

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2010

**Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,
hovedprofil Strategisk ledelse**

Veileder: Lasse B. Lien

Konsernstrategi i nedgangstider

*- finanskrisens effekter på
markedet for selskapskontroll i Norge*

Av

Johan Lindelien Schwartz & Jørgen Schübeler Reiten

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

Denne utredningen er skrevet som et ledd i vår siviløkonomutredning ved Norges Handelshøyskole i Bergen.

Finanskrisen som inntraff i slutten av 2008 har vært det store samtaleemnet både i forskningsmiljøet og blant den menige mann. Mange har valgt å studere krisen fra et finansanalytisk standpunkt, mens i strategilitteraturen er det fortsatt mye upløyd mark.

Norges Handelshøyskole startet høsten 2009 et femårig satsingsprogram med formål å avdekke årsaker til og virkninger av Finanskrisen, spesielt med hensyn på Norge. Dette ga oss muligheten til å anvende vår kunnskap på dagsaktuell tematikk som ingen andre tidligere har gjort forskning på. Mye av læringen har ligget i selve forskningsprosessen og spennende resultater har dukket opp underveis. Denne arbeidsmetodikken har vært særdeles engasjerende og lærerik, og er ikke minst veldig relevant for det kommende arbeidslivet.

Vi vil gjerne rette en stor takk til vår veileder, Lasse B. Lien, for engasjerende og inspirerende forelesninger på masternivå, og ikke minst for hans engasjement og bidragsvilje til denne avhandlingen. Han har vært tilgjengelig og hjelpsom under hele semesteret, og vist stor interesse for tematikken og arbeidet vi har lagt inn i oppgaven. Vi håper utredningen vil være et godt supplement til hans fremtidige forskning.

Bergen, 31. mai 2010

Johan Lindelien Schwartz

Jørgen Schübeler Reiten

SAMMENDRAG

Som ledd i NHHs femårige satsingsprosjekt "Krise, omstilling og vekst", undersøker denne avhandlingen Finanskrisen anno 2008 sin innvirkning på det norske markedet for selskapskontroll. Vi ser spesielt på aktivitetsnivået, relatertheten mellom, og soliditeten til de som har gjort fusjoner og oppkjøp under krisen, og sammenligner disse funnene med to kontrollperioder før krisen.

Vi finner at aktivitetsnivået gradvis har steget det siste tiåret, også under Finanskrisen. Kjøperne synes lite påvirket soliditetsmessig, men det er en marginal økning i andelen relaterte oppkjøp. På selgersiden er funnene spesielt forventningsavvikende; de har en økende soliditet under krisen, og det er oppsiktsvekkende at deres soliditet er bedre enn for kjøperne. Videre selges stadig mer relatert virksomhet ut. En stor andel av disse salgene er resultat av en fokuseringstrend og et skifte av eierskapskontroll til bedre eiere. Funnene bekreftes også gjennom utvasking av bransjetilhørighet.

INNHALDSFORTEGNELSE

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
Kapittel 1: Innledning	7
1.1 Bakgrunn for valg av tema	7
1.2 Problemstilling.....	7
1.3 Avgrensinger.....	8
1.4 Avhandlingens struktur	8
Kapittel 2: Litteratur	9
2.1 Innføring i konsernstrategi	9
2.1.1 Hva er et konsern?.....	9
2.1.2 Hva er konsernstrategi?	10
2.1.3 Hva er markedet for selskapskontroll?.....	13
2.2 Relaterthet.....	15
2.2.1 Relaterthet og diversifiseringsstrategier	15
2.2.2 Hva vet vi om resultatene av relatert- versus urelatert diversifisering?.....	17
2.2.3 Forventninger knyttet til relaterthet.....	19
2.3 Kapitalstruktur og nedgangstider	21
2.3.1 Hva er en finanskrise?	21
2.3.2 Hva er soliditet?	23
2.3.3 Hva er kapitalstruktur?	24
2.3.4 Forventninger knyttet til soliditet.....	27
2.4 Oppsummering av forventninger til funn.....	30
Kapittel 3: Metode for masterutredningen	31
3.1 Utvikling av problemstilling.....	31

