blir oppkjøpere i krisetid.

Det motsatte gjelder derimot for differansen i gjeld mellom bransje og næringsliv. Denne variabelen har signifikant negativ verdi. Dette innebærer at det er sannsynlig at bransjer som er involvert i oppkjøp, blant oppkjøperne, i krisetider generelt har lavere gjeld året før transaksjonen skjer, enn bransjer som foretar transaksjoner i tider uten krise. Dette årsjusterte målet for gjeld er dermed i tråd med vår hypotese tidligere i avhandlingen. Når gjeld dermed ses i forhold til median i bransjen, er det blant oppkjøperne de bransjene med lav gjeld som foretar oppkjøp, mens innenfor disse bransjene er det bedrifter med høy gjeld som står for oppkjøpene i krisetider.

Det bransjejusterte målet for vekst er også signifikant, med negativ B-koeffisient. Dette innebærer at vekst har negativ effekt i modellen. Desto lavere vekst, desto mer sannsynlig er det dermed at det er en krisetransaksjon, og at bedriften er oppkjøper i krisetid. Det samme gjelder også for det årsjusterte målet for vekst. Desto lavere vekst det er i bransjen året før transaksjonen skjer, desto mer sannsynlig er det at det er en krisetransaksjon. Dette anser vi som naturlig, og i tråd med vår hypotese om at det er de stabile selskapene som foretar oppkjøp i krisetider. Disse bedriftene kommer også i tillegg fra bransjer med lavere vekst året før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise.

Det årsjusterte målet for total kapital er positiv og signifikant. Dette innebærer at lønnsomhet i bransjen har noe å si for om en blir oppkjøper i krisetid eller ikke. Jo høyere lønnsomhet det er i bransjen, desto mer sannsynlig er det at denne bransjen er involvert i oppkjøp i krisetid. Dette er også i tråd med vår hypotese om at det er de bransjene med høyest lønnsomhet som har de beste mulighetene for å bli oppkjøpere i krisetid.

Likviditetsgrad innad i bransjen har også effekt i modellen, da det årsjusterte målet for likviditet er signifikant og negativ. Dette indikerer dermed at jo dårligere likviditet det er i bransjen, jo mer sannsynlig er det at denne bransjen er å finne blant oppkjøpere i krisetider. I

forbindelse med vår hypotese, er dette motsatt av det vi antok. Vi antok at det var de stabile bedriftene, med god tilgang på likviditet som ble å finne blant oppkjøperne i krisetider. Resultatene viser altså at det er større sannsynlighet for krisetransaksjon i bransjer der likviditeten er lav. Generelt kan dette tolkes som at krisetransaksjoner hadde dårligere likviditet året før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise. Bransjer som var involvert i transaksjoner i krisetid var dermed lite likvide til tross for at tilgangen på kapital i markedet forut for krisen var god.

Kontrollvariabelen størrelse ser vi her at ikke er signifikant. Vi finner derfor ikke bevis for om denne variabelen har noen effekt i modellen, eller ikke.

5.3.1.2. På tid T1 i forhold til bransjens gjennomsnitt

Dersom vi i stedet måler differansen mellom bedrift og bransje, bransje og næringsliv i forhold til bransjens gjennomsnitt finner vi følgende resultater:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,015	0,051
	Totalkapitalrentabilitet	0,001	0,812
	Likviditetsgrad	-0,001	0,690
	Vekst	- 0,306	0,000
	Størrelse	0,000	0,037
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	0,008	0,748
	Totalkapitalrentabilitet	0,096	0,000
	Likviditetsgrad	4,675	0,000
	Vekst	0,000	0,840

Tabell 14: Oppkjøper Gjennomsnitt T1

I forbindelse med denne analysen blir Nagelkerke lik 0,408. Dette innebærer dermed at modellens forklaringskraft er lik 40,8 prosent.

I dette tilfellet får vi ikke like mange signifikante resultater som når vi måler i forhold til bransjens median, men det er likevel et par poeng vi har lyst til å trekke frem, da disse støtter våre funn i den forrige analysen. Det bransjejusterte målet for vekst er statistisk signifikant og negativ. Dette innebærer at det er større sannsynlighet for at det er en krisetransaksjon når

oppkjøper har lav vekst året før transaksjonen skjer, sammenlignet med transaksjoner som foregår i tider uten krise. Dette er igjen i tråd med vår hypotese, og kan argumenteres for på samme måte som det ble gjort under median.

Lønnsomhet i bransjen spiller også her en viktig rolle. Det årsjusterte målet viser at det er statistisk signifikant at jo høyere lønnsomhet det er innad i bransjen, desto større sannsynlighet er det for at det blir gjennomført en transaksjon i krisetider blant oppkjøpere. Igjen støtter dette resultatet vi fikk under median, og er i tråd med vår hypotese.

Det årsjusterte målet for likviditetsgrad 1 er også statistisk signifikant, men her positiv. Dette innebærer at desto mer likviditet det er innad i bransjen, desto mer sannsynlig er det at denne bransjen er involvert i oppkjøp i krisetider. Sagt på en annen måte, ser vi tendenser til at bransjer som inneholder oppkjøpere i krisetransaksjoner generelt har mer likviditet året før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Dette er i tråd med vår hypotese om likviditet, der vi antar at de stabile bedriftene med god likviditet har bedre muligheter for å kunne foreta oppkjøp i krisetider.

Målt i forhold til bransjens gjennomsnitt, ser vi at kontrollvariabelen størrelse også blir statistisk signifikant og positiv. Omsetning varierer mye mellom bedrifter, noe som gir stort utslag siden vi måler størrelse i absolutt omsetning. Denne variasjonen i omsetning mellom bedrifter gjør at B-koeffisienten blir presset mot 0. På bakgrunn av dette tolker vi heller denne koeffisienten som positiv, i stedet for å si at den er 0. Vi kan dermed si at størrelse har noe å si for sannsynligheten for krisetransaksjon. Resultatene viser dermed at oppkjøpere generelt er større året før krisetransaksjonen skjer, sammenlignet med transaksjoner som skjer i tider uten krise.

5.3.1.3. På tid T2 i forhold til bransjens median

Ser vi på oppkjøpere to år før transaksjonen skjer får vi følgende resultater når vi sammenligner med bransjens median:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	0,064	0,008
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,004	0,287
	Likviditetsgrad	- 0,013	0,347
	Vekst	0,000	0,807
	Størrelse	0,000	0,642
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,018	0,600
	Totalkapitalrentabilitet	0,048	0,232
	Likviditetsgrad	- 7,720	0,000
	Vekst	0,007	0,701

Tabell 15: Oppkjøper Median T2

Her er Nagelkerke lik 0,132, noe som innebærer at variasjonen i de uavhengige variablene forklarer 13,2 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen.

I dette tilfellet er det kun to variabler som er statistisk signifikant, og som dermed har en effekt i modellen. Dette gjelder det bransjejusterte målet for gjeldsandel, og det årsjusterte målet for likviditetsgrad.

Gjeldsandel har en positiv effekt i modellen, noe som innebærer at det er mer sannsynlig at det er en krisetransaksjon når bedriftene har høyere gjeldsandel to år før transaksjonen. Likviditetsgrad 1 er signifikant og negativ. Dette innebærer at det er større sannsynlighet for at det blir foretatt en krisetransaksjon desto mindre likviditet det er i bransjen to år før transaksjonen skjer, sett i forhold til transaksjoner som skjer i andre perioder. Disse resultatene er også i tråd med resultatet vi fikk når vi sammenlignet med bransjens median ett år før transaksjonen skjedde, og således i strid med vår hypotese.

5.3.1.4. På tid T2 i forhold til bransjens gjennomsnitt

Dersom vi på den annen side sammenligner bedriftene og næringslivet i forhold til bransjens gjennomsnitt, får vi disse resultatene:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,024	0,003
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,005	0,295
	Likviditetsgrad	- 0,026	0,001
	Vekst	- 0,007	0,500
	Størrelse	0,000	0,418
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,018	0,302
	Totalkapitalrentabilitet	0,043	0,001
	Likviditetsgrad	0,437	0,387
	Vekst	-0,001	0,016

Tabell 16: Oppkjøper Gjennomsnitt T2

Målt i forhold til bransjenes gjennomsnitt blir Nagelkerke lik 0,089. Dette betyr igjen at modellen forklarer 8,9 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen.

I dette tilfellet finner vi at differansen i gjeldsandel mellom bedrift og bransje har en effekt i modellen. Variabelen er signifikant og negativ, noe som innebærer at det er en negativ sammenheng mellom gjeld og krisetransaksjon. Vi kan tolke dette som at desto lavere gjeld, desto mer sannsynlig er det at er en krisetransaksjon. Med andre ord kan dette tolkes som at krisetransaksjoner generelt, blant oppkjøpere, hadde lavere gjeld to år før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som ble gjennomført i tider uten krise. Dette er også i tråd med vår hypotese om at oppkjøpere i krisetid generelt hadde lavere gjeldsandelere årene før transaksjonen skjedde. Disse antas da å være stabile bedrifter med lett tilgang på egenkapital i krisetider, som de kan benytte til oppkjøp.

Videre ser vi at det bransjejusterte målet for likviditetsgrad er signifikant og negativt. Dette er det første tilfellet hvor vi får signifikante resultater på dette målet for likviditetsgrad. Det kan se ut til at bedrifter med generelt dårligere likviditet har større sannsynlighet for å foreta en krisetransaksjon. I forbindelse med vår hypotese, gir dette motstridende resultater. Vi trodde i utgangspunktet at det var de bedriftene med god likviditet som hadde mulighet til å foreta oppkjøp i krisetider. Det ser imidlertid ut til at dette ikke er tilfellet.

De årsjusterte målene for lønnsomhet og vekst blir her signifikante. Det kan se ut til at det er større sannsynlighet for krisetransaksjon i bransjer med bedre lønnsomhet og lavere vekst to år før transaksjonen skjer. Dette stemmer overens med våre hypoteser, der vi tror at oppkjøpere generelt kommer fra bransjer med gjennomsnittlig god lønnsomhet. Disse bransjene vokser også generelt mindre årene før transaksjonen skjer, og kan dermed anses som relativt stabile bransjer.

5.3.2. Oppkjøpsmål

Denne delen av analysen vil ta for seg oppkjøpsmål, og hvilke resultater den logistiske regresjonsanalysen har gitt når det kommer til deres variabler.

5.3.2.1. På tid T1 i forhold til bransjens median

Vi starter først med å sammenligne bedrifter og næringslivet med bransjens median ett år før transaksjonen skjer. Vi får da følgende resultater fra den logistiske regresjonsanalysen:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	0,014	0,150
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,003	0,107
	Likviditetsgrad	0,004	0,591
	Vekst	- 0,003	0,331
	Størrelse	0,000	0,890
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,093	0,001
	Totalkapitalrentabilitet	0,067	0,032
	Likviditetsgrad	- 6,559	0,000
	Vekst	- 0,036	0,291

Tabell 17: Oppkjøpsmål Median T1

Nagelkerke blir i dette tilfellet 0,105. Dette innebærer at 10,5 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen blir forklart av variasjonen i de uavhengige variablene.

Det første vi legger merke til ved denne analysen er at det ser ut til at det ikke er noen spesiell effekt hos bedriftene spesielt, som gir utslag i modellen.

Ser vi derimot på de årsjusterte målene, ser vi at blant annet gjeldsandel er statistisk signifikant og negativ. Det innebærer at bedrifter som er innblandet i oppkjøp i krisetid, som oppkjøpsmål, først og fremst kommer fra bransjer som har lavere gjeld året før transaksjonen skjer. I tillegg har disse bransjene bedre lønnsomhet og dårligere likviditet året før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Det kan tolkes ut i fra at totalkapitalrentabilitet og likviditetsgrad 1 er signifikant, og henholdsvis positiv og negativ. Enkelte av disse funnene stemmer overens med de hypotesene vi har laget. Vi tror at bransjer som er involvert i krisetransaksjoner året før transaksjonen skjer er kjennetegnet av dårligere likviditet, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise, noe som ser ut til å være tilfelle. Det som overrasker er at det kan se ut til at oppkjøpsmål i krisetider kommer fra bransjer med lavere gjeld og bedre lønnsomhet enn transaksjoner i andre perioder. Dette er overraskende funn. Generelt skulle en tro at bedrifter som blir truffet hardt av krisen, i utgangspunktet har store finansieringsproblemer, som følge av opptak av mye gjeld i årene før krisen inntreffer, og dårlig lønnsomhet og at dette derfor er grunnen til at de blir solgt. Det ser i midlertid ikke ut som at dette er tilfellet, da resultatet her viser at det er større sannsynlighet for krisetransaksjoner dersom bransjene har lav gjeldsandel og god lønnsomhet.

5.3.2.2. På tid T1 i forhold til bransjens gjennomsnitt

Sammenligner på den annen side med bransjens gjennomsnitt ett år før transaksjonen skjer, får vi disse resultatene:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	0,003	0,507
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,004	0,014
	Likviditetsgrad	0,003	0,454
	Vekst	- 0,040	0,327
	Størrelse	-0,001	0,606
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	0,010	0,614
	Totalkapitalrentabilitet	0,045	0,000
	Likviditetsgrad	5,930	0,000
	Vekst	0,000	0,004

Tabell 18: Oppkjøpsmål Gjennomsnitt T1

Her blir Nagelkerke lik 0,345, hvilket innebærer at 34,5 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen er forklart av variasjonen i de uavhengige variablene.

Som vi ser av tabellen, vil bedrifter som generelt har lavere lønnsomhet et år før transaksjonen skjer, ha større sannsynlighet for å være involvert i oppkjøp i krisetider, og da som oppkjøpsmål. Disse bedriftene kommer gjerne fra bransjer som har både bedre lønnsomhet og likviditet året før transaksjonen skjer. Vekst i bransjen kan sies å ikke ha noen påvirkning på modellen, da B-koeffisienten er 0. I forhold til vår hypotese er det enkelte av disse resultatene som stemmer, nemlig at det er større sannsynlighet for en krisetransaksjon, dersom bedrifter har dårligere lønnsomhet året før transaksjonen skjer. Resultatene innebærer imidlertid at disse bedriftene i utgangspunktet kommer fra bransjer med god likviditet og lønnsomhet, noe som strider imot vår hypotese. Det er dermed mulig å anta at bransjer som er kjennetegnet av god lønnsomhet og solid likviditet inneholder attraktive oppkjøpsmål i krisetider.

5.3.2.3. På tid T2 i forhold til bransjens median

Vi skal nå se på hvordan egenskapene til bedriftene som blir oppkjøpsmål er to år før transaksjonen inntreffer. Vi starter først med å sammenligne mot bransjens median.

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,027	0,146
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,001	0,518
	Likviditetsgrad	- 0,069	0,002
	Vekst	- 0,006	0,251
	Størrelse	0,000	0,937
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,094	0,000
	Totalkapitalrentabilitet	0,106	0,005
	Likviditetsgrad	- 6,438	0,000
	Vekst	0,012	0,482

Tabell 19: Oppkjøpsmål Median T2

I dette tilfellet viser Nagelkerke at modellens forklaringskraft blir lik 0,120, hvilket innebærer at 12 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen er forklart av variasjonen i de uavhengige variablene.

Tabellen ovenfor viser at to år før transaksjonen skjer, kan en se tendenser til at bedrifter med dårligere likviditet er mer sannsynlig til å bli oppkjøpsmål i krisetider. At bedriftene har dårligere likviditet, stemmer overens med våre antakelser tidligere i avhandlingen.

Selskapene som blir solgt i krisetider kommer først og fremst fra bransjer med lavere gjeld, bedre lønnsomhet og dårligere likviditet to år før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som forekommer i tider uten krise. Det som skiller seg ut her i forhold til vår hypotese, er at de bransjene oppkjøpsmål i krisetider kommer fra, ser ut til å ha lavere gjeld og bedre lønnsomhet enn transaksjoner som skjer i andre perioder. Som tidligere nevnt, antar vi nettopp det motsatte og dette er dermed et interessant og overraskende funn. De overraskende funnene kan henge sammen med at bedriftene som blir solgt i utgangspunktet kommer fra solide bransjer med lav gjeld og god lønnsomhet, men sliter med likviditeten og dermed blir attraktive oppkjøpsmål for andre bedrifter.