3.2	Valg av forskningsdesign	33
3.2.1	Forskningsfilosofi	34
3.2.2	Framgangsmåte	35
3.2.3	Forskningsstrategi	36
3.2.4	Metodevalg	37
3.2.5	Tidshorisont	37
3.2.6	Datainnsamling og dataanalyse.....	38
3.3	Sampling.....	41
3.3.1	Sampling i Zephyr.....	41
3.3.2	Oversikt over manglende data	42
3.3.3	Sampling i SNF-databasen	44
3.4	Forskningsetikk.....	45
3.4.1	Reliabilitet.....	45
3.4.2	Validitet	46
3.5	Oppsummering av metodiske valg.....	47
	Kapittel 4: Analyse av data	48
4.1	Deskriptiv del.....	48
4.1.1	Tidspunkt for Finanskrisens start.....	48
4.1.2	Deskriptiv analyse	51
4.1.3	Kontroll av datasettet.....	59
4.2	Relaterthet.....	60
4.2.1	Relaterthetsanalyser	60
4.2.2	Kontroll av transaksjonsnivået i periode 2	63
4.2.3	Kontroll av finansielle transaksjoner.....	67
4.2.4	Kontroll av periode 3.....	69
4.3	Soliditet	71
4.3.1	Deskriptiv gjeldsgradsanalyse	72

4.3.2	Innledende gjeldsgradsanalyse.....	73
4.3.3	Forutsetninger for gjeldsgradsanalysen.....	74
4.3.4	Gjeldsgradsanalyser med gitte forutsetninger.....	75
4.3.5	Bransjespesifikk soliditetsanalyse.....	81
4.4	Bransjenøytral soliditetsanalyse	82
4.5	Relaterthet og soliditet	85
4.5.1	Salg av kjernevirksomhet vs. salg av annen virksomhet.....	85
4.5.2	Gjeldsgrad for selgende selskap oppdelt i ulik grad av relaterthet	86
Kapittel 5: Diskusjon av resultater		88
5.1	Oppsummering av resultater og avvik fra forventninger	88
5.1.1	Oppsummering av viktigste funn.....	88
5.1.2	Avvik fra forventninger	91
5.2	Mulige forklaringer på resultater	92
5.2.1	Forklaringer på relaterthet	92
5.2.2	Forklaringer på soliditet	97
5.2.3	Finansiell atferd.....	101
5.2.4	Egenskaper ved datagrunnlaget	106
Kapittel 6: Konklusjon		111
Kapittel 7: Bibliografi.....		113
VEDLEGG.....		122
Vedlegg 1: Logg for datainnsamling		122
Vedlegg 2: Figurer til kapittel 4.1.1		138
Vedlegg 3: Referat fra intervjuer		141

Kapittel 1: Innledning

1.1 Bakgrunn for valg av tema

Finanskrisen anno 2008 er et dagsaktuelt tema som alle kan relatere seg til, og som har påvirket ikke bare næringslivet, men også den menige mann. Vi ønsket å skrive en utredning som skaper noe helt nytt og som gir et bidrag til vitenskapen. Finanskrisen skapte en slik mulighet, og spesielt i Norge har det blitt gjort lite forskning på dette temaet opp mot konsernstrategi. Dette er upløyd mark, noe som har gjør problemstillingen ekstra interessant. Videre har begge forfatterne interessert seg i konsernstrategi som fag, og valg av tema er motivert blant annet av kurset STR428 – Konsernstrategi ved NHH.

Utredningen inngår som ledd i NHHs femårige satsingsprosjekt ”Krise, omstilling og vekst”, ”... som omfatter både forskning, undervisning, formidling og rådgivning om krisens årsaker og veien videre” (Paraplyen, 16.04.2009). Prosjektet skal i all hovedsak finansieres av eksterne norske interessenter. På bakgrunn av forskningsmiljøet ved NHH sine ønsker har vi i felleskap formet en problemstilling som danner grunnlaget for vår masterutredning.