5.3.2.4. På tid T2 i forhold til bransjens gjennomsnitt

På den annen side får vi disse resultatene dersom vi sammenligner egenskaper ved transaksjonene to år før de skjer med bransjens gjennomsnitt:

		B - Koeffisient	Signifikansnivå
BRANSJEJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,019	0,043
	Totalkapitalrentabilitet	- 0,003	0,350
	Likviditetsgrad	- 0,027	0,007
	Vekst	- 0,151	0,008
	Størrelse	- 0,002	0,404
ÅRSJUSTERT	Gjeldsandel	- 0,041	0,003
	Totalkapitalrentabilitet	0,053	0,000
	Likviditetsgrad	1,638	0,002
	Vekst	0,000	0,963

Tabell 20: Oppkjøpsmål Gjennomsnitt T2

Modellens forklaringskraft er i dette tilfellet lik 0,091, i følge Nagelkerke. Det innebærer at modellen forklarer 9,1 prosent av variasjonen i den avhengige variabelen.

Når vi ser på sannsynligheten for at bedrifter blir solgt i krisetider i forhold til bransjens gjennomsnitt, kan vi se tendenser til at disse selskapene er kjennetegnet av lavere gjeld, dårligere likviditet og lavere vekst to år før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Enkelte av disse er nok en gang overraskende funn, ettersom vi antok at oppkjøpsmål ofte slet med mye gjeld og høy vekst i forkant av krisen, og at dette derfor var grunnen til at de ble solgt. Det at bedriftene som blir solgt i krisetider ser ut til å ha dårligere

likviditet i årene før transaksjonen, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise, er derimot i overensstemmelse med våre hypoteser.

Det kan se ut til at de bedriftene som ble solgt i krisetider først og fremst kommer fra bransjer med lavere gjeld, bedre lønnsomhet og bedre likviditet enn bedrifter som blir solgt i tider uten krise. Nok en gang strider dette imot våre antakelser, og vi anser dette som interessante funn.

5.4. Oppsummering av resultater

I det følgende vil vi sette opp en oversikt over resultatene vi har fått fra analysen. Dette for å gi en bedre oversikt over hva som faktisk er utfallet av analysen vi har gjort. Vi vil her se nærmere på forskjellen mellom de ulike typer målinger vi har foretatt i forhold til bransjen, samt tidspunktene vi har målt på og sammenhengen mellom de uavhengige variablene. Først tar vi for oss oppkjøper og deretter oppkjøpsmålets egenskaper. Her vil vi kun presentere de signifikante resultatene, som dermed har en effekt i modellen. Som tidligere i oppgaven, vil i det følgende T1 bety egenskaper ved transaksjonen ett år før den skjer, mens T2 vil være to år før transaksjonen skjer.

5.4.1. Oppkjøper

Først kommer en presentasjon av de signifikante resultatene til oppkjøper:

Oppkjøper				
Variabel		Tid & mål	B- Koeffisient	Signifikansnivå
Gjeldsandel	Bransjejustert mål	Median T1	0,067	0,001
		Gj.sn. T1		
		Median T2	0,064	0,008
		Gj.sn. T2	-0,024	0,003
	Årsjustert mål	Median T1	-0,085	0,008
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
Lønnsomhet	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
	Årsjustert mål	Median T1	0,143	0,000
		Gj.sn. T1	0,096	0
		Median T2		
		Gj.sn. T2	0,043	0,001
Likviditet	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2	-0,026	0,001
	Årsjustert mål	Median T1	-7,390	0
		Gj.sn. T1	4,675	0
		Median T2	-7,720	0
		Gj.sn. T2		
Vekst	Bransjejustert mål	Median T1	-0,055	0
		Gj.sn. T1	-0,306	0
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
	Årsjustert mål	Median T1	-0,146	0,001
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2	-0,001	0,016
Størrelse	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1	0	0,037
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
	Årsjustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2		

Tabell 21: Oppsummering analyse av oppkjøper

Dersom vi først starter med å se på gjeldsandel, kan vi se at når vi måler bedrift i forhold til bransjens median, får vi samme resultat både ett og to år før transaksjonen skjer - nemlig at det er mer sannsynlig at bedrifter med høy gjeld foretar en krisetransaksjon. Med andre ord hadde krisetransaksjoner, blant oppkjøpere, høyere gjeldsandeler i årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise. Sammenligner vi derimot i forhold til bransjens gjennomsnitt, får vi at det er større sannsynlighet for krisetransaksjon blant bedrifter med lavere gjeldsandeler to år før transaksjonen skjer. Det at begge målene på median er konsistente er imidlertid positivt. Samtidig kan gjennomsnittet være preget av ekstremverdier. I så måte finner vi sterkest støtte for, og tror mest på medianmålene. Det årsjusterte målet trekker i retning av det gjennomsnittlige målet. Ett år før transaksjonen skjer, sammenlignet med bransjens median, ser det ut til at de bransjene med lavere gjennomsnittlig gjeld er mer sannsynlig til å gjennomføre en krisetransaksjon. Generelt kan vi dermed si at oppkjøpere i krisetider, er å finne i bransjer som har lavere gjeldsandeler året før transaksjonen skjer, sammenlignet med transaksjoner som skjer i tider uten krise.

I forhold til lønnsomhet er det første vi legger merke til at det kan se ut til at egenskaper ved selve bedriften ikke har noen effekt i modellen, da vi her ikke får noen signifikante resultater. Vi kan derimot si noe om egenskapene til det årsjusterte målet. Målt i forhold til både bransjens median og gjennomsnitt, ser det ut til at bransjer med generelt bedre lønnsomhet før transaksjonen skjer, har større sannsynlighet for å gjennomføre en krisetransaksjon. Med andre ord hadde bransjer som var innblandet i krisetransaksjoner generelt bedre lønnsomhet, blant oppkjøpere, enn transaksjoner som ble foretatt i tider uten krise. Resultatene er konsistente, noe som gjør dem robuste.

Ser vi på likviditet, finner vi at det er større sannsynlighet for krisetransaksjon blant bedrifter som har dårligere likviditet to år før transaksjonen skjer, målt i forhold til gjennomsnittet i bransjen. Dette som følge av at det bransjejusterte målet for gjennomsnitt T2 er signifikant og negativt. Dersom vi ser på hvilke typer bransjer oppkjøpere i krisetider kommer fra, finner vi imidlertid to effekter som drar i hver sin retning. Ser en ut i fra bransjens median, vil de bransjene som er involvert i oppkjøp i krisetider generelt ha dårligere likviditet enn i tider uten krise, både ett og to år før transaksjonen skjedde. På den annen side viser bransjens gjennomsnitt at bedrifter som blir oppkjøpere i krisetid kommer fra bransjer med generelt bedre likviditet ett år før transaksjonen skjer. Da resultatene er motstridende er det vanskelig å

konkludere med hvilket mål som gir det mest troverdige resultatet, og hvilket resultat som dermed er det mest riktige.

Til slutt ser vi på bedriftenes vekst. I dette tilfellet ser vi at alle de signifikante resultatene vi får, trekker i samme retning, både på de bransjejusterte og årsjusterte målene. Det er dermed mer sannsynlig at det er en krisetransaksjon, desto lavere vekst oppkjøpsbedriften hadde ett år før transaksjonen skjedde. Det årsjusterte målet for både median og gjennomsnitt viser også at bedrifter som blir oppkjøpere i krisetid kommer fra bransjer som generelt har lavere vekst årene før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Alle resultatene for vekst trekker i samme retning, noe som gjør dem både robuste og pålitelige.

Kontrollvariabelen størrelse gir kun ett signifikant resultat, nemlig på det gjennomsnittlige bransjejusterte målet. Selv om B-koeffisienten her er lik 0, tolker vi i denne situasjonen det som at den er positiv, heller enn 0. Dette indikerer at en bedrifts størrelse har noe å si for sannsynligheten for krisetransaksjon. Oppkjøpere kan dermed sies å være større året før en krisetransaksjon skjer, enn før transaksjoner som skjer i tider uten krise.

5.4.1.1. Sammenlignet med hypotesene

I dette avsnittet skal vi sammenligne resultatene vi har fått med hva vi hadde som hypoteser i kapittel 4.2 – 4.5.

I forbindelse med våre hypoteser trodde vi at bedrifter som var innblandet i krisetransaksjoner, da som oppkjøpere, generelt hadde lavere gjeld, bedre lønnsomhet, bedre likviditet og lavere vekst årene før transaksjonen skjedde, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise.

Resultatene indikerer at det var større sannsynlighet for at det ble foretatt en krisetransaksjon i bedrifter som har høyere gjeld, når det måles i forhold bransjens median, og lavere gjeld når det måles i forhold bransjens gjennomsnitt. Resultatene indikerer også at det er større sannsynlighet for krisetransaksjon blant bedrifter som har dårligere likviditet to år før transaksjonen skjer. Bedriftene kommer generelt fra bransjer med bedre lønnsomhet og lavere vekst, både ett og to år før transaksjonen skjer. Likviditet gir motstridende resultater på det

årsjusterte målet i forhold til median og gjennomsnitt i bransjen. Større bedrifter er også mer sannsynlig til å foreta oppkjøp i krisetider.

De resultatene som avviker fra våre hypoteser handler i hovedsak om gjeld og likviditet. At gjeldsandelene til bedriftene som var involvert i krisetransaksjoner var høyere årene før transaksjonen inntraff, enn transaksjoner som skjedde i tider uten krise, når en måler i forhold til median, er vanskelig å forklare. At det hadde vært billig å ta opp lån i forkant av krisen, som følge av lav rente, medførte at stort sett alle bedrifter satt med høyere gjeldsandeler. Av disse viser resultatene at det var de bedriftene som hadde tatt opp mest gjeld, som var mest sannsynlig til å bli oppkjøper under krisen.

I forbindelse med likviditet gir det bransjejusterte målet motstridene resultater i forhold til vår hypotese, der vi antok at bedrifter med generelt bedre likviditet var mer sannsynlig til å foreta en krisetransaksjon. I forhold til det årsjusterte målet for likviditet er det vanskelig for oss å gi et konkret svar på hvilken av målemetodene som er den beste, og som dermed gir det mest riktige svaret. Ser vi i forhold til bransjens gjennomsnitt, stemmer resultatene overens med våre hypoteser om at bedrifter som har god likviditet, har større sannsynlighet for å foreta en krisetransaksjon. Sammenligner vi på den annen side resultatet med bransjens median, strider resultatet i mot våre hypoteser.

Generelt blir mange av våre resultater svekket, da de er lite konsistente. Dette gjelder imidlertid i liten grad for det årsjusterte målet for lønnsomhet, alle målene for vekst og medianmålene på den bransjejusterte gjeldsandelen. Samtidig dekker vi hele populasjonen, noe som gjør de signifikante resultatene gjeldende. Likevel gir ikke resultatene ønskelig støtte for hvilke faktorer som kjenner seg ut som krisetransaksjoner, ved at våre variabler ikke gir konsistente resultater.

5.4.1.2. Sammenligning av tidspunkt for måling og målemetode

Om vi sammenligner resultatene vi får når vi måler egenskaper ved transaksjonene ett og to år før den skjer, ser vi at tidspunkt har noe å si for antall signifikante resultater vi får. På tidspunkt T1 får vi betydelig flere signifikante resultater enn på tidspunkt T2. Dette kan indikere at det er vanskeligere å si noe bestemt om transaksjonen to år før den blir

gjennomført. På den annen side kan være det lettere å si noe om mulige årsaker til en krisetransaksjon ett år før transaksjonen skjer.

De ulike resultatene vi får her kan også begrunnes med de ulike målingene vi har gjort i henhold til å se på både bransjens median og bransjens gjennomsnitt. Vi ser at blant oppkjøperne får vi flere signifikante resultater dersom vi måler i forhold til bransjens median, enn om vi måler i forhold til gjennomsnitt. Vi ser dette som en indikasjon på at median er et “bedre” mål enn gjennomsnitt når vi analyserer oppkjøpere.

5.4.2. Oppkjøpsmål

De signifikante resultatene til oppkjøpsmål, eller selger, ser slik ut:

Oppkjøpsmål				
Variabel		Tid & mål	B- Koeffisient	Signifikansnivå
Gjeldsandel	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2	-0,019	0,043
	Årsjustert mål	Median T1	-0,093	0,01
		Gj.sn. T1		
Median T2		-0,094	0	
	Gj.sn. T2	-0,041	0,003	
Lønnsomhet	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1	-0,004	0,014
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
	Årsjustert mål	Median T1	0,067	0,032
		Gj.sn. T1	0,045	0
Median T2		0,058	0,031	
	Gj.sn. T2	0,053	0	
Likviditet	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2	-0,069	0,002
		Gj.sn. T2	-0,027	0,007
	Årsjustert mål	Median T1	-6,559	0
		Gj.sn. T1	5,930	0
Median T2		-6,438	0	
	Gj.sn. T2	1,638	0,002	
Vekst	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2	-0,151	0,008
	Årsjustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1	0	0,004
Median T2				
	Gj.sn. T2			
Størrelse	Bransjejustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
		Median T2		
		Gj.sn. T2		
	Årsjustert mål	Median T1		
		Gj.sn. T1		
Median T2				
	Gj.sn. T2			

Tabell 22: Oppsummering analyse av oppkjøpsmål

I forhold til gjeldsandel, ser vi på det bransjejusterte målet et resultat som er i strid med vår hypotese. Oppkjøpsmaal i krisetid kan generelt sies å være bedrifter som har lavere gjeldsandel to år før transaksjonen skjer, målt i forhold til bransjens gjennomsnitt. Det årsjusterte målet sier at bransjen generelt har lavere gjeld, både ett og to år før transaksjonen skjer.

Ser vi på lønnsomhet, ser vi at det kun er i forhold til bransjens gjennomsnitt ett år før transaksjonen skjer, at det bransjejusterte målet gir utslag i modellen. I dette tilfellet ser det ut til at det er de bedriftene med dårligst lønnsomhet året før transaksjonen skjer, som er mest sannsynlig til å bli oppkjøpsmaal i krisetider. Det som overrasker er at disse bedriftene ser ut til å komme fra bransjer som generelt har bedre lønnsomhet, både i forhold til bransjens median og gjennomsnitt, ett og to år før transaksjonen skjer. Dette kan dermed forklares av at bedrifter som blir solgt i krisetider generelt har god lønnsomhet, og derfor kan være attraktive oppkjøpskandidater for andre bedrifter, som enten har bedre likviditet eller er mer stabile over tid.

Ser vi på bedrifters likviditet, kan vi se at i forhold til både bransjens median og gjennomsnitt, er det mest sannsynlig at de bedriftene med dårlig likviditet to år før transaksjonen skjer blir oppkjøpsmaal i krisetider. Ser vi derimot på bransjene disse oppkjøpsbedriftene kommer fra, ser vi at det er to effekter som trekker i hver sin retning, avhengig av om vi sammenligner med bransjens median eller gjennomsnitt. I forhold til bransjens median, ser det ut til at oppkjøpsmaal i krisetider mest sannsynlig kommer fra bransjer med dårligere likviditet årene før transaksjonen skjer, enn transaksjoner som skjer i tider uten krise. Ser vi derimot i forhold til bransjens gjennomsnitt, får vi motsatt resultat, nemlig at oppkjøpsmaal mest sannsynlig kommer fra bransjer med bedre likviditet årene før transaksjonen skjer. Dette er interessante funn, og grunnen til de ulike resultatene regner vi med kommer fra de ulike målemetodene vi gjør i forhold til bransjen. Vi kan dermed ikke konkludere med hvilket resultat som veier tyngst, og som er det mest riktige.

Til slutt ser vi på om vekst har noen effekt i modellen. Det kan se ut til at bedrifter som har lavere vekst to år før transaksjonen skjer, er mer sannsynlig til å bli oppkjøpsmaal i krisetider. Dette er imot vår hypotese, og derav også overraskende funn. Veksten i bransjen som oppkjøpsmaal kommer fra, ser på den annen side ikke ut til å ha noen effekt på modellen. Det

eneste signifikante resultatet vi fikk her, var ett år før transaksjonen skjedde, målt i forhold til bransjens gjennomsnitt, og også dette resultatet viser at det ikke har noen effekt, siden B-koeffisienten er lik 0.

Blant oppkjøpsmaal finner vi ingen bevis for at kontrollvariabelen størrelse har noen effekt i modellen.

5.4.2.1. Sammenlignet med hypotesene

I dette avsnittet skal vi sammenligne resultatene vi har fått med hva vi hadde som hypoteser i kapittel 4.2. - 4.5.

I våre hypoteser argumenterte vi for at vi trodde det var mest sannsynlig at krisetransaksjoner ble foretatt i bedrifter som hadde høyere gjeld, lavere lønnsomhet, dårligere likviditet og høyere vekst årene før transaksjonen skjedde.

Resultatene fra analysen viser at det er mer sannsynlig at det blir foretatt en krisetransaksjon blant bedrifter som har lavere gjeld, dårligere lønnsomhet, dårligere likviditet og lavere vekst i årene før transaksjonen skjer. Oppkjøpsmålene kommer samtidig fra bransjer der gjeldsandelen er lav og lønnsomheten er bedre. Likviditeten har motstridende resultater, samtidig som vekst ikke har noen betydning.

De resultatene som avviker fra våre hypoteser omhandler både gjeld, lønnsomhet i bransjen, likviditet i bransjen og vekst. I forbindelse med gjeld er våre resultater overraskende, da vi i vår hypotese antar at det er de bedriftene med for tyngende gjeld som i første omgang er mest sannsynlig til å bli solgt i krisetider.

I henhold til lønnsomhet strider de årsjusterte målene mot vår hypotese. Bedrifter som blir oppkjøpsmaal ser ut til å komme fra bransjer med generelt bedre lønnsomhet årene før transaksjonen skjer. Til tross for dårlig likviditet, kan disse bedriftene dermed bli attraktive oppkjøpskandidater for andre bedrifter på grunn av sin gode lønnsomhet.

Som nevnt ovenfor, avviker målemetodene på det årsjusterte målet for likviditet. Skal vi ta hensyn til bransjens gjennomsnitt, avviker resultatet fra våre hypoteser. En mulig årsak til dette kan være at når vi måler bedrifters likviditet i forhold til gjennomsnittet i bransjen, kan det være en bedrift med spesielt høy likviditet som slår inn. Dette medfører at måling av gjennomsnitt gir større utslag i verdi enn ved måling av median, noe som også kan være tilfelle for andre resultater. Det er dermed vanskelig for oss å konstatere om resultatene er i overensstemmelse med våre hypoteser eller ikke, da de endres i forhold til måten de måles på.

Det at vekst avviker fra vår hypotese kan henge sammen med påstanden om at; Jo større fall i omsetning en bransje har under krisen, jo større sannsynlighet er det for at det blir gjennomført en krisetransaksjon i denne bransjen (Lien, 2011b). Siden vi måler vekst i omsetning, kan vi dermed si at bedrifter som generelt har lavere vekst årene før transaksjonen skjer, har større sannsynlighet for å foreta en krisetransaksjon.

Som for oppkjøpere spriker resultatene for oppkjøpsmål noe og er ikke alltid konsistente over tid og målemetode. Dette gjelder imidlertid ikke for de årsjusterte målene for gjeld og lønnsomhet, hvor det kan virke som at selskaper i disse bransjene ble kjøpt fordi de var relativt attraktive. Om tilfellet for gjeld ses opp mot resultatene for oppkjøpere, kan også en mulig forklaring være at noen oppkjøp ble gjort for å bedre kapitalstrukturen. Det er kanskje noe spekulativt, men ved aksjer som betaling kan kjøpere med høy gjeldsandel ha vært fristet til å gå til bransjer med relativt lavere gjeldsandel for oppkjøp, da dette kunne bedre deres egenkapitalandel.

5.4.2.2. Sammenligning av tidspunkt for måling og målemetode

Blant oppkjøpsmålene ser vi at vi får flere signifikante resultater to år før transaksjonen skjer, selv om forskjellen ikke er betydelig. Dette innebærer at vi blant oppkjøpsmål har flere resultater vi kan støtte oss på to år før transaksjonen skjer, og at det dermed er enklere å si noe konkret om bedriftenes resultater på dette tidspunktet.

Median og gjennomsnitt gir i utgangspunktet like resultater når vi sammenligner de ulike måtene variablene er målt på. Det er kun i ett tilfelle, nemlig blant de årsjusterte målene på likviditet, at median og gjennomsnitt gir motstridende resultater. Blant oppkjøpsmålene ser vi

at vi får flere signifikante resultater når vi måler i forhold til bransjens gjennomsnitt, som indikerer gjennomsnitt som et “bedre” mål. Det er følgelig på basis av begge analysene vanskelig å si noe om hvilket mål som er “best”. Å bruke antall signifikante resultater som indikator på målets kvalitet, er heller ikke optimalt. Ved i tillegg å se på hvilke av målene som er mest konsistente over tid (T1, T2) som indikator på kvalitet, er det en svak tendens i favør median. Dette kan også være logisk da median som mål ikke kan være drevet av ekstremverdier, som kan være tilfellet for gjennomsnitt.

6. Konklusjon

I denne oppgaven har vi sett på utviklingen av oppkjøpstransaksjoner over en femårs periode, relaterthet, samt foretatt en logistisk regresjonsanalyse av variablene gjeldsandel, likviditet, lønnsomhet og vekst mot den avhengige variabelen krisetransaksjon. Dette for å svare på problemstillingen der vi lurte på om det var forskjell på de norskregistrerte bedriftene som var involvert i oppkjøp under Finanskrisen, sammenlignet med årene før krisen. Vår analyse finner en reduksjon i antall transaksjoner, ved at transaksjonsvolumet reduseres i krisetid. Oppkjøpsaktiviteten går således ned i en bølgedal, med en samtidig reduksjon i transaksjonsverdi.

Relaterthetsanalysen motstrider vår hypotese. Funnene av analysen er ikke substansielle, men vi ser en nedgang i relaterthet i krisetid, der vi antok at det var en økning. Vi mener dette muligens kan forklares av teorien om brannsalg.

Ved å gå inn på variablene vi har analysert i den logistiske regresjonen ser vi at for oppkjøpere og deres bransjejusterte mål, er resultatene for vår hypotese om gjeld motstridende. Vi antok at sannsynligheten for krisetransaksjoner var høyere blant oppkjøpere som generelt hadde lavere gjeld i forkant av transaksjonen. Resultatene våre viser at dette stemmer når vi måler i forhold til gjennomsnitt to år før transaksjonen skjedde, men at bedriftene generelt hadde høyere gjeld når vi måler i forhold til median begge år. Siden resultatene er lite konsistente, er det derfor vanskelig for oss å vite om vi skal beholde eller forkaste hypotesen. Vi antok også at sannsynligheten for krisetransaksjoner for oppkjøpere var høyere for bedrifter med bedre lønnsomhet og lavere vekst årene før transaksjonen skjedde. Vi fant ikke støtte for lønnsomhet på det bransjejusterte målet. Resultatene for vekst ett år før transaksjonen skjedde, er konsistente og gir støtte for vår hypotese. Det er kun ett signifikant funn når vi måler bedrifters likviditet i forhold til bransjen, og vi finner at resultatet avviker fra vår hypotese. På det årsjusterte målet stemmer alle våre hypoteser med resultatene, med unntak av variabelen likviditet. Det var vanskelig å si noe om denne variabelen, da median og gjennomsnitt pekte i to forskjellige retninger. Vi vil særlig legge vekt på at vi finner god støtte for det årsjusterte målet for lønnsomhet, da resultatene er konsistente. Vi fant også at større bedrifter er mer sannsynlig til å foreta oppkjøp i krisetider.

I analysene rundt oppkjøpsmaal, med tanke på det bransjejusterte målet, er hypotesen om gjeld avvikende fra resultatet. Vi antar at sannsynligheten for krisetransaksjon var større for oppkjøpsmaal som hadde høyere gjeld årene før transaksjonen skjedde, mens de i virkeligheten hadde lavere gjeld to år før transaksjonen skjedde. Hypotesene om dårligere lønnsomhet og lavere likviditet, stemte imidlertid med de signifikante resultatene. Til slutt antok vi at oppkjøpsmaal generelt hadde høyere vekst i årene før krisetransaksjoner, men dette fant vi ingen støtte for, så den hypotesen måtte vi forkaste. På det årsjusterte målet var våre antakelser at krisetransaksjoner generelt hadde høyere gjeld i årene før transaksjonen skjedde, men det viste seg imidlertid at gjelden var lavere. Disse resultatene er også robuste og konsistente med tanke på tid og målemetode. Våre antakelser om lønnsomhet finner vi ingen støtte for, men samtidig er alle resultatene konsistente, både med tanke på tid og målemetode. Likviditet gir igjen motstridende resultater mellom median og gjennomsnitt, slik at det er vanskelig å trekke noen konklusjoner. Vekst ser ut til å ikke ha noen betydning, da det eneste signifikante resultatet har 0 i B-koeffisient.

Som et ledd i forskningsprosjektet ved NHH søker ikke vår utredning å gi et fasitsvar på årsakene til resultatene, men heller å utarbeide beskrivelser av hvordan situasjonen var, samt mulige årsaksforklaringer.

Forslag til videre forskning

Etter å ha arbeidet med denne oppgaven over en lengre periode, har vi underveis sett at det er flere mulige momenter en kan ta hensyn til ved analyse av markedet for selskapskontroll. I tillegg til å se på primærkoder i relaterthet, ville det vært en fordel og i tillegg se på bedriftenes sekundærbransjekoder, for å få en mer nøyaktig analyse av relatertheten mellom bedrifter. Et annet moment kan være å ta hensyn til vendor i relaterthetsanalysen, slik at en også får mulighet til å se hvilke deler av bedrifter som blir solgt, ikke bare hva som blir kjøpt av oppkjøperne. I tillegg er det mulig å ta hensyn til regnskapsdata for 2010, for å se om dette året også innebærer krisetransaksjoner. En ytterligere analyse kunne vært og gått nærmere inn på regresjonsanalysene som ble gjort uten likviditetsgrad eller gjeld, for å se om dette ga mer konsistente resultater.

7. Litteraturliste

Ahern, K. R. og Harford, J. (2010). *The Importance of Industry Links in Merger Waves*.

Hentet 07.02.12 fra <http://www.cepr.org/meets/wkcn/5/5571/papers/AhernFinal.pdf>

Asquith, P., Bruner, R.F. og Mullins, D.W. (1983). *New evidence and perspectives on mergers*. Journal of Economic Perspectives, 15(2): 103-120.

Banken, K. og Busch, T. (1999). *Analyse av finansregnskapet*. (5.utg.) Tano Aschehoug.

Berk, J. og DeMarzo, P. (2011). *Corporate Finance*. Second Edition. Pearson

Blogg om Krise, omstilling og vekst (2011). *Om programmet*. Hentet 30.05.12 fra

http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?page_id=16

Boye, K. og Meyer, C.B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. Cappelen Akademisk Forlag.

Brealey, R.A., Myers, S.C. og Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. (10.utg.) Boston: McGraw-Hill/Irwin.

Business Dictionary (u.d.). Definisjon av *Resesjon*. Hentet 01.05.12 fra

<http://www.businessdictionary.com/definition/recession.html>

Christophersen, K-A. (2009). *Databehandling og statistisk analyse med SPSS*, Unipub 4. utgave

Eikemo, T.A. og Clausen, T.H. (2007), *Kvantitativ analyse med SPSS*, Tapir Akademisk Forlag (Trondheim)

Goold, M., Campbell, A. og Alexander, M. (1994). *Corporate-level Strategy: Creating Value in the Multibusiness Company*. John Wiley & Sons, New York

Griffith, A. (2010). *SPSS For Dummies*, Wiley Publishing Inc, Indiana

Gripsrud, G., Olsson, U, H. & Silkhoset, R. (2006). *Metode og dataanalyse med fokus på beslutninger i bedrifter*, Høyskoleforlaget, Kristiansand

Grytten, O.H. (2003). *Finansielle krakk og kriser*, Praktisk økonomi og finans, No. 4

Grytten, O.H. (2010a). *FIE 431 Krakk og kriser: Forelesning 1: Hyman Minskys krisemodell*. Bergen, Norges Handelshøyskole, 27.08.2010

Grytten, O.H.(2010b). *FIE431 Krakk og kriser: Forelesning 18 – Finanskrisen*. Bergen, Norges Handelshøyskole, 22.10.2010

Handelsbladet FK (2007). *Ica-fusjoner*. Hentet 20.05.12 fra <http://www.handelsbladet.no/id/6113.0>

Harford, J. (2004). *What drives merger waves?*, Forthcoming, Journal of Financial Economics, s. 529-560

Haugland, S.A. (2004). *Samarbeid, allianser og nettverk*. (2.utg.) Universitetsforlaget.

Hegre, H. (2011). *Logistisk regresjon: binomisk, multinomisk og rangert*. Hentet 20.05.12 fra http://folk.uio.no/hahegre/Papers/Kompendium_v2011.pdf

Heldal, J. (2006). *Logistisk regresjon – kurskompendium I byråskolens kurs SM507*. Statistisk Sentralbyrå, 2006/54.

Investopedia.com (2012a). Definisjoner av *Oppkjøp*. Hentet 05.02.12 fra: <http://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp#axzz11D9JjrTO>

Investopedia.com (2012b). Definisjoner av *Vinnerens forbannelse*. Hentet 05.02.12 fra: <http://www.investopedia.com/terms/w/winnercurse.asp#axzz11D9JjrTO>

Jakobsen, S.-E. og Onsager, K. (2002). *Geografiske konsentrasjoner av hovedkontorer – funksjoner, behov og eksterne effekter*, SNF-prosjekt 4265, Arbeidsnotat nr 53/02

Kaplan, S.N. og Weisbach, M.S. (1992). *The Success of Acquisitions – Evidence from Divestitures*. Journal of Finance, 47(1): 107-138.

Lien, L.B. (2011a). *Brannsalg*, Kriseprogrammet. Hentet 25.04.12 fra <http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?p=812>

Lien, L.B. (2011b). *Hva gikk galt med markedet for selskapskontroll?* Hentet 29.05.12 fra <http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?p=1242>

Lien, L.B. og Knudsen, E.S. (2012). *Utvikle eller Avvikle*. Hentet 01.06.12 fra <http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?tag=ettersporselssjokk>

Manne, H. G. (1965). *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Financial Economy, Vol. 73, No. 2, s. 110-120

MedCalc (2012). Forklaring av *Logistisk regresjon*. Hentet 20.04.12 fra http://www.medcalc.org/manual/logistic_regression.php

Merkur (u.d.). *En bedrift og dens målsettinger*. Hentet 25.05.12 fra <http://merkur1.cappelendamm.no/c390419/merkurmodul/vis.html?tid=390426>

Mitchell, M. L. og Mulherin, J. H. (1996). *The Impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*, Journal of Financial Economics 41, s. 193-229

Mitchell, M.L. og Stafford, E. (2000). *Managerial decisions and long term stock price performance*. Journal of Business, 73(3): 287-329.

Morck, R., Schleifer, A. og Vishny, R.W. (1990). *Do Managerial Objectives drive Bad Acquisitions*. Journal of Finance, 45(1): 31-48.

Myers, S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. Journal of Finance

Norges Bank (2011). Definisjon av *NIBOR*. Hentet 25.05.12 fra <http://www.norges-bank.no/no/ord-og-uttrykk/#N>

Regjeringen.no (2011a) Definisjon av *Diversifisering*, Meld. St. 17 (2011–2012). Hentet 25.04.12 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2011-2012/meld-st-17-20112012/11.html?id=676482>

Regjeringen.no (2011b). Definisjon av *Finanskris*e, NOU 2011: 1. Hentet 25.04.12 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/nouer/2011/nou-2011-1/4/3.html?id=6311684>

Ringdal, K. (2009). *Enhet og mangfold*, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS, Bergen

Sander, K. (2004a). *Likviditetsanalyser*. Hentet 01.06.12 fra <http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2372/1/Likviditetsanalyse/Likviditetsanalyse.html>

Sander, K. (2004b). *Rentabilitetsanalyser*. Hentet 08.05.12 fra <http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2371/1/Rentabilitetsanalyser/Rentabilitetsanalyser.html>

Sander, K. (2004c). *Økonomisk vekstteori*. Hentet 14.05.12 fra <http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2879/1/Okonomisk-vekstteori/Okonomisk-vekstteori.html>

Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students* (5. utg), Pearson Education Prentice Hall, Harlow

Schwartz, J.L. og Reiten, J.S. (2010). *Konsernstrategier i nedgangstider – Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i Norge*. Masteroppgave ved Norges Handelshøyskole

Shleifer, A. og Vishny, R. (2003). *Stock market driven acquisitions*, Journal of Financial Economics 70, s. 295-311.