1.2 Problemstilling

Foruten å sette scenen med en kort deskriptiv del om Finanskrisens effekter på den norske økonomien, skal denne utredningen med bakgrunn i litteratur om konsernstrategi i hovedsak analysere Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll. Her er vi interesserte i utviklingen i relaterthet mellom kjøpende selskap og oppkjøpsmålet, og mellom selgende selskap og salgsobjektet. I tillegg skal utredningen undersøke utviklingen i soliditeten til kjøpende og selgende parter.

Med bakgrunn i relevant litteratur forventes det at Finanskrisen vil føre til økt fokus på kjernevirksomhet, og at bedrifter som selger forretningsenheter under krisen har en svakere soliditet enn bedriftene som solgte forretningsenheter før krisen – altså at likviditetsproblemer tvinger enkelte aktører til å selge. Ut fra disse forventningene, som vil diskuteres nærmere under litteraturkapittelet, er problemstillingen:

På hvilken måte, og i hvilken grad, har Finanskrisen påvirket markedet for selskapskontroll, spesielt relatertheten mellom og soliditeten til de involverte partene.

1.3 Avgrensinger

Som ledd i NHHs satsingsprosjekt vil denne avhandlingen fokusere på Finanskrisens effekter i Norge. Dette også for å kunne vaske ut eventuelle nasjonale og geografiske forskjeller – Finanskrisen har hatt ulike effekter på ulike land, samt at styringsmaktene i de ulike landene har håndtert krisen forskjellig. I Norge foretas et fåtalls hundre fusjoner og oppkjøp med skifte av eierskapskontroll årlig, noe som også gir oss muligheten til å se på hele populasjonen. Dette eliminerer derfor potensielle problemer med generaliserbarhet i forbindelse med å kunne beskrive populasjonen. Generaliserbarhet i forhold til lignende kriser er dog fremdeles relevant. Med skifte av eierskapskontroll mener vi at kontrollrettigheten over oppkjøpsmålet skifter hender. Avgrensningene impliserer at alle involverte parter i transaksjonen avgrenses til å være av norsk opprinnelse med unike organisasjonsnumre.

Vi vil ikke ta for oss motiver bak fusjoner og oppkjøp, hva Finanskrisen er, eller årsakene til at den fant sted – kun sette scenen ved å definere et starttidspunkt, samt å presentere noen relevante nøkkelindikatorer som en deskriptiv fremstilling av hvordan krisen har påvirket den norske økonomien og markedet for selskapskontroll spesielt.

Vi henviser til metodekapittelet og logg for datainnsamling og dataanalyse (vedlegg 1) for detaljerte avgrensninger og forutsetninger relatert til selve forskningsarbeidet.

1.4 Avhandlingens struktur

Problemstillingen er motivert av forventninger hentet fra konsernstrategisk litteratur. I kapittel 2 gir vi en innføring i relevant litteratur som bygger opp til og forklarer disse forventningene. Foruten å presentere sentrale begreper og konsernstrategi som fag, vil kapittelet fokusere på litteratur koblet til relaterthet og soliditet, som er hovedvariablene i avhandlingen.

I kapittel 3 vil vi legge frem valg av metode og gi en mer konkret og utfyllende beskrivelse av hvordan vi har analysert problemstillingen. Etter dette vil vi i kapittel 4 legge frem resultatene og analysere disse.

Kapittel 5 vil starte med å sammenligne resultatene med de initielle forventningene vi har presentert i litteraturkapittelet. Deretter diskuterer vi avvikene og forklarer disse ved hjelp av alternativ litteratur og forskning.

Avhandlingen avsluttes med en oppsummering og konklusjon i kapittel 6.

Kapittel 2: Litteratur

Det er ikke tidligere gjort forskning på nedgangstiders effekter på markedet for selskapskontroll. Således har denne avhandlingen elementer av induktivitet – det finnes ikke litteratur eller empiri som er skreddersydd for det studiet vi gjennomfører. Vår oppgave er å vise at det er et ”gap” i forskningsverden når det gjelder gjeldende tematikk. Vi vil kombinere relevant litteratur knyttet til en del av de hovedkonseptene vi studerer, og sy dette sammen for å danne oss noen initielle forventninger til funn.