Skjeret, F. og Sjørgård, L. (2002). *Fusjoner og oppkjøp – er det lønnsomt?*, SNF-Rapport Nr. 29/2002

SPSS Tutorial (2008). *Logistic Regression using SPSS*. Hentet 15.05.12 fra <http://www.stattutorials.com/SPSS/TUTORIAL-SPSS-Logistic-Regression.htm>

Steger, U. og Kummer, C. (2007). *Why merger and acquisition (M&A) waves reoccur – the vicious circle from pressure til failure*, IMD 2007-11

TheFreeDictionary.com (2009). Definisjon av “konsolidering”. Hentet 01.06.12 fra :
<http://no.thefreedictionary.com/konsolidere>

TheFreeDictionary.com (2012). Definisjon av “fusjonere”. Hentet 05.02.12 fra
<http://no.thefreedictionary.com/fusjonere>

Vedlegg

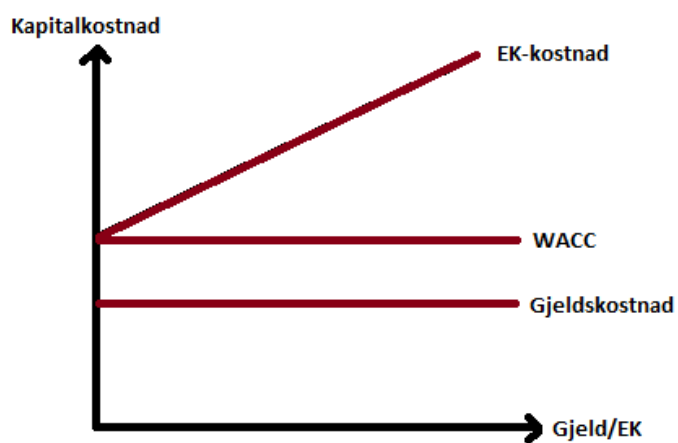
Vedlegg 1 – Formel og tegning 1 av WACC

Formelen for WACC uttrykkes som følger:

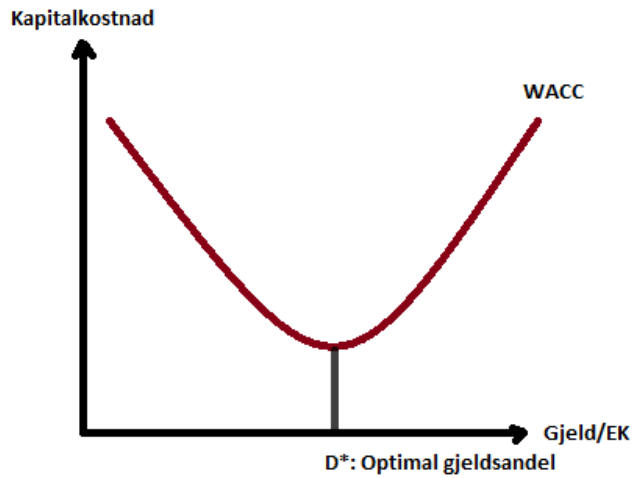
$$WACC = r_e \frac{E}{D + E} + r_d \frac{D}{D + E}$$

der r_e er avkastningskravet til egenkapitalen, r_d er gjeldskravet, E er markedsverdien av egenkapitalen til bedriften og D er markedsverdien av gjelden.

Tegning 1 av WACC:



Vedlegg 2 – Tegning 2 av WACC



Vedlegg 3a – Korrelasjon Oppkjøper

Median T1

		Correlations								
		Gjeldsandel Median_T1	Tkrent Median_T1	Likviditetsgra d1Median_T1	VekstMedian_ T1	Størrelse Median_T1	GjeldMedian_ T1	Totalkaprent Median_T1	Likvidgrad1M edian_T1	Vekst_ Median_T1
GjeldsandelMedian_T1	Pearson Correlation	1	-.033	-.311**	.053	.049	.110**	.155**	-.232**	.043
	Sig. (2-tailed)		.407	.000	.200	.219	.005	.000	.000	.277
	N	637	636	637	588	624	637	637	637	637
TkrentMedian_T1	Pearson Correlation	-.033	1	-.004	-.019	-.123**	-.083*	-.134**	.012	.064
	Sig. (2-tailed)	.407		.918	.645	.002	.035	.001	.767	.103
	N	636	641	640	589	628	641	641	641	641
Likviditetsgrad1Median_T1	Pearson Correlation	-.311**	-.004	1	.013	-.114**	-.112**	.031	.001	.129**
	Sig. (2-tailed)	.000	.918		.745	.004	.005	.439	.986	.001
	N	637	640	641	590	628	641	641	641	641
VekstMedian_T1	Pearson Correlation	.053	-.019	.013	1	-.068	-.034	.007	.060	-.034
	Sig. (2-tailed)	.200	.645	.745		.103	.413	.869	.148	.408
	N	588	589	590	592	579	592	592	592	592
StørrelseMedian_T1	Pearson Correlation	.049	-.123**	-.114**	-.068	1	.013	-.149**	.015	-.068
	Sig. (2-tailed)	.219	.002	.004	.103		.742	.000	.709	.089
	N	624	628	628	579	631	629	629	629	629
GjeldMedian_T1	Pearson Correlation	.110**	-.083*	-.112**	-.034	.013	1	.028	-.534**	-.190**
	Sig. (2-tailed)	.005	.035	.005	.413	.742		.475	.000	.000
	N	637	641	641	592	629	647	647	647	647
TotalkaprentMedian_T1	Pearson Correlation	.155**	-.134**	.031	.007	-.149**	.028	1	-.046	.272**
	Sig. (2-tailed)	.000	.001	.439	.869	.000	.475		.246	.000
	N	637	641	641	592	629	647	647	647	647
Likvidgrad1Median_T1	Pearson Correlation	-.232**	.012	.001	.060	.015	-.534**	-.046	1	-.301**
	Sig. (2-tailed)	.000	.767	.986	.148	.709	.000	.246		.000
	N	637	641	641	592	629	647	647	647	647
Vekst_Median_T1	Pearson Correlation	.043	.064	.129**	-.034	-.068	-.190**	.272**	-.301**	1
	Sig. (2-tailed)	.277	.103	.001	.408	.089	.000	.000	.000	
	N	637	641	641	592	629	647	647	647	647

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Median T2

Correlations

		Gjeldsandel Median_T2	Tkrent Median_T2	Likviditetsgra d1Median_T2	VekstMedian_ T2	Størrelse Median_T2	GjeldMedian_ T2	Totalkaprent Median_T2	Likvidgrad1M edian_T2	Vekst_ Median_T2
GjeldsandelMedian_T2	Pearson Correlation	1	.246**	-.402**	-.019	.027	.015	.162**	.005	.042
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.868	.529	.717	.000	.899	.314
	N	576	575	576	489	563	576	576	576	576
TkrentMedian_T2	Pearson Correlation	.246**	1	-.010	-.009	.004	.089*	-.008	-.188**	-.001
	Sig. (2-tailed)	.000		.805	.843	.920	.027	.841	.000	.984
	N	575	615	611	502	600	615	615	615	615
Likviditetsgrad1Median_T2	Pearson Correlation	-.402**	-.010	1	-.004	-.013	-.017	-.061	-.002	.036
	Sig. (2-tailed)	.000	.805		.930	.745	.666	.134	.964	.367
	N	576	611	612	503	597	612	612	612	612
VekstMedian_T2	Pearson Correlation	-.019	-.009	-.004	1	-.015	-.013	-.002	-.036	.000
	Sig. (2-tailed)	.668	.843	.930		.748	.763	.962	.417	.998
	N	489	502	503	515	491	515	515	515	515
StørrelseMedian_T2	Pearson Correlation	.027	.004	-.013	-.015	1	-.116**	-.146**	-.013	.027
	Sig. (2-tailed)	.529	.920	.745	.748		.004	.000	.752	.509
	N	563	600	597	491	604	603	603	603	603
GjeldMedian_T2	Pearson Correlation	.015	.089*	-.017	-.013	-.116**	1	.089*	-.653**	-.012
	Sig. (2-tailed)	.717	.027	.666	.763	.004		.025	.000	.757
	N	576	615	612	515	603	647	647	647	647
TotalkaprentMedian_T2	Pearson Correlation	.162**	-.008	-.061	-.002	-.146**	.089*	1	-.012	.029
	Sig. (2-tailed)	.000	.841	.134	.962	.000	.025		.758	.467
	N	576	615	612	515	603	647	647	647	647
Likvidgrad1Median_T2	Pearson Correlation	.005	-.188**	-.002	-.036	-.013	-.653**	-.012	1	-.085*
	Sig. (2-tailed)	.899	.000	.964	.417	.752	.000	.758		.030
	N	576	615	612	515	603	647	647	647	647
Vekst_Median_T2	Pearson Correlation	.042	-.001	.036	.000	.027	-.012	.029	-.085*	1
	Sig. (2-tailed)	.314	.984	.367	.998	.509	.757	.467	.030	
	N	576	615	612	515	603	647	647	647	647

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gjennomsnitt T1

Correlations

		Gjeldsandel Mean_T1	TkrentMean_ T1	Likviditetsgra d1Mean_T1	VekstMean_ T1	Størrelse Mean_T1	GjeldMean_ T1	Totalkaprent Mean_T1	Likvidgrad1M ean_T1	Vekst_ Mean_T1
GjeldsandelMean_T1	Pearson Correlation	1	-.010	-.233**	.099*	.107**	-.063	.016	-.004	-.001
	Sig. (2-tailed)		.808	.000	.016	.007	.113	.696	.915	.983
	N	637	636	637	588	636	637	637	637	637
TkrentMean_T1	Pearson Correlation	-.010	1	-.001	-.007	-.330**	.005	-.079*	.017	.016
	Sig. (2-tailed)	.808		.979	.864	.000	.898	.046	.672	.683
	N	636	641	640	589	640	641	641	641	641
Likviditetsgrad1Mean_T1	Pearson Correlation	-.233**	-.001	1	.017	-.158**	-.091*	.096*	-.033	-.058
	Sig. (2-tailed)	.000	.979		.673	.000	.022	.015	.405	.145
	N	637	640	641	590	640	641	641	641	641
VekstMean_T1	Pearson Correlation	.099*	-.007	.017	1	-.053	-.031	-.010	-.003	-.038
	Sig. (2-tailed)	.016	.864	.673		.199	.453	.813	.948	.362
	N	588	589	590	592	589	592	592	592	592
StørrelseMean_T1	Pearson Correlation	.107**	-.330**	-.158**	-.053	1	.232**	-.281**	-.021	-.003
	Sig. (2-tailed)	.007	.000	.000	.199		.000	.000	.591	.937
	N	636	640	640	589	643	641	641	641	641
GjeldMean_T1	Pearson Correlation	-.063	.005	-.091*	-.031	.232**	1	-.252**	-.133**	-.049
	Sig. (2-tailed)	.113	.898	.022	.453	.000		.000	.001	.213
	N	637	641	641	592	641	647	647	647	647
TotalkaprentMean_T1	Pearson Correlation	.016	-.079*	.096*	-.010	-.281**	-.252**	1	-.020	-.290**
	Sig. (2-tailed)	.696	.046	.015	.813	.000	.000		.620	.000
	N	637	641	641	592	641	647	647	647	647
Likvidgrad1Mean_T1	Pearson Correlation	-.004	.017	-.033	-.003	-.021	-.133**	-.020	1	.135**
	Sig. (2-tailed)	.915	.672	.405	.948	.591	.001	.620		.001
	N	637	641	641	592	641	647	647	647	647
Vekst_Mean_T1	Pearson Correlation	-.001	.016	-.058	-.038	-.003	-.049	-.290**	.135**	1
	Sig. (2-tailed)	.983	.683	.145	.362	.937	.213	.000	.001	
	N	637	641	641	592	641	647	647	647	647

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gjennomsnitt T2

Correlations

		Gjeldsandel Mean_T2	Tkrent Mean_T2	Likviditetsgra d1Mean_T2	VekstMean_T 2	Størrelse Mean_T2	GjeldMean_T 2	Totalkaprent Mean_T2	Likvidgrad1M ean_T2	Vekst_Mean_ T2
GjeldsandelMean_T2	Pearson Correlation	1	.057	-.315**	.021	-.054	-.061	-.018	-.044	-.015
	Sig. (2-tailed)		.175	.000	.646	.201	.144	.668	.292	.728
	N	576	575	576	489	573	576	576	576	576
TkrentMean_T2	Pearson Correlation	.057	1	-.013	-.019	-.216**	.052	-.110**	.096*	-.039
	Sig. (2-tailed)	.175		.743	.667	.000	.202	.006	.017	.339
	N	575	615	611	502	612	615	615	615	615
Likviditetsgrad1Mean_T2	Pearson Correlation	-.315**	-.013	1	-.009	-.017	-.059	.024	-.088*	.020
	Sig. (2-tailed)	.000	.743		.844	.683	.148	.556	.029	.616
	N	576	611	612	503	609	612	612	612	612
VekstMean_T2	Pearson Correlation	.021	-.019	-.009	1	-.035	-.076	.031	.064	.051
	Sig. (2-tailed)	.646	.667	.844		.433	.085	.482	.146	.251
	N	489	502	503	515	501	515	515	515	515
StørrelseMean_T2	Pearson Correlation	-.054	-.216**	-.017	-.035	1	.270**	-.103*	-.072	-.093*
	Sig. (2-tailed)	.201	.000	.683	.433		.000	.010	.076	.021
	N	573	612	609	501	616	615	615	615	615
GjeldMean_T2	Pearson Correlation	-.061	.052	-.059	-.076	.270**	1	-.132**	-.196**	-.044
	Sig. (2-tailed)	.144	.202	.148	.085	.000		.001	.000	.259
	N	576	615	612	515	615	647	647	647	647
TotalkaprentMean_T2	Pearson Correlation	-.018	-.110**	.024	.031	-.103*	-.132**	1	-.205**	.202**
	Sig. (2-tailed)	.668	.006	.556	.482	.010	.001		.000	.000
	N	576	615	612	515	615	647	647	647	647
Likvidgrad1Mean_T2	Pearson Correlation	-.044	.096*	-.088*	.064	-.072	-.196**	-.205**	1	-.018
	Sig. (2-tailed)	.292	.017	.029	.146	.076	.000	.000		.642
	N	576	615	612	515	615	647	647	647	647
Vekst_Mean_T2	Pearson Correlation	-.015	-.039	.020	.051	-.093*	-.044	.202**	-.018	1
	Sig. (2-tailed)	.728	.339	.616	.251	.021	.259	.000	.642	
	N	576	615	612	515	615	647	647	647	647

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Vedlegg 3b – Korrelasjon Oppkjøpsmål

Median T1

Correlations

		Gjeldsandel Median_T1	Tkrent Median_T1	Likviditetsgra d1Median_T1	VekstMedian_ T1	Størrelse Median_T1	GjeldMedian_ T1	Totalkaprent Median_T1	Likvidgrad1M edian_T1	Vekst_ Median_T1
GjeldsandelMedian_T1	Pearson Correlation	1	-.085*	-.226**	.038	.036	.009	-.037	-.014	-.044
	Sig. (2-tailed)		.021	.000	.315	.330	.797	.317	.702	.237
	N	742	742	742	706	741	742	742	742	742
TkrentMedian_T1	Pearson Correlation	-.085*	1	-.017	-.223**	.162**	.091*	.001	.004	-.035
	Sig. (2-tailed)	.021		.645	.000	.000	.013	.988	.910	.346
	N	742	743	743	707	742	743	743	743	743
Likviditetsgrad1Median_T1	Pearson Correlation	-.226**	-.017	1	.064	-.014	-.005	.011	.045	-.058
	Sig. (2-tailed)	.000	.645		.087	.693	.890	.757	.219	.111
	N	742	743	744	708	743	744	744	744	744
VekstMedian_T1	Pearson Correlation	.038	-.223**	.064	1	.006	-.027	-.073	.013	-.024
	Sig. (2-tailed)	.315	.000	.087		.866	.473	.053	.736	.526
	N	706	707	708	708	707	708	708	708	708
StørrelseMedian_T1	Pearson Correlation	.036	.162**	-.014	.006	1	-.127**	-.008	.136**	-.021
	Sig. (2-tailed)	.330	.000	.693	.866		.001	.821	.000	.573
	N	741	742	743	707	745	743	743	743	743
GjeldMedian_T1	Pearson Correlation	.009	.091*	-.005	-.027	-.127**	1	.051	-.580**	-.177**
	Sig. (2-tailed)	.797	.013	.890	.473	.001		.161	.000	.000
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
TotalkaprentMedian_T1	Pearson Correlation	-.037	.001	.011	-.073	-.008	.051	1	-.135**	.345**
	Sig. (2-tailed)	.317	.988	.757	.053	.821	.161		.000	.000
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
Likvidgrad1Median_T1	Pearson Correlation	-.014	.004	.045	.013	.136**	-.580**	-.135**	1	-.238**
	Sig. (2-tailed)	.702	.910	.219	.736	.000	.000	.000		.000
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
Vekst_Median_T1	Pearson Correlation	-.044	-.035	-.058	-.024	-.021	-.177**	.345**	-.238**	1
	Sig. (2-tailed)	.237	.346	.111	.526	.573	.000	.000	.000	
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Median T2