I dette kapitlet vil vi derfor gjennomgå relevant teori omkring konsernstrategi (2.1), relaterthet (2.2) og kapitalstruktur (2.3). Avhandlingen ser på Finanskrisens effekter fra et konsernstrategisk synspunkt, og det er derfor naturlig å gi en innføring i hva dette fagområdet går ut på og sentrale begreper som vi vil bruke senere i oppgaven. Videre studerer vi i hovedsak Finanskrisens effekter på relatertheten og soliditeten til selskapene involvert i fusjoner og oppkjøp, hvorav det er bygd opp en del forventninger basert på eksisterende teori. I kapittel 2.2 og 2.3 presenterer vi denne litteraturen og utleder disse forventningene. Det er disse forventningene som vil legge grunnlaget for analysene i kapittel 4.

2.1 Innføring i konsernstrategi

Her vil vi gjennomgå noen sentrale begreper i konsernstrategilitteraturen, og gi en innføring i konsernstrategi som fag. Dette fagområdet er ikke statisk og har vært under rask utvikling, og ikke minst endring, siden 1950-tallet. Vi vil i denne avhandlingen fokusere på dagens syn på konsernstrategi.

2.1.1 Hva er et konsern?

Definisjonen av et **konsern** avhenger av hvorvidt man ser på det fra et juridisk, organisatorisk, eller strategisk synspunkt. Fra et juridisk ståsted er konsern ”*et selskap som har aksjemajoritet i minst ett annet selskap [og som derfor er] pliktig til å levere konsernregnskap*” (Jakobsen & Lien, 2001:15-16). Denne definisjonen tar utgangspunkt i regnskapsloven, men er av liten strategisk verdi. I en organisatorisk kontekst er konsern ”*et selskap som er organisert i minimum to relativt autonome resultatenheter*” (Lien, 19.08.2009:4). Fra dette ståstedet baserer definisjonen seg på hvordan organisasjonen er strukturert, og ignorerer viktige elementer som eierskap og markedspektiv. Denne

avhandlingen vil ta utgangspunkt i den strategiske definisjonen, som ser på konsern som ”*en virksomhet som opererer i mer enn ett produktmarked [...] som kan være selvstendige selskaper, men de kan også være divisjoner innenfor en felles juridisk enhet*” (Jakobsen & Lien, 2001:16). Denne definisjonen er altså uavhengig av den juridiske statusen til selskapet. Videre fokuseres det på *produktmarkeder* som konsernkriterium, altså at konsernet er en *multimarkedsenhet*. I denne avhandlingen vil vi bruke begrepene produktmarked og forretningsområde om hverandre. Det at et selskap opererer i mer enn ett forretningsområde vil si at det er tilstede i flere atskilte markeder, det være seg ulike produktmarkeder og/eller geografiske markeder.

Reve & Stokke (1993:2) definerer et **forretningsområde** ”*ved en gitt produktmarked kombinasjon som står overfor om lag de samme konkurransekraftene.*” Det at et konsern opererer i flere forretningsområder innebærer at det forfølger en diversifiseringsstrategi (Barney, 2007). I finansiell-økonomisk kontekst dreier diversifisering seg om negativt korrelerte betalingsstrømmer blant forretningsenhetene, mens i strategilitteraturen peker altså **diversifisering** kun på at selskapet opererer i flere forretningsområder.

Et konsern er altså diversifisert i den forstand at det opererer i flere produktmarkeder. Disse kan være relaterte i ulik grad. Vi vil se nærmere på relaterthet i kapittel 2.2, og problematikk rundt måling av relaterthet i kapittel 5. Nå skal vi koble begrepet *strategi* til *konsern* for å få en bedre forståelse av hva som ligger i begrepet *konsernstrategi*.

2.1.2 Hva er konsernstrategi?

Strategikonseptet brukes i mange sammenhenger – alt fra matematisk spillteori, forretningsvirksomhet og krig til statsvitenskap, psykologi og antropologi, og definisjonene vil derfor avhenge av hvilket fagområde man tar utgangspunkt i. Selve ordet strategi kommer fra det latinske *strategos* som i utgangspunktet handlet om å forutse motpartens trekk i krig.