Correlations

		Gjeldsandel Median_T2	Tkrent Median_T2	Likviditetsgra d1Median_T2	VekstMedian_ T2	Størrelse Median_T2	GjeldMedian_ T2	Totalkaprent Median_T2	Likvidgrad1M edian_T2	Vekst_ Median_T2
GjeldsandelMedian_T2	Pearson Correlation	1	.048	-.272**	.032	-.039	-.077*	-.002	-.009	.078*
	Sig. (2-tailed)		.206	.000	.424	.312	.042	.958	.817	.042
	N	687	687	687	645	686	687	687	687	687
TkrentMedian_T2	Pearson Correlation	.048	1	-.006	.004	-.007	.014	-.034	-.015	-.021
	Sig. (2-tailed)	.206		.873	.919	.843	.708	.362	.680	.581
	N	687	723	719	660	722	723	723	723	723
Likviditetsgrad1Median_T2	Pearson Correlation	-.272**	-.006	1	.028	-.003	-.015	-.061	-.003	.042
	Sig. (2-tailed)	.000	.873		.474	.927	.689	.099	.938	.259
	N	687	719	720	661	719	720	720	720	720
VekstMedian_T2	Pearson Correlation	.032	.004	.028	1	.029	-.002	-.041	.017	-.001
	Sig. (2-tailed)	.424	.919	.474		.457	.957	.296	.654	.990
	N	645	660	661	667	660	667	667	667	667
StørrelseMedian_T2	Pearson Correlation	-.039	.007	-.003	.029	1	-.289**	-.168**	.397**	.009
	Sig. (2-tailed)	.312	.843	.927	.457		.000	.000	.000	.817
	N	686	722	719	660	723	723	723	748	723
GjeldMedian_T2	Pearson Correlation	-.077*	.014	-.015	-.002	-.289**	1	.138**	-.701**	.067
	Sig. (2-tailed)	.042	.708	.689	.957	.000		.000	.000	.066
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
TotalkaprentMedian_T2	Pearson Correlation	-.002	-.034	-.061	-.041	-.168**	.138**	1		.091*
	Sig. (2-tailed)	.958	.362	.099	.296	.000	.000			.103
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
Likvidgrad1Median_T2	Pearson Correlation	-.009	-.015	-.003	.017	.397**	-.701**	-.057	1	-.116**
	Sig. (2-tailed)	.817	.680	.938	.654	.000	.000	.122		.001
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
Vekst_Median_T2	Pearson Correlation	.078*	-.021	.042	-.001	.009	.067	.091*	-.116**	1
	Sig. (2-tailed)	.042	.581	.259	.990	.817	.066	.013	.001	
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gjennomsnitt T1

Correlations

		Gjeldsandel Mean_T1	TkrentMean_ T1	Likviditetsgra d1Mean_T1	VekstMean_ T1	Størrelse Mean_T1	GjeldMean_ T1	Totalkaprent Mean_T1	Likvidgrad1M ean_T1	Vekst_Mean_ T1
GjeldsandelMean_T1	Pearson Correlation	1	.107**	-.209**	.039	-.023	.052	-.085*	-.047	.020
	Sig. (2-tailed)		.004	.000	.295	.528	.156	.021	.200	.580
	N	742	742	742	706	741	742	742	742	742
TkrentMean_T1	Pearson Correlation	.107**	1	-.016	-.120**	-.004	.044	-.068	.032	.003
	Sig. (2-tailed)	.004		.658	.001	.920	.232	.065	.384	.946
	N	742	743	743	707	742	743	743	743	743
Likviditetsgrad1Mean_T1	Pearson Correlation	-.209**	-.016	1	.013	-.002	-.003	.091*	.026	-.060
	Sig. (2-tailed)	.000	.658		.730	.950	.925	.013	.480	.105
	N	742	743	744	708	743	744	744	744	744
VekstMean_T1	Pearson Correlation	.039	-.120**	.013	1	.071	.038	-.035	-.042	-.005
	Sig. (2-tailed)	.295	.001	.730		.060	.318	.350	.264	.891
	N	706	707	708	708	707	708	708	708	708
StørrelseMean_T1	Pearson Correlation	-.023	-.004	-.002	.071	1	-.026	-.002	.037	.029
	Sig. (2-tailed)	.528	.920	.950	.060		.478	.962	.307	.425
	N	741	742	743	707	745	743	743	743	743
GjeldMean_T1	Pearson Correlation	.052	.044	-.003	.038	-.026	1	-.098**	-.179**	-.013
	Sig. (2-tailed)	.156	.232	.925	.318	.478		.008	.000	.733
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
TotalkaprentMean_T1	Pearson Correlation	-.085*	-.068	.091*	-.035	-.002	-.098**	1	-.117**	-.158**
	Sig. (2-tailed)	.021	.065	.013	.350	.962	.008		.001	.000
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
Likvidgrad1Mean_T1	Pearson Correlation	-.047	.032	.026	-.042	.037	-.179**	-.117**	1	.087*
	Sig. (2-tailed)	.200	.384	.480	.264	.307	.000	.001		.018
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748
Vekst_Mean_T1	Pearson Correlation	.020	.003	-.060	-.005	.029	-.013	-.158**	.087*	1
	Sig. (2-tailed)	.580	.946	.105	.891	.425	.733	.000	.018	
	N	742	743	744	708	743	748	748	748	748

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Gjennomsnitt T2

Correlations

		Gjeldsandel Mean_T2	TkrentMean_ T2	Likviditetsgra d1Mean_T2	VekstMean_T 2	Størrelse Mean_T2	GjeldMean_T 2	Totalkaprent Mean_T2	Likvidgrad1M ean_T2	Vekst_Mean_ T2
GjeldsandelMean_T2	Pearson Correlation	1	.039	-.221**	.032	-.027	-.053	-.025	-.033	.003
	Sig. (2-tailed)		.306	.000	.416	.478	.163	.517	.383	.937
	N	687	687	687	645	686	687	687	687	687
TkrentMean_T2	Pearson Correlation	.039	1	-.007	-.003	-.009	-.026	-.092*	.038	-.003
	Sig. (2-tailed)	.306		.843	.945	.804	.481	.013	.305	.926
	N	687	723	719	660	722	723	723	723	723
Likviditetsgrad1Mean_T2	Pearson Correlation	-.221**	-.007	1	.012	-.006	-.050	.028	-.085*	.012
	Sig. (2-tailed)	.000	.843		.752	.867	.176	.461	.022	.743
	N	687	719	720	661	719	720	720	720	720
VekstMean_T2	Pearson Correlation	.032	-.003	.012	1	-.002	-.046	.036	.021	-.030
	Sig. (2-tailed)	.416	.945	.752		.952	.237	.355	.589	.442
	N	645	660	661	667	660	667	667	667	667
StørrelseMean_T2	Pearson Correlation	-.027	-.009	-.006	-.002	1	-.106**	-.048	.140**	.006
	Sig. (2-tailed)	.478	.804	.867	.952		.005	.196	.000	.872
	N	686	722	719	660	723	723	723	723	723
GjeldMean_T2	Pearson Correlation	-.053	-.026	-.050	-.046	-.106**	1	-.058	-.230**	-.029
	Sig. (2-tailed)	.163	.481	.176	.237	.005		.113	.000	.427
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
TotalkaprentMean_T2	Pearson Correlation	-.025	-.092*	.028	.036	-.048	-.058	1	-.251**	-.123**
	Sig. (2-tailed)	.517	.013	.461	.355	.196	.113		.000	.001
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
Likvidgrad1Mean_T2	Pearson Correlation	-.033	.038	-.085*	.021	.140**	-.230**	-.251**	1	.091*
	Sig. (2-tailed)	.383	.305	.022	.589	.000	.000	.000		.013
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748
Vekst_Mean_T2	Pearson Correlation	.003	-.003	.012	-.030	.006	-.029	-.123**	.091*	1
	Sig. (2-tailed)	.937	.926	.743	.442	.872	.427	.001	.013	
	N	687	723	720	667	723	748	748	748	748

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Vedlegg 4a – Kolinariet Oppkjøper

Median T1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.156	.023		6.677	.000		
	GjeldsandelMedian_T1	.002	.002	.056	1.246	.213	.816	1.226
	TkrentMedian_T1	8.282E-5	.000	.008	.187	.851	.936	1.068
	Likviditetsgrad1Median_T1	.000	.000	-.020	-.453	.651	.849	1.178
	VekstMedian_T1	.000	.000	-.089	-2.171	.030	.982	1.019
	StørrelseMedian_T1	4.115E-6	.000	.057	1.367	.172	.939	1.065
	GjeldMedian_T1	-.009	.004	-.119	-2.302	.022	.617	1.620
	TotalkaprentMedian_T1	.017	.005	.167	3.753	.000	.826	1.211
	Likvidgrad1Median_T1	-.778	.185	-.217	-4.204	.000	.618	1.619
	Vekst_Median_T1	-.014	.005	-.137	-2.771	.006	.677	1.476

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Median T2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.225	.025		8.888	.000		
	GjeldsandelMedian_T2	.006	.003	.110	2.121	.034	.735	1.361
	TKrentMedian_T2	-.001	.000	-.098	-2.047	.041	.864	1.157
	Likviditetsgrad1Median_T2	-.001	.001	-.028	-.566	.572	.789	1.268
	VekstMedian_T2	-1.829E-6	.000	-.033	-.732	.465	.995	1.005
	StørrelseMedian_T2	-1.170E-6	.000	-.020	-.439	.661	.951	1.052
	GjeldMedian_T2	-.007	.004	-.087	-1.523	.129	.613	1.632
	TotalkaprentMedian_T2	.006	.006	.047	1.000	.318	.910	1.099
	Likvidgrad1Median_T2	-1.057	.218	-.286	-4.844	.000	.571	1.751
	Vekst_Median_T2	.001	.002	.027	.602	.547	.984	1.016

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Gjennomsnitt T1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.140	.018		7.999	.000		
	GjeldsandelMean_T1	-.003	.001	-.104	-2.691	.007	.909	1.100
	TKrentMean_T1	.000	.000	.021	.520	.603	.851	1.175
	Likviditetsgrad1Mean_T1	.000	.000	-.024	-.613	.540	.914	1.094
	VekstMean_T1	-.004	.002	-.087	-2.354	.019	.980	1.021
	StørrelseMean_T1	3.950E-5	.000	.108	2.548	.011	.746	1.341
	GjeldMean_T1	5.522E-5	.002	.001	.024	.981	.865	1.156
	TotalkaprentMean_T1	.011	.002	.271	6.466	.000	.763	1.310
	Likvidgrad1Mean_T1	.564	.056	.379	10.046	.000	.945	1.058
	Vekst_Mean_T1	7.836E-6	.000	.031	.764	.445	.841	1.189

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Gjennomsnitt T2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.226	.023		9.798	.000		
	GjeldsandelMean_T2	-.003	.001	-.130	-2.668	.008	.845	1.183
	TKrentMean_T2	-.001	.001	-.046	-.974	.331	.899	1.112
	Likviditetsgrad1Mean_T2	-.002	.001	-.151	-2.916	.004	.749	1.335
	VekstMean_T2	.000	.000	-.036	-.789	.430	.989	1.011
	StørrelseMean_T2	-1.781E-5	.000	-.036	-.724	.470	.832	1.202
	GjeldMean_T2	-.003	.003	-.050	-1.005	.315	.825	1.213
	TotalkaprentMean_T2	.004	.002	.125	2.454	.014	.780	1.282
	Likvidgrad1Mean_T2	.054	.082	.031	.657	.512	.895	1.118
	Vekst_Mean_T2	-8.292E-5	.000	-.110	-2.376	.018	.934	1.070

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Vedlegg 4b – Kolinearitet Oppkjøps mål

Median T1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.133	.017		7.815	.000		
	GjeldsandelMedian_T1	.002	.001	.066	1.661	.097	.858	1.165
	TKrentMedian_T1	.000	.000	-.068	-1.740	.082	.897	1.115
	Likviditetsgrad1Median_T1	.001	.001	.023	.589	.556	.857	1.167
	VekstMedian_T1	-7.253E-5	.000	-.046	-1.200	.230	.937	1.067
	StørrelseMedian_T1	2.200E-6	.000	.010	.261	.794	.934	1.071
	GjeldMedian_T1	-.012	.004	-.165	-3.169	.002	.502	1.993
	TotalkaprentMedian_T1	.007	.004	.067	1.647	.100	.812	1.231
	Likvidgrad1Median_T1	-.637	.133	-.244	-4.803	.000	.530	1.889
	Vekst_Median_T1	-.004	.004	-.039	-.839	.402	.643	1.555

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Median T2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.148	.017		8.664	.000		
	GjeldsandelMedian_T2	-.001	.002	-.014	-.342	.732	.906	1.104
	TKrentMedian_T2	.000	.000	-.032	-.825	.410	.992	1.008
	Likviditetsgrad1Median_T2	-.002	.001	-.084	-2.082	.038	.921	1.085
	VekstMedian_T2	.000	.000	-.041	-1.052	.293	.994	1.006
	StørrelseMedian_T2	1.231E-6	.000	.030	.742	.458	.879	1.137
	GjeldMedian_T2	-.014	.004	-.207	-3.845	.000	.512	1.955
	TotalkaprentMedian_T2	.014	.005	.102	2.584	.010	.947	1.056
	Likvidgrad1Median_T2	-.887	.174	-.280	-5.089	.000	.492	2.031
	Vekst_Median_T2	.001	.002	.026	.653	.514	.972	1.029

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

Gjennomsnitt T1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.132	.015		8.524	.000		
	GjeldsandelMean_T1	.000	.000	.019	.550	.582	.917	1.090
	TKrentMean_T1	.000	.000	-.072	-2.106	.036	.959	1.042
	Likviditetsgrad1Mean_T1	.000	.000	.016	.466	.642	.936	1.069
	VekstMean_T1	5.369E-6	.000	.002	.049	.961	.973	1.028
	StørrelseMean_T1	-8.417E-5	.000	-.039	-1.163	.245	.992	1.009
	GjeldMean_T1	-3.123E-5	.002	-.001	-.018	.986	.943	1.061
	TotalkaprentMean_T1	.007	.001	.235	6.810	.000	.940	1.064
	Likvidgrad1Mean_T1	.678	.054	.433	12.482	.000	.930	1.076
	Vekst_Mean_T1	1.177E-5	.000	.040	1.185	.237	.963	1.038