Som vi har vært inne på opererer et konsern i flere produktmarkeder. Dette innebærer at det vil eksistere en konsernenhet (KE) og ulike forretningsenheter (FE). Det er viktig å merke seg at siden konsernenheten ikke opererer i noen spesifikke produktmarkeder genererer den ikke direkte inntekter. Det er forretningsenhetene som konkurrerer i sine respektive produktmarkeder og som dermed genererer inntekter til konsernet. Dette impliserer at forretningsenhetsstrategi og konsernstrategi må tolkes ulikt (Jakobsen & Lien, 2001).

”**Forretningsenhetsstrategi** dreier seg om hvordan en forretningsenhet bør konkurrere i det markedet det opererer i” (Jakobsen & Lien, 2001:16). Dette innebærer både *hvor* man konkurrerer (spekter) og *hvordan* (parametre). Fokus ligger spesielt på hvordan forretningsenheten skal posisjonere seg best mulig for å oppnå konkurransefortrinn, altså hvilke kunder bedriften skal betjene, hvilke behov bedriften skal tilfredsstille, og hvilken forretningsmodell som skal realisere dette (Johansen, 30.01.2008). En vanlig tilnærming til dette er Porters (1980) generiske strategier – kostnadslederskap, differensiering og fokus.

”**Konsernstrategi** dreier seg om å komponere, styre og organisere forretningsområder slik at den totale lønnsomheten i virksomhetene maksimeres” (Jakobsen & Lien, 2001:17). Forretningsenhetsstrategi har et smalt og mer kundeorientert fokus på hvordan man skal maksimere lønnsomheten til den enkelte bedrift, mens konsernstrategi ser på lønnsomheten til hele konsernet som en kombinasjon av ulike forretningsenheter. Konsernstrategi handler om å skape verdi for gruppen av selskaper som aggregert sett er mer enn summen av hva enkelt-selskapene kunne oppnådd hver for seg (Porter, 1987). Her kreves det et mer overordnet syn på både *sammensetningen* av forretningsenheter og hvordan de enkelte enhetene *styres* og samspiller med hverandre. Dette innebærer to sentrale nøkkelspørsmål:

(1) **Hva bør konsernet eie?**

(2) **Hvordan bør konsernet eie?**

Mens det første spørsmålet handler om hvilke forretningsenheter som bør inngå i porteføljen, altså vurderingen av kontraksjon og ekspansjon (forretningsutvikling), dreier det andre spørsmålet seg om konserndesign; hvordan man setter sammen og organiserer konsernet som helhet gjennom strukturer, systemer og prosesser for å realisere potensielle synergier, unngå verdidødeleggelse og minimere konsernrelaterte styringskostnader (Jakobsen & Lien, 2001).

Konsernstrategi kan derav forstås som:

”...the pattern of major objectives, purposes or goals and essential policies and plans for achieving those goals, stated in such a way as to define what business the company is in or is to be in and the kind of company it is or is to be. In a changing world it is a way of expressing a persistent concept of the business so as to exclude some possible new activities and suggest entry into others”. (Andrews, 1971: 28)

I denne avhandlingen vil vi i hovedsak fokusere på det første nøkkelspørsmålet. Vi ser på forretningsenheter som omsettes i det norske markedet for selskapskontroll, mens de styringsmessige utfordringene ligger mer på enkeltransaksjonsnivå.

Vi har vært inne på at konsernenheten ikke direkte genererer inntekter – konkurransen foregår på forretningsenhetsnivå. Videre er det tre andre viktige premisser å ta hensyn til i konsernstrategi; koordineringskostnader versus -fordeler og spredning av finansiell risiko. Når man setter sammen ulike forretningsenheter til et større konsern mister forretningsenhetene handlefrihet. Videre oppstår det koordineringskostnader av ulike former som for eksempel byråkrati- og prinsipal-agentkostnader. Derfor må fordelene ved å eie og styre forretningsenheter overgå kostnadene slik at det skapes verdi. Når det gjelder finansiell risiko var det tidligere vanlig for konserner å spre finansiell risiko ved å eie forretningsenheter i bransjer med motsykliske kontantstrømmer. I dag, med et velfungerende kapitalmarked, kan aksjonærene selv være ansvarlige for en slik form for diversifisering helt uavhengig av selskapet. Porter (1987) kaller dette de fire premissene for konsernstrategi:

- (1) *Konkurransen foregår på forretningsenhetsnivå*
- (2) *Eierskap gir opphav til koordineringskostnader*
- (3) *Eierskap må gi synlige fordeler for de ulike forretningsenhetene*
- (4) *Aksjonærene kan selv diversifisere og spre sin finansielle risiko*

De siste tiårene har konsernstrategi som fagområde vært under rask utvikling og endring, og dagens forståelse av faget er i stor grad et resultat av erfaringene gjort siden 1950-tallet. Den gang var de fleste selskaper funksjonelt organiserte, men økende grad av diversifisering skapte kapasitetsproblemer på toppen, slik at divisjonsstrukturen overtok terrenget. Så man på Fortune 500-selskapene fra 1949 til 1969 økte andelen divisjonaliserte selskaper fra 24 prosent til 80 prosent (Rumelt, 1974). Nå vokste ledelse fram som et eget fag, og kombinert med motiver knyttet til risikoreduksjon (utjevne svingninger i kontantstrømmene) ledet dette til en konglomeratiseringstrend på 1960- og 70-tallet. ”Dette resulterte i selskaper som American Can, som solgte bokser, klær og finansielle tjenester, og ITT, hvis portefølje inkluderte livsforsikring, bilutleie, hotellvirksomhet og salgsautomater” (Besanko et.al, 2007:166). Etter hvert så man at konglomeratene leverte dårlige resultater, og at konsernenhetene ofte hadde negativ innflytelse på sine forretningsenheter. Michael Porter (1987) fremla en studie der det kom fram at svært få selskaper hadde lyktes med diversifiseringsstrategiene sine. Som en konsekvens av den følgende restruktureringen på

1980-tallet så vi nå en økende grad av relatert diversifisering med fokus på selskapets strategiske kjerne. I dag fokuseres det på aksjonærverdiprinsippet, og to elementer står spesielt sentralt (Lien, 19.08.2009):

- *Ressursbasert teori* – Verdi skapes primært gjennom deling, overføring og oppgradering av ressurser på tvers av forretningsenheter.
- *Eierskapsfortrinn* – Ambisjonene bør være å være, eller raskt kunne bli, beste eier av alle forretningsenhetene i porteføljen. Dette er både samfunnsmessig ønskelig samt at det tilfredsstillende målet om å maksimere aksjonærverdier.

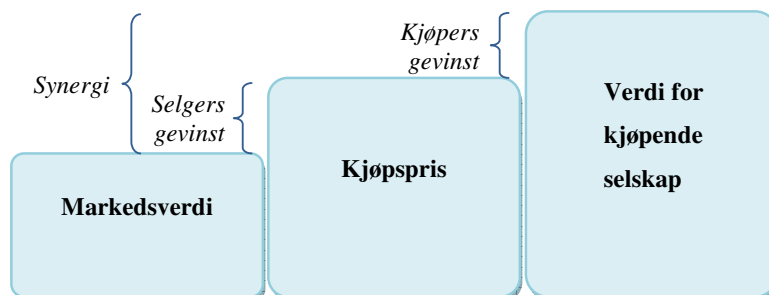
I den senere tid har vi som en konsekvens sett en klar utvikling mot stadig flere relaterte oppkjøp og fusjoner – det fokuseres på selskapets kjerneområder som ekspansjonskriterium. Det betyr ikke nødvendigvis at forretningsområdene må være identiske, men ekspansjon inn i nye markeder krever at forretningsområdene er strategisk relaterte, slik at ledelsen kan utnytte sine såkalte ”mentale kart”. ”På konsernnivå kan ledere utvikle evner til å håndtere en rekke ulike produkter og tjenester som selv om de ikke deler ressurser på operativt nivå har behov for de samme ledelsesferdighetene [...] Konsernledelsen kan skape verdi selv om forretningsenhetene er operativt forskjellige, så lenge de krever de samme parenting skills” (Johnson et.al, 2005:282-284). Dette kalles dominant general managerial logic og defineres som ”...måten lederne konseptualiserer forretningsvirksomheten og tar kritiske ressursallokeringsbeslutninger på – være seg relatert til teknologi, produktutvikling, distribusjon, markedsføring, eller ledelse av menneskelige ressurser” (Prahalad & Bettis:1986:490).