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

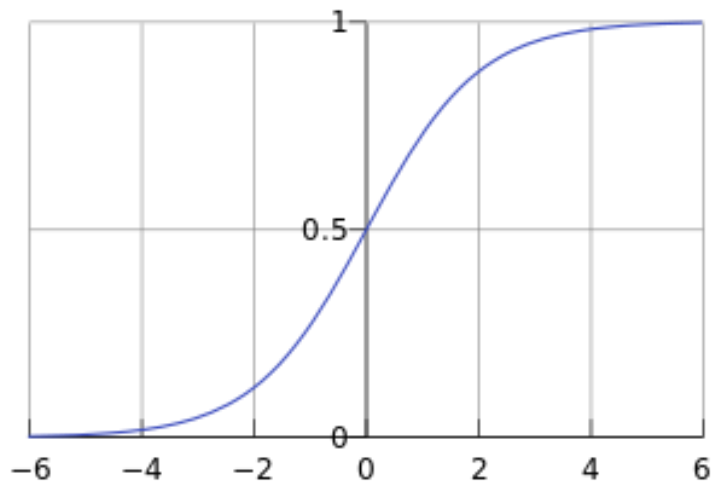
Gjennomsnitt T2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.218	.018		11.797	.000		
	GjeldsandelMean_T2	-.002	.001	-.068	-1.735	.083	.945	1.059
	TKrentMean_T2	.000	.000	-.030	-.772	.440	.984	1.016
	Likviditetsgrad1Mean_T2	-.002	.001	-.095	-2.353	.019	.896	1.116
	VekstMean_T2	-.003	.002	-.063	-1.651	.099	.994	1.006
	StørrelseMean_T2	.000	.000	-.050	-1.300	.194	.984	1.016
	GjeldMean_T2	-.005	.002	-.099	-2.479	.013	.912	1.096
	TotalkaprentMean_T2	.007	.002	.182	4.338	.000	.835	1.197
	Likvidgrad1Mean_T2	.263	.077	.142	3.409	.001	.847	1.181
	Vekst_Mean_T2	4.496E-6	.000	.013	.333	.740	.971	1.030

a. Dependent Variable: Krisetransaksjon

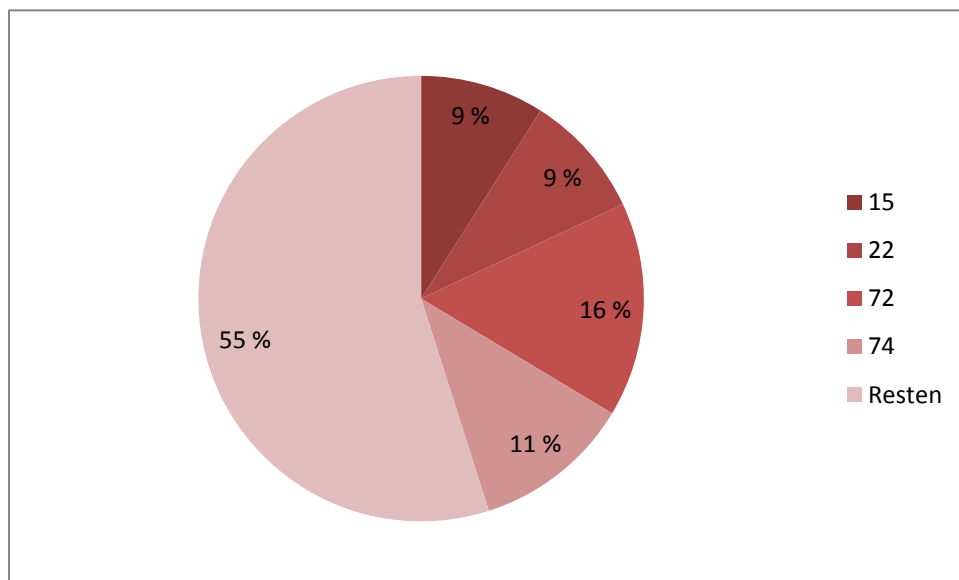
Vedlegg 5 – S-kurve i logistisk regresjon



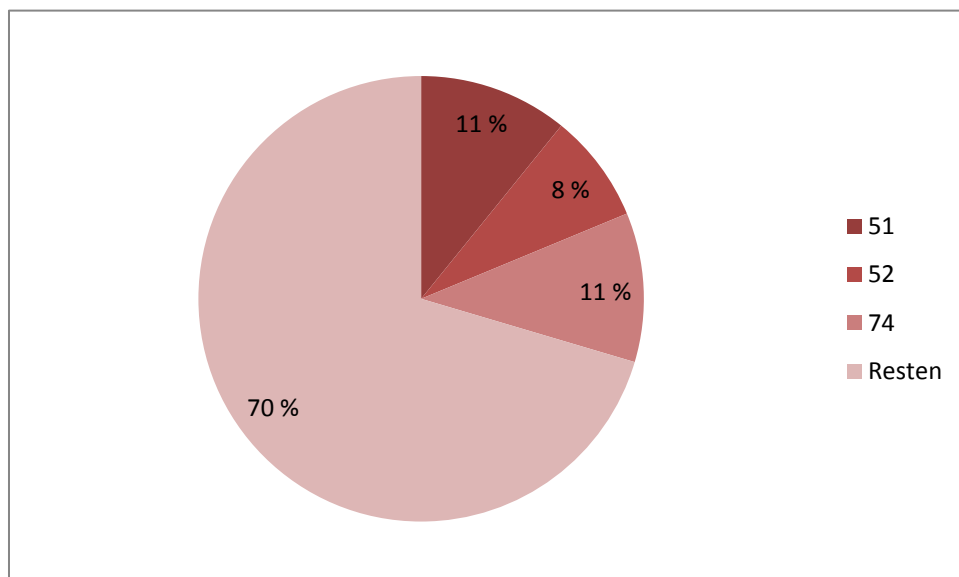
Vedlegg 6 – Oversikt over de bransjekodene som opptrer flest ganger