2.1.3 Hva er markedet for selskapskontroll?

Det er ulike motiver bak beslutninger om kontraksjon og ekspansjon, altså hvilke forretningsområder man ønsker å operere i og hvilke man ønsker å trekke seg ut av. Siden noen aktører kan være bedre eiere av forretningsenheter enn andre (eierskapsfortrinn), skapes det insentiver til å kjøpe og selge bedrifter, noe som danner et marked for selskapskontroll. Ekspansjon defineres som ”...å øke antallet produktmarkeder en bedrift konkurrerer i” (Jakobsen & Lien, 2001:19), mens kontraksjon er det motsatte. Det er flere måter å ekspandere på, hvorav oppkjøp og fusjoner er et alternativ til intern utvikling. Et oppkjøp defineres som ”...overføring av kontrollrettigheten over eiendeler, operasjoner, og ledelse fra ett selskap (oppkjøpsmål) til et annet (kjøper); hvor oppkjøpsmålet blir en underenhet av

kjøperen” (Peng, 2008:273). Man kan altså kjøpe kontrollrettighetene over bedriftsenheter i andre produktmarkeder, samt selge seg ut dersom man ønsker en rask kontraksjon. En undersøkelse utført av konsulentselskapet Accenture viser at 35 prosent av norske selskaper mener oppkjøp er nødvendig for overlevelse (Accenture, 09.2006)¹. Markedet for selskapskontroll fungerer på en slik måte at kontrollrettigheten over forretningsenheter dirigeres dit det skaper mest verdi, gjennom at noen eiere kan skape mer verdi enn dagens – altså at de har et **eierskapsfortrinn** (parenting advantage). Det er både i samfunnets og aksjonærenes interesse at de med eierskapsfortrinn får eie kontrollrettighetene over selskapet. Dersom man velger å opprettholde eierskap over forretningsenheter som andre kan skape mer verdi av, vil det dannes et effektivitetstap for samfunnet, og et verditap for selskapets aksjonærer, som ville kunnet oppnå høyere verdi ved å realisere et salg til den bedre eier (Figur 2.1.3a). Aksjonærverdiprinsippet, som innebærer at ”...*virksomheter bør styres slik at eiernes avkastning blir størst mulig*” (Jakobsen & Lien, 2001:35) er det vi legger til grunn i denne avhandlingen.

Figur 2.1.3a – Selskapsverdier, basert på Skjeret & Sjørgard (2002: 20)



Forutsatt at markedet for selskapskontroll er effisient vil markedsverdien markert i venstre søyle reflektere den sanne fremtidige profitt til oppkjøpsmålet med dagens eiere. Dersom en annen aktør har et eierskapsfortrinn vil verdien av oppkjøpsmålet for kjøpende selskap være høyere, markert i høyre søyle. Kjøpsprisen, markert i midtre søyle vil avgjøre fordelingen av denne merverdien, og må være høyere enn markedsverdien for at dagens eier skal være villig til å selge. Denne avhandlingen studerer ikke denne fordelingen, men vi gjør oppmerksom på at majoriteten av dagens forskning viser at det er selgende selskap som stikker av med mesteparten av gevinsten, mens kjøperne går i null eller til og med taper på handelen (se for eksempel Barney (2007:451), Lien & Klein (2006) og Lien (2008)).

¹ Undersøkelsen er basert på 83 nordiske selskaper med erfaring fra oppkjøp, hvorav 22 av selskapene er norske. 77 % av selskapene har en omsetning på mer enn USD 1 mrd.