Oppkjøper

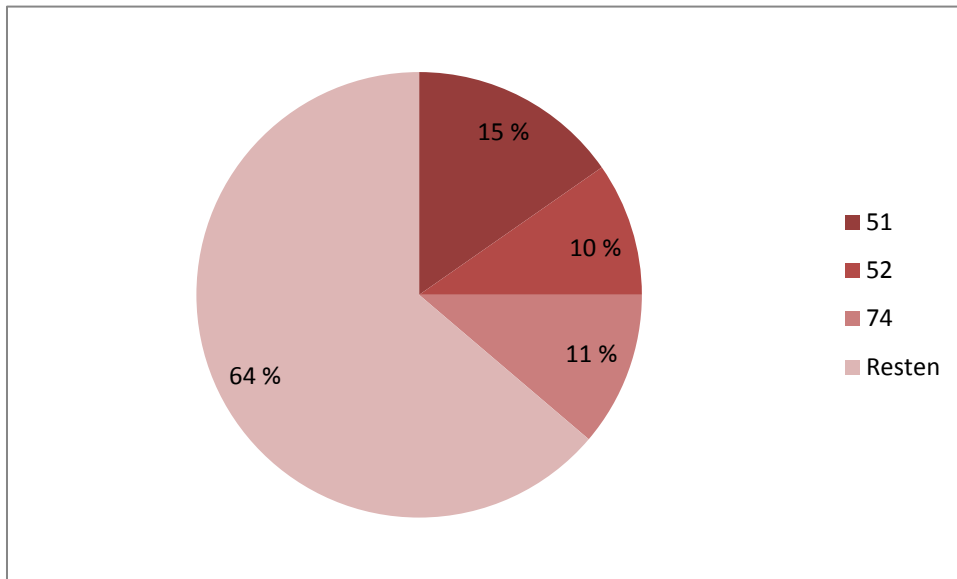
2005



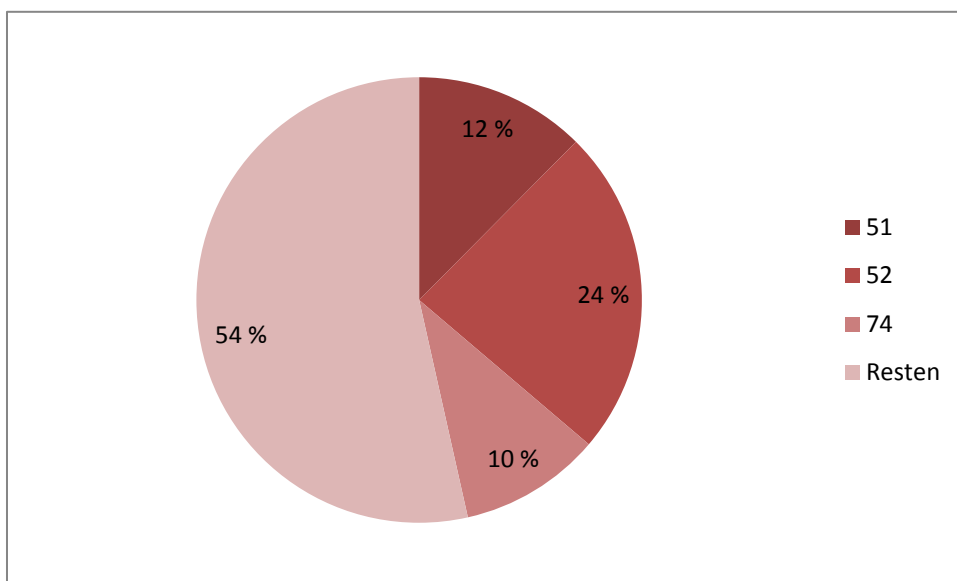
2006



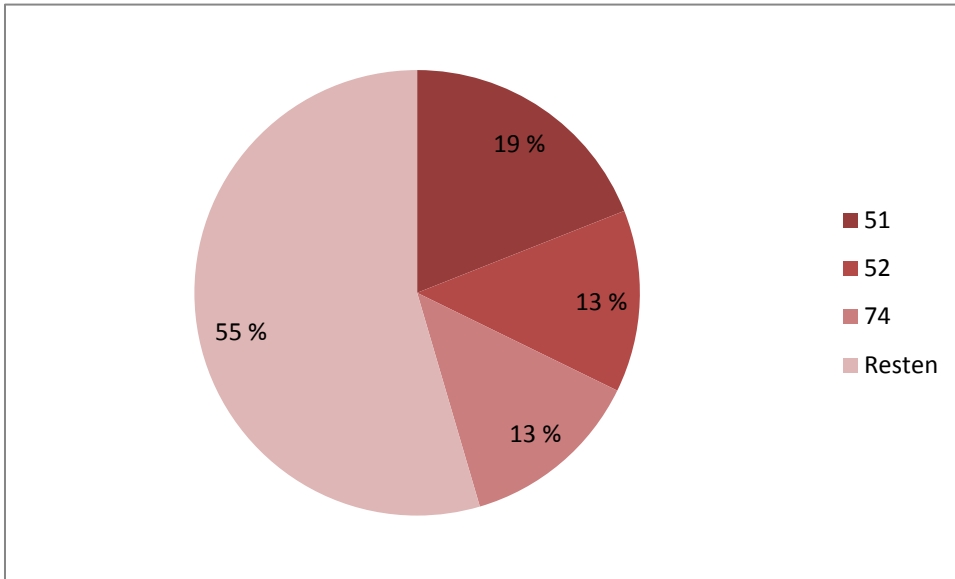
2007



2008

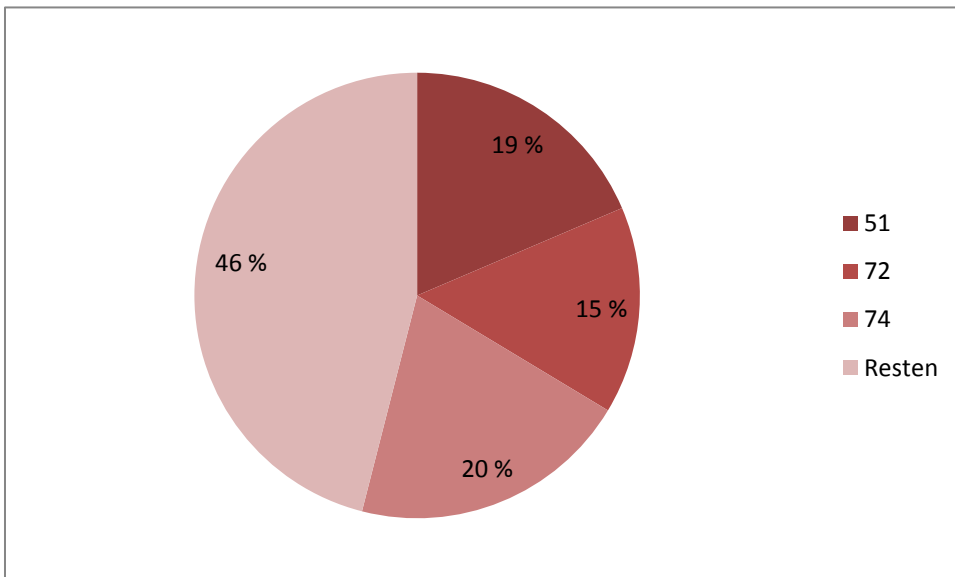


2009

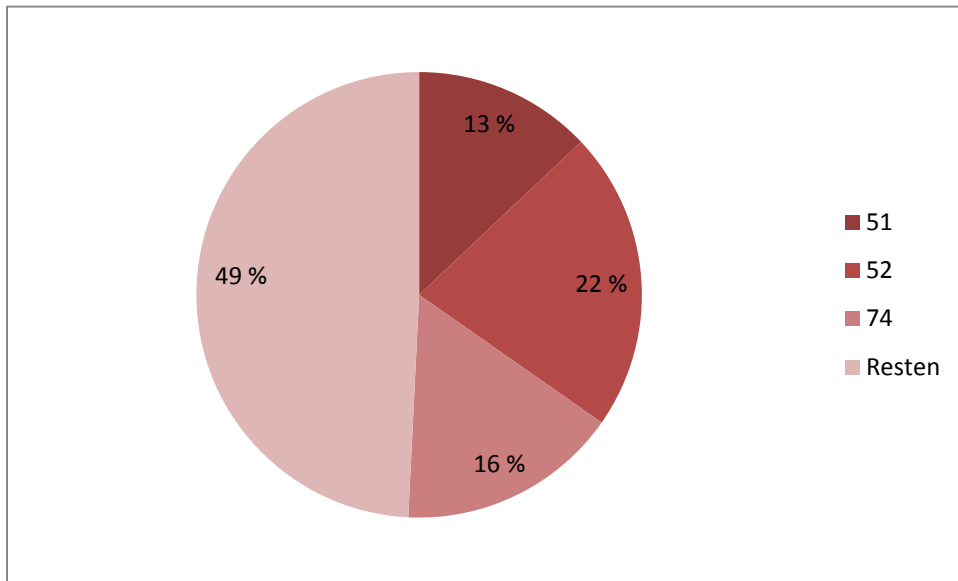


Oppkjøpsmål

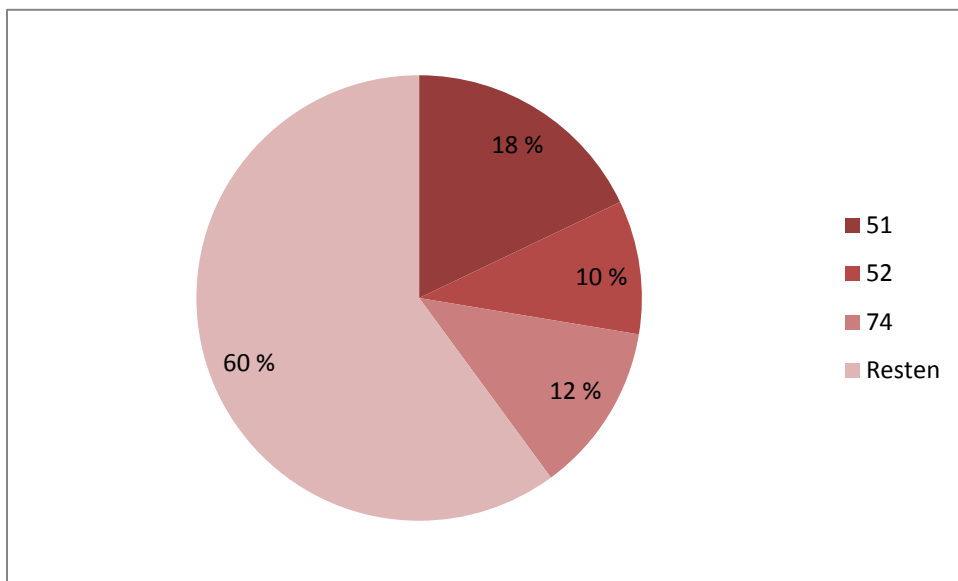
2005



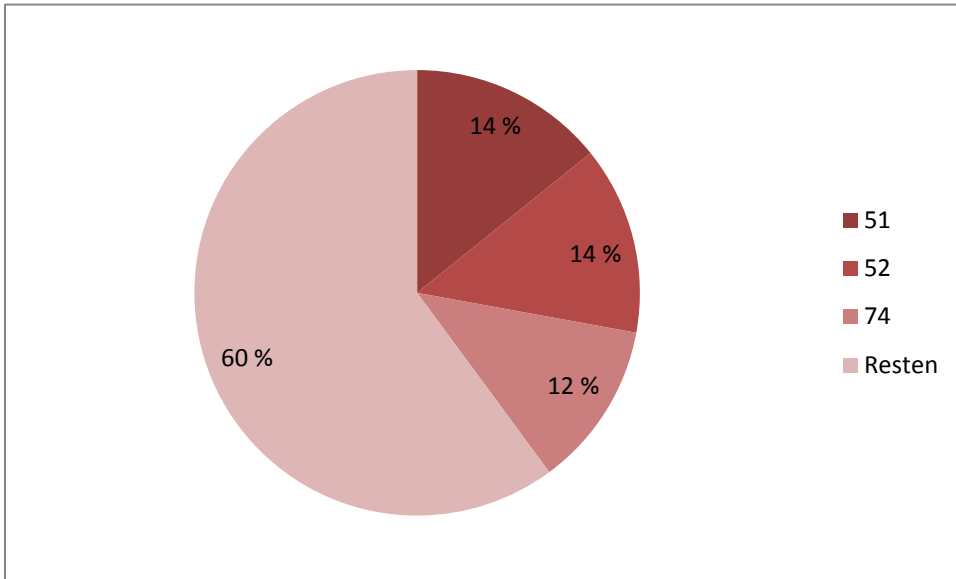
2006



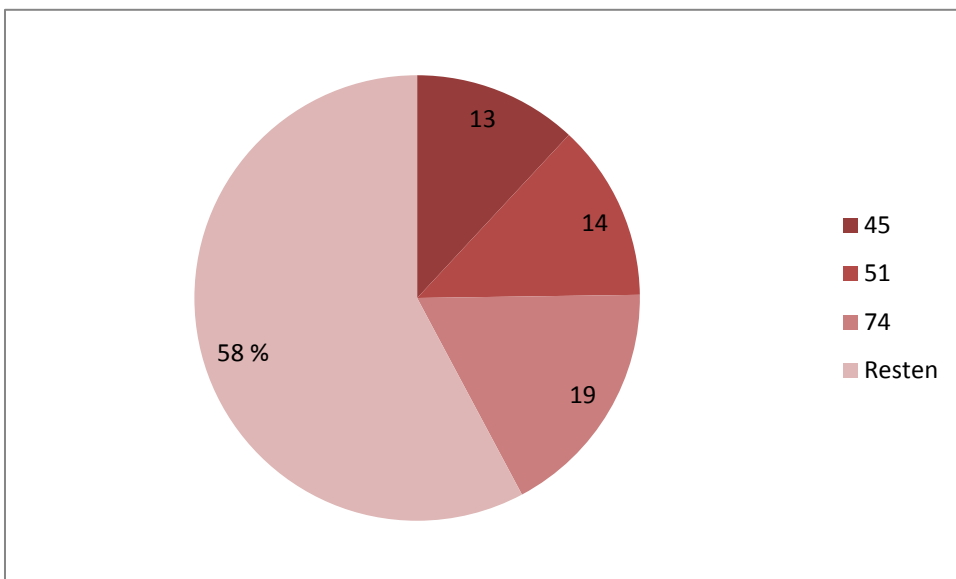
2007



2008



2009



Vedlegg 7 – Antall bransjetransaksjoner målt på to- og firesiffernivå

Oppkjøper

Med alle bransjekoder

År	Mest populære oppkjøpsmål	Antall	Prosentandel	Type bransjer
2005	72	19	15,57 %	IT- tjenester
	74	14	11,48 %	Diverse tjenestevirksomhet
	15 og 22	11	9,02 %	Div mat og slakteriprodukter, Medieproduksjon
2006	52	83	34,58 %	Butikkhandel
	51	26	10,83 %	Agentur- og engroshandel
	74	26	10,83 %	Diverse tjenestevirksomhet
2007	51	30	15,31 %	Agentur- og engroshandel
	74	22	11,22 %	Diverse tjenestevirksomhet
	52	19	9,69 %	Butikkhandel
2008	52	44	23,78 %	Butikkhandel
	51	29	15,68 %	Agentur- og engroshandel
	74	19	10,27 %	Diverse tjenestevirksomhet
2009	51	23	19,01 %	Agentur- og engroshandel
	52	16	13,22	Butikkhandel
	74	16	13,22	Diverse tjenestevirksomhet

Firesiffernivå:

2005: **7222** (8,20%), 2213 (6,55%), 7020 (4,10%)

2006: **5211** (22,08%), 7420 (7,08%), 5231 (5,83%)

2007: **5211** (7,65 %), 7221 (4,08%), 7420 (3,57 %)

2008: **5211** (21,08 %), 7222 (4,86 %), 1110 (3,24 %)

2009: **5211** (11,57%), 5139 (8,26%), 7222(3,31%) og 7414 (3,31%)

Tar vekk 5211 – Butikkhandel med bredt vareutvalg

År	Mest populære oppkjøpsmål	Antall	Prosentandel	Type bransjer
2005	72	19	15,57 %	IT- tjenester
	74	14	11,48 %	Diverse tjenestevirksomhet
	15 og 22	11	9,02 %	Div mat og slakteriprodukter, Medieproduksjon
2006	52	30	16,04 %	Butikkhandel
	51	26	13,90 %	Agentur- og engroshandel
	74	26	13,90 %	Diverse tjenestevirksomhet
2007	51	30	16,57 %	Agentur- og engroshandel
	74	22	12,15 %	Diverse tjenestevirksomhet
	72	13	7,18 %	IT- tjenester
2008	74	23	15,75 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	19	13,01 %	Agentur- og engroshandel
	72	14	9,59 %	IT- tjenester
2009	51	23	21,50 %	Agentur- og engroshandel
	74	16	14,95 %	Diverse tjenestevirksomhet
	29 og 72	6	5,61 %	Motor og maskinproduksjon, IT- tjenester

Firesiffernivå:

2005: **7222** (8,20%), 2213 (6,55%), 7020 (4,10%)

2006: **7420** (9,09%), 5231 (7,49%), 7221 (5,35%)

2007: **7221** (4,42%), 7420 (3,57 %), Mange på 3.plass med 3,31%

2008: **7222** (6,16 %), 1110 (4,11 %), 5187 (3,42%)

2009: **5139** (9,35%), 7222(3,74%), 7414 (3,74%) og 3511 (3,74%)

Tar vekk 7222 annen konsulentvirksomhet og 7420 arkitekt- og byggvirksomhet

År	Mest populære oppkjøpsmål	Antall	Prosentandel	Type bransjer
2005	15	11	10,19 %	Div mat og slakteriprodukter
	22	11	10,19 %	Medieproduksjon
	74	10	9,26 %	Diverse tjenestevirksomhet
2006	52	30	18,29 %	Butikkhandel
	51	26	15,85 %	Agentur- og engroshandel
	72	13	7,93 %	IT- tjenester
2007	51	30	17,54 %	Agentur- og engroshandel
	74	15	8,77 %	Diverse tjenestevirksomhet
	22, 72	10	5,85 %	Medieproduksjon, IT- tjenester
2008	51	23	17,29 %	Agentur- og engroshandel
	74	15	11,28 %	Diverse tjenestevirksomhet
	11	8	6,02 %	Jordbruk, hage og frukt dyrking
2009	51	23	22,55 %	Agentur- og engroshandel
	74	15	14,71 %	Diverse tjenestevirksomhet
	29	6	5,88 %	Motor og maskinproduksjon

Firesiffernivå:

2005: **2213** (7,41%), 7020 (4,63%) og 1110, 1520, 1581, 7230 (3,70 %)

2006: **5231** (8,54%), 7221 (6,10%), 5247 (5,49%)

2007: **7221** (4,68%) og 502, 5184, 8187, 7221, 7310 (3,51%)

2008: **1110** (4,51 %), 5187 (3,76%) og 5187, 6321, 6424, 7221, 7412 og 9302 (3 %)

2009: **5139** (9,80%), 7414 (3,92%) og 3511 (3,92%)

Oppkjøpsmål

Med alle bransjekoder

År	Mest populære oppkjøpsmål	Antal	Prosentandel	Type bransjer
2005	74	23	19,66 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	21	17,95 %	Agentur- og engroshandel
	72	17	14,53 %	IT- tjenester
2006	52	42	21,76 %	Butikkhandel
	74	31	16,06 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	25	12,95 %	Agentur- og engroshandel
2007	51	48	17,91 %	Agentur- og engroshandel
	74	33	12,31 %	Diverse tjenestevirksomhet
	52	26	9,70 %	Butikkhandel
2008	51	26	14,21 %	Agentur- og engroshandel
	52	25	13,66 %	Butikkhandel
	74	22	12,02 %	Diverse tjenestevirksomhet
2009	74	19	17,43 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	14	12,84 %	Agentur- og engroshandel
	45	13	11,93 %	Byggebransjen

Firesiffernivå

2005: 7222 (9,73%), 7420 (8,85), 5247 (6,19%)

2006: 5211 (10,88%), 7420 (7,77%), 2212 og 5231 (3,63%)

2007: 5211 (5,97%), 7222 (4,10%), 7420 (4,10%)

2008: 5211 (9,78%), 7420 (6,52%), 7222 (5,98%)

2009: 5211 (4,92%), 7420 (4,37%), 7222 (3,28%)

Tar vekk 5211 Butikkhandel med bredt vareutvalg

År	Mest populære oppkjøpsmaal	Antall	Prosentandel	Type bransjer
2005	74	23	19,66 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	21	17,95 %	Agentur- og engroshandel
	72	17	14,53 %	IT- tjenester
2006	74	31	18,02 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	25	14,53 %	Agentur- og engroshandel
	52	21	12,21 %	Handelsbransjen
2007	51	48	19,05 %	Agentur- og engroshandel
	74	33	13,10 %	Diverse tjenestevirksomhet
	45	19	7,54 %	Byggebransjen
2008	51	26	15,76 %	Agentur- og engroshandel
	74	22	13,33 %	Diverse tjenestevirksomhet
	72	20	12,12 %	IT- tjenester
2009	74	19	19,00 %	Diverse tjenestevirksomhet
	51	14	14,00 %	Agentur- og engroshandel
	45	13	13,00 %	Byggebransjen

Firesiffernivå

2005: 7222 (9,73%), 7420 (8,85), 5247 (6,19%)

2006: 7420 (8,72%), 2212 og 5231 (4,07%)

2007: 7222 (4,37%), 7420 (4,37%), 5187 (3,97%)

2008: 7420 (7,27%), 7222 (6,67%), 7221 og 5187 (4,24%)

2009: 7420 (8%), 7222 (6%), 7414 og 4533 (4%)

Tar vekk 7222 annen konsulentvirksomhet og 7420 arkitekt- og byggvirksomhet

År	Mest populære oppkjøpsmaal	Antall	Prosentandel	Type bransjer
2005	51	21	22,83 %	Agentur- og engroshandel
	74	13	14,13 %	Diverse tjenestevirksomhet
	72	6	6,52 %	IT- tjenester
2006	51	25	16,13 %	Agentur- og engroshandel
	52	21	13,55 %	Handelsbransjen
	72	16	10,32 %	IT- tjenester
2007	51	48	20,87 %	Agentur- og engroshandel
	74	22	9,57 %	Diverse tjenestevirksomhet
	45	19	8,26 %	Byggebransjen
2008	51	26	18,31 %	Agentur- og engroshandel
	45	15	10,56 %	Byggebransjen
	74	10	7,04 %	Diverse tjenestevirksomhet
2009	51	14	16,28 %	Agentur- og engroshandel
	45	13	15,12 %	Byggebransjen
	74	11	12,79 %	Diverse tjenestevirksomhet

Firesiffernivå

2005: **5247** (6,19%), 5138(5,43%), 7487 (5,43%)

2006: **2212 og 5231** (4,52%), 7450 (3,23%)

2007: **5187** (4,35%), 502 og 5147 (3,04%)

2008: **7221 og 5187** (4,24%), 4521 (4,22%)

2009: **7414 og 4533** (4,65%), 502, 3320, 4010, 4521, 4531, 7430 (3,49%)

Vedlegg 8 – Oversikt over navn på alle bransjekoder

502 – FISKEOPPDRETT OG KLEKKERI

1110 – UTVINNING AV RÅOLJE OG NATURGASS

1520 – BEARBEIDING OG KONSERVERING AV FISK

1581 – PRODUKSJON AV BRØD

2212 – FORELEGGING AV AVISER

2213 – FORLEGGING AV BLADER OG TIDSSKRIFTER

3320 – INSTALLASJON AV INDUSTRIMASKINER

3511 – BYGGING OG REP. AV SKIP OG SKROT

4010 – PRODUKSJON OG DISTRIBUSJON AV ELEKTRISITET

4521 – OPPFØRING AV BYGNINGER OG ANDRE KONSTRUKSJONER

4531 – AGENTUR- OG ENGROSHANDEL MED DEL

4533 – VARME,- OG KJØLEANLEGG, INSTALLASJON

5138 – ENGROSHANDEL MED FISK OG SKALLDYR

5139 – ENGROSHANDEL MED BREDT UTVALG

5147 – ENGROSHANDEL MED BØKER, AVISER

5184 – ENGROSHANDEL MED DATAMASKINER

5187 – ENGROSHANDEL MED MASKINER OG UTSYR

5211 – BUTIKKHANDEL MED BREDT VAREUTVALG

5231 – BUTIKKHANDEL MED APOTEKVARER

5247 – BUTIKKHANDEL MED BØKER OG PAPIR

6321 – DRIFT AV GODS- OG TRANSPORTSENTER

6424 – TELEKOMMUNIKASJONSVIRKSOMHET

7020 – BORETTSLAG, UMLEIE AV EGEN ELLER LEID FAST EIENDOM

7112 - BYGGETEKNISK KONSULENTVIRKSOMHET, GEOLOGISKE
UNDERSØKELSER OG ANNEN TEKNISK KONSULENTVIRKSOMHET

7221 – UTVIKLING AV SYSTEM OG PROGRAMVARE

7222 – ANNEN KONSULENTVIRKSOMHET

7230 – DATABEHANDLING

7310 – FORSKNING OG UTVIKLINGSARBEID

7412 - REGNSKAP, REVISJON OG SKATTERÅDGIVNING

7414 – BEDRIFTSRÅDGIVNING

7420 – ARKITEKTVIRKSOMHET, BYGGTEKNISK KONSULENTVIRKSOMHET,
GEOLOGISKE UNDERSØKELSER OG ANNEN TEKNISK
KONSULENTVIRKSOMHET

7430 – TEKNISK PRØVING OG ANALYSE

7450 – FORMIDLING OG UMLEIE AV ARBEIDSKRAFT

7487 – INKASSO- OG KREDITTOPPLYSNING, SAMT DESIGNVIRKSOMHET

8187 – INGEN INFORMASJON

9302 – FRISERING OG ANNEN SKJØNNHETSPLEIE

Vedlegg 9 – Analyse uten likviditetsgrad

Oppkjøper

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	447.683 ^a	.150	.246

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T1	.062	.020	9.928	1	.002	1.064
	TKrentMedian_T1	.005	.003	3.039	1	.081	1.005
	VekstMedian_T1	-.056	.008	49.573	1	.000	.946
	StørrelseMedian_T1	.000	.000	.015	1	.902	1.000
	GjeldMedian_T1	-.003	.026	.015	1	.903	.997
	TotalkaprentMedian_T1	.122	.040	9.408	1	.002	1.130
	Vekst_Median_T1	-.073	.041	3.160	1	.075	.930
	Constant	-1.607	.181	78.689	1	.000	.201

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T1, TKrentMedian_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, GjeldMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	450.277 ^a	.029	.047

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T2	.055	.023	6.038	1	.014	1.057
	TKrentMedian_T2	-.001	.003	.130	1	.719	.999
	VekstMedian_T2	.000	.000	.040	1	.842	1.000
	StørrelseMedian_T2	.000	.000	.047	1	.829	1.000
	GjeldMedian_T2	.066	.032	4.187	1	.041	1.068
	TotalkaprentMedian_T2	.021	.043	.235	1	.628	1.021
	Vekst_Median_T2	.032	.032	.962	1	.327	1.032
	Constant	-1.150	.164	49.298	1	.000	.317

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T2, TKrentMedian_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, GjeldMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	464.732 ^a	.141	.231

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMean_T1	-.014	.007	3.658	1	.056	.987
	TKrentMean_T1	.002	.004	.301	1	.583	1.002
	VekstMean_T1	-.367	.062	34.780	1	.000	.693
	StørrelseMean_T1	.000	.000	4.538	1	.033	1.000
	GjeldMean_T1	-.043	.020	4.419	1	.036	.958
	TotalkaprentMean_T1	.074	.014	28.986	1	.000	1.077
	Vekst_Mean_T1	.000	.000	.628	1	.428	1.000
	Constant	-2.501	.224	125.078	1	.000	.082

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T1, TKrentMean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, GjeldMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	460.520 ^a	.028	.044

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMean_T2	-.011	.007	2.680	1	.102	.989
	TKrentMean_T2	-.005	.005	1.196	1	.274	.995
	VekstMean_T2	-.006	.010	.379	1	.538	.994
	StørrelseMean_T2	.000	.000	.196	1	.658	1.000
	GjeldMean_T2	-.021	.016	1.583	1	.208	.979
	TotalkaprentMean_T2	.015	.011	1.907	1	.167	1.015
	Vekst_Mean_T2	-.001	.000	3.186	1	.074	.999
	Constant	-1.297	.143	82.164	1	.000	.273

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T2, TKrentMean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, GjeldMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Vekst_Mean_T2.

Oppkjøpsmål

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	612.753 ^a	.020	.034

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T1	.013	.009	2.482	1	.115	1.014
	TKrentMedian_T1	-.003	.002	3.566	1	.059	.997
	VekstMedian_T1	-.002	.003	.806	1	.369	.998
	StørrelseMedian_T1	.000	.000	.032	1	.859	1.000
	GjeldMedian_T1	.002	.021	.008	1	.930	1.002
	TotalkaprentMedian_T1	.042	.031	1.802	1	.179	1.043
	Vekst_Median_T1	.035	.029	1.500	1	.221	1.036
	Constant	-1.685	.127	176.507	1	.000	.186

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T1, TKrentMedian_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, GjeldMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	572.008 ^a	.016	.027

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T2	.008	.016	.255	1	.614	1.008
	TKrentMedian_T2	-.002	.002	.647	1	.421	.998
	VekstMedian_T2	-.005	.005	1.248	1	.264	.995
	StørrelseMedian_T2	.000	.000	.139	1	.709	1.000
	GjeldMedian_T2	-.012	.020	.370	1	.543	.988
	TotalkaprentMedian_T2	.065	.038	2.906	1	.088	1.067
	Vekst_Median_T2	.018	.022	.674	1	.412	1.018
	Constant	-1.599	.126	162.183	1	.000	.202

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T2, TKrentMedian_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, GjeldMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	593.252 ^a	.047	.080

a. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMean_T1	-.003	.005	.329	1	.566	.997
	TKrentMean_T1	-.003	.002	2.544	1	.111	.997
	VekstMean_T1	-.052	.039	1.801	1	.180	.950
	StørrelseMean_T1	-.001	.002	.189	1	.663	.999
	GjeldMean_T1	-.037	.014	6.474	1	.011	.964
	TotalkaprentMean_T1	.035	.010	11.567	1	.001	1.036
	Vekst_Mean_T1	.000	.000	1.435	1	.231	1.000
	Constant	-1.519	.138	120.440	1	.000	.219

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T1, TKrentMean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, GjeldMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	549.381 ^a	.050	.084

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMean_T2	-.012	.009	2.005	1	.157	.988
	TKrentMean_T2	-.004	.003	1.417	1	.234	.996
	VekstMean_T2	-.135	.054	6.283	1	.012	.874
	StørrelseMean_T2	-.002	.002	.537	1	.464	.998
	GjeldMean_T2	-.051	.013	15.345	1	.000	.950
	TotalkaprentMean_T2	.029	.012	5.821	1	.016	1.030
	Vekst_Mean_T2	.000	.000	.033	1	.856	1.000
	Constant	-1.538	.163	88.633	1	.000	.215

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T2, TKrentMean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, GjeldMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Vekst_Mean_T2.

Vedlegg 10 – Analyse uten gjeldsandel

Oppkjøper

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	446.694 ^a	.152	.249

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMedian_T1	.004	.003	1.747	1	.186	1.004
Likviditetsgrad1Median_T1	-.005	.006	.869	1	.351	.995
VekstMedian_T1	-.052	.008	44.319	1	.000	.950
StørrelseMedian_T1	.000	.000	.279	1	.597	1.000
TotalkaprentMedian_T1	.141	.039	13.214	1	.000	1.151
Likvidgrad1Median_T1	-4.603	1.387	11.020	1	.001	.010
Vekst_Median_T1	-.083	.040	4.420	1	.036	.920
Constant	-1.996	.178	126.203	1	.000	.136

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMedian_T1, Likviditetsgrad1Median_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Likvidgrad1Median_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	447.732 ^a	.067	.107

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMedian_T2	-.004	.003	1.357	1	.244	.996
Likviditetsgrad1Median_T2	.001	.003	.278	1	.598	1.001
VekstMedian_T2	.000	.000	.066	1	.797	1.000
StørrelseMedian_T2	.000	.000	.009	1	.924	1.000
TotalkaprentMedian_T2	.075	.037	4.123	1	.042	1.078
Likvidgrad1Median_T2	-6.489	1.343	23.332	1	.000	.002
Vekst_Median_T2	.018	.017	1.018	1	.313	1.018
Constant	-1.510	.137	122.288	1	.000	.221

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMedian_T2, Likviditetsgrad1Median_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Likvidgrad1Median_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	390.304 ^a	.244	.400

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMean_T1	.002	.005	.221	1	.638	1.002
Likviditetsgrad1Mean_T1	.000	.002	.006	1	.938	1.000
VekstMean_T1	-.327	.062	27.740	1	.000	.721
StørrelseMean_T1	.000	.000	4.200	1	.040	1.000
TotalkaprentMean_T1	.095	.016	35.075	1	.000	1.099
Likvidgrad1Mean_T1	4.537	.574	62.571	1	.000	93.397
Vekst_Mean_T1	.000	.000	.051	1	.821	1.000
Constant	-3.077	.262	137.562	1	.000	.046

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMean_T1, Likviditetsgrad1Mean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Likvidgrad1Mean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	481.381 ^a	.026	.041

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMean_T2	-.006	.005	1.704	1	.192	.994
Likviditetsgrad1Mean_T2	.002	.002	.413	1	.520	1.002
VekstMean_T2	-.006	.009	.445	1	.505	.994
StørrelseMean_T2	.000	.000	.401	1	.526	1.000
TotalkaprentMean_T2	.020	.012	2.627	1	.105	1.020
Likvidgrad1Mean_T2	.774	.496	2.439	1	.118	2.168
Vekst_Mean_T2	-.001	.000	3.708	1	.054	.999
Constant	-1.321	.137	93.480	1	.000	.267

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMean_T2, Likviditetsgrad1Mean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Likvidgrad1Mean_T2, Vekst_Mean_T2.

Oppkjøpsmål

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	595.759 ^a	.044	.075

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMedian_T1	-.004	.002	5.529	1	.019	.996
Likviditetsgrad1Median_T1	.000	.007	.004	1	.952	1.000
VekstMedian_T1	-.002	.003	.924	1	.337	.998
StørrelseMedian_T1	.000	.000	.038	1	.846	1.000
TotalkaprentMedian_T1	.041	.030	1.856	1	.173	1.042
Likvidgrad1Median_T1	-4.172	.974	18.339	1	.000	.015
Vekst_Median_T1	.019	.029	.456	1	.500	1.020
Constant	-1.805	.133	184.639	1	.000	.164

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMedian_T1, Likviditetsgrad1Median_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Likvidgrad1Median_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	560.211 ^a	.046	.077

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
TKrentMedian_T2	-.002	.002	.700	1	.403	.998
Likviditetsgrad1Median_T2	-.048	.018	6.962	1	.008	.953
VekstMedian_T2	-.006	.005	1.583	1	.208	.994
StørrelseMedian_T2	.000	.000	.009	1	.927	1.000
TotalkaprentMedian_T2	.084	.038	4.828	1	.028	1.087
Likvidgrad1Median_T2	-3.356	1.000	11.255	1	.001	.035
Vekst_Median_T2	.007	.016	.171	1	.679	1.007
Constant	-1.578	.116	183.553	1	.000	.206

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMedian_T2, Likviditetsgrad1Median_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Likvidgrad1Median_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	467.940 ^a	.202	.344

a. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	TKrentMean_T1	-.004	.002	6.088	1	.014	.996
	Likviditetsgrad1Mean_T1	.002	.004	.385	1	.535	1.002
	VekstMean_T1	-.041	.041	.997	1	.318	.960
	StørrelseMean_T1	-.001	.002	.290	1	.590	.999
	TotalkaprentMean_T1	.044	.009	21.109	1	.000	1.045
	Likvidgrad1Mean_T1	5.781	.597	93.907	1	.000	324.217
	Vekst_Mean_T1	.000	.000	8.668	1	.003	1.000
	Constant	-2.516	.196	165.432	1	.000	.081

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMean_T1, Likviditetsgrad1Mean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Likvidgrad1Mean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	550.879 ^a	.059	.100

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	TKrentMean_T2	-.003	.004	.599	1	.439	.997
	Likviditetsgrad1Mean_T2	-.020	.009	4.902	1	.027	.980
	VekstMean_T2	-.119	.053	5.074	1	.024	.888
	StørrelseMean_T2	-.001	.002	.558	1	.455	.999
	TotalkaprentMean_T2	.055	.014	16.132	1	.000	1.056
	Likvidgrad1Mean_T2	1.972	.522	14.242	1	.000	7.182
	Vekst_Mean_T2	.000	.000	.058	1	.810	1.000
	Constant	-1.709	.166	106.156	1	.000	.181

a. Variable(s) entered on step 1: TKrentMean_T2, Likviditetsgrad1Mean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Likvidgrad1Mean_T2, Vekst_Mean_T2.

Vedlegg 11 – Alle resultater fra den logistiske regresjonen

Oppkjøper

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	428.193 ^a	.178	.292

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T1	.067	.021	10.658	1	.001	1.070
	TKrentMedian_T1	.003	.003	1.431	1	.232	1.003
	Likviditetsgrad1Median_T1	.000	.006	.003	1	.956	1.000
	VekstMedian_T1	-.055	.008	45.528	1	.000	.947
	StørrelseMedian_T1	.000	.000	.276	1	.600	1.000
	GjeldMedian_T1	-.085	.032	7.052	1	.008	.918
	TotalkaprentMedian_T1	.143	.039	13.794	1	.000	1.154
	Likvidgrad1Median_T1	-7.390	1.699	18.914	1	.000	.001
	Vekst_Median_T1	-.146	.045	10.617	1	.001	.864
	Constant	-1.940	.206	89.109	1	.000	.144

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T1, TKrentMedian_T1, Likviditetsgrad1Median_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, GjeldMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Likvidgrad1Median_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	423.607 ^a	.082	.132

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
GjeldsandelMedian_T2	.064	.024	6.970	1	.008	1.066
TKrentMedian_T2	-.004	.003	1.134	1	.287	.996
Likviditetsgrad1Median_T2	-.013	.014	.884	1	.347	.987
VekstMedian_T2	.000	.000	.060	1	.807	1.000
StørrelseMedian_T2	.000	.000	.216	1	.642	1.000
GjeldMedian_T2	-.018	.035	.275	1	.600	.982
TotalkaprentMedian_T2	.048	.040	1.428	1	.232	1.049
Likvidgrad1Median_T2	-7.720	1.568	24.227	1	.000	.000
Vekst_Median_T2	.007	.018	.148	1	.701	1.007
Constant	-1.270	.174	53.439	1	.000	.281

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T2, TKrentMedian_T2, Likviditetsgrad1Median_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, GjeldMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Likvidgrad1Median_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	385.761 ^a	.250	.408

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
GjeldsandelMean_T1	-.015	.008	3.808	1	.051	.985
TKrentMean_T1	.001	.006	.057	1	.812	1.001
Likviditetsgrad1Mean_T1	-.001	.003	.159	1	.690	.999
VekstMean_T1	-.306	.062	24.282	1	.000	.736
StørrelseMean_T1	.000	.000	4.337	1	.037	1.000
GjeldMean_T1	.008	.024	.103	1	.748	1.008
TotalkaprentMean_T1	.096	.016	34.827	1	.000	1.101
Likvidgrad1Mean_T1	4.675	.620	56.781	1	.000	107.214
Vekst_Mean_T1	.000	.000	.041	1	.840	1.000
Constant	-3.103	.268	133.744	1	.000	.045

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T1, TKrentMean_T1, Likviditetsgrad1Mean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, GjeldMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Likvidgrad1Mean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	446.542 ^a	.055	.089

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
GjeldsandelMean_T2	-.024	.008	9.073	1	.003	.976
TKrentMean_T2	-.005	.005	1.099	1	.295	.995
Likviditetsgrad1Mean_T2	-.026	.008	10.134	1	.001	.975
VekstMean_T2	-.007	.011	.454	1	.500	.993
StørrelseMean_T2	.000	.000	.655	1	.418	1.000
GjeldMean_T2	-.018	.017	1.065	1	.302	.982
TotalkaprentMean_T2	.043	.014	10.086	1	.001	1.044
Likvidgrad1Mean_T2	.437	.505	.749	1	.387	1.549
Vekst_Mean_T2	-.001	.001	5.827	1	.016	.999
Constant	-1.269	.148	73.353	1	.000	.281

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T2, TKrentMean_T2, Likviditetsgrad1Mean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, GjeldMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Likvidgrad1Mean_T2, Vekst_Mean_T2.

Oppkjøpsmål

Median T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	582.269 ^a	.062	.105

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
GjeldsandelMedian_T1	.014	.010	2.071	1	.150	1.015
TKrentMedian_T1	-.003	.002	2.603	1	.107	.997
Likviditetsgrad1Median_T1	.004	.007	.289	1	.591	1.004
VekstMedian_T1	-.003	.003	.947	1	.331	.997
StørrelseMedian_T1	.000	.000	.019	1	.890	1.000
GjeldMedian_T1	-.093	.028	11.508	1	.001	.911
TotalkaprentMedian_T1	.067	.031	4.599	1	.032	1.070
Likvidgrad1Median_T1	-6.559	1.244	27.781	1	.000	.001
Vekst_Median_T1	-.036	.034	1.114	1	.291	.965
Constant	-2.043	.156	170.978	1	.000	.130

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T1, TKrentMedian_T1, Likviditetsgrad1Median_T1, VekstMedian_T1, StørrelseMedian_T1, GjeldMedian_T1, TotalkaprentMedian_T1, Likvidgrad1Median_T1, Vekst_Median_T1.

Median T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	534.830 ^a	.071	.120

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMedian_T2	-.027	.019	2.115	1	.146	.973
	TKrentMedian_T2	-.001	.002	.418	1	.518	.999
	Likviditetsgrad1Median_T2	-.069	.022	9.850	1	.002	.933
	VekstMedian_T2	-.006	.005	1.316	1	.251	.994
	StørrelseMedian_T2	.000	.000	.006	1	.937	1.000
	GjeldMedian_T2	-.094	.026	13.127	1	.000	.910
	TotalkaprentMedian_T2	.106	.038	7.975	1	.005	1.112
	Likvidgrad1Median_T2	-6.438	1.317	23.892	1	.000	.002
	Vekst_Median_T2	.012	.017	.493	1	.482	1.012
	Constant	-1.826	.143	162.477	1	.000	.161

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMedian_T2, TKrentMedian_T2, Likviditetsgrad1Median_T2, VekstMedian_T2, StørrelseMedian_T2, GjeldMedian_T2, TotalkaprentMedian_T2, Likvidgrad1Median_T2, Vekst_Median_T2.

Gjennomsnitt T1

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	467.146 ^a	.203	.345

a. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a	GjeldsandelMean_T1	.003	.005	.439	1	.507	1.003
	TKrentMean_T1	-.004	.002	6.058	1	.014	.996
	Likviditetsgrad1Mean_T1	.003	.004	.561	1	.454	1.003
	VekstMean_T1	-.040	.040	.960	1	.327	.961
	StørrelseMean_T1	-.001	.002	.266	1	.606	.999
	GjeldMean_T1	.010	.020	.255	1	.614	1.010
	TotalkaprentMean_T1	.045	.010	20.905	1	.000	1.046
	Likvidgrad1Mean_T1	5.930	.642	85.262	1	.000	376.278
	Vekst_Mean_T1	.000	.000	8.292	1	.004	1.000
	Constant	-2.586	.218	141.313	1	.000	.075

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T1, TKrentMean_T1, Likviditetsgrad1Mean_T1, VekstMean_T1, StørrelseMean_T1, GjeldMean_T1, TotalkaprentMean_T1, Likvidgrad1Mean_T1, Vekst_Mean_T1.

Gjennomsnitt T2

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	529.224 ^a	.079	.133

a. Estimation terminated at iteration number 6 because parameter estimates changed by less than .001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
GjeldsandelMean_T2	-.019	.009	4.101	1	.043	.981
TKrentMean_T2	-.003	.003	.874	1	.350	.997
Likviditetsgrad1Mean_T2	-.027	.010	7.332	1	.007	.973
VekstMean_T2	-.151	.056	7.114	1	.008	.860
StørrelseMean_T2	-.002	.002	.698	1	.404	.998
GjeldMean_T2	-.041	.014	8.636	1	.003	.960
TotalkaprentMean_T2	.053	.013	18.041	1	.000	1.055
Likvidgrad1Mean_T2	1.638	.536	9.347	1	.002	5.147
Vekst_Mean_T2	.000	.000	.002	1	.963	1.000
Constant	-1.549	.176	77.350	1	.000	.212

a. Variable(s) entered on step 1: GjeldsandelMean_T2, TKrentMean_T2, Likviditetsgrad1Mean_T2, VekstMean_T2, StørrelseMean_T2, GjeldMean_T2, TotalkaprentMean_T2, Likvidgrad1Mean_T2, Vekst_Mean_T2.