Markedet for selskapskontroll fungerer slik som en slags kontrollmekanisme og påser at samfunnets og aksjonærenes ressurser allokeres mest mulig effektivt. Det hevdes at (fiendtlige) oppkjøp ”...er den viktigste mekanisme for å disiplinere ledere” (Byrkjeland & Langeland, 2000:23). Hvis lederne ikke er i stand til å handle i eierens interesser vil andre uavhengige aktører se potensialet for økt inntjening ved å skifte ut bedriftsledelsen. Som et kriterium bør man kun eie virksomheter som man er, eller raskt kan bli, beste eier av. På denne måten etterlever man kriteriet om eierskapsfortrinn (Jakobsen & Lien, 2001). Det er dette som legger grunnlaget for det første nøkkelspørsmålet i konsernstrategi – hva bør konsernet eie?

Etableringen av et effektivt marked for selskapskontroll kom som en konsekvens av fusjons- og oppkjøpsbølgen på 1980-tallet. I Norge kom markedet på plass først en periode senere, men fortsatt er det en del private equity-miljøer som holder disiplinen ved like (Veland & Andersen, 2008).

2.2 Relaterthet

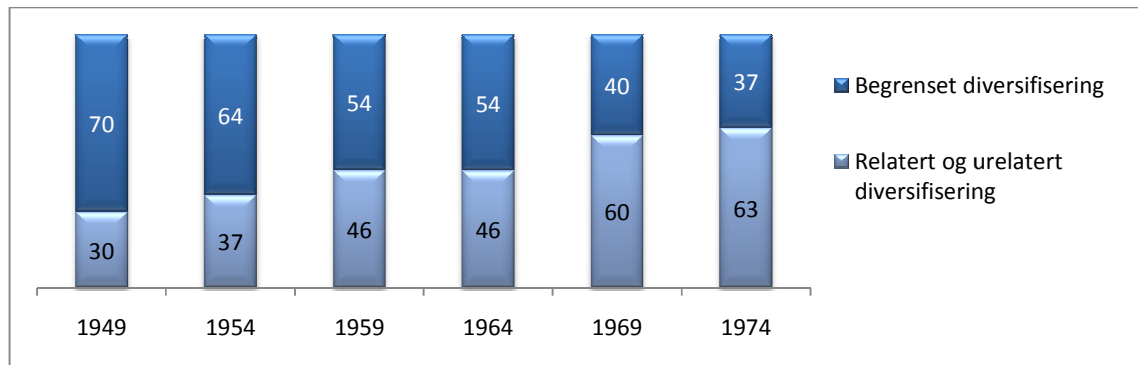
Som nevnt i 2.1 fokuserer vi på nøkkelspørsmålet *hva konsernet bør eie*. Videre så vi at et konsern er resultatet av diversifisering. Spørsmålet er altså i hvor stor grad forretningsområdene er relaterte. Vi vil her gjennomgå ulike diversifiseringsstrategier med hensyn på relaterthet (2.2.1) og gjennomgå empiri omkring resultatene av ulike former for diversifisering (2.2.2), før vi danner oss noen forventninger knyttet til relatertheten i våre analyser (2.2.3). Avhandlingen tar som sagt utgangspunkt i fusjoner og oppkjøp, som både har vært den foretrukne formen for diversifisering, og som er den vanligste måten å måle diversifiseringsaktivitet på (Besanko et.al, 2007).

2.2.1 Relaterthet og diversifiseringsstrategier

“*Et selskap som har brakt multiple forretningsområder innen sine organisatoriske grenser har implementert en diversifiseringsstrategi*” (Barney, 2007:338). Ifølge Richard Rumelt kan slike diversifiseringsstrategier klassifiseres som begrenset-, relatert-, og urelatert diversifisering. Vi gjør oppmerksom på at Rumelts klassifikasjoner har blitt kritisert for blant annet å være subjektiv, og at måling av avstand mellom bransjekoder står empirisk sterkere, men arbeidet hans er likevel pedagogisk nyttig i denne konteksten. I begrenset diversifisering kommer minst 70 prosent av selskapets inntekter fra én enkel industri. Vi er riktignok mer

opptatt av graden av relaterthet, altså de siste to kategoriene, hvor under 70 prosent av selskapets inntekter kommer fra ett enkelt forretningsområde (Barney, 2007). Diversifisering tok for fullt av etter andre verdenskrig (Figur 2.2.1a), men siden slutten av 1970-tallet har spesielt urelatert diversifisering avtatt.

Figur 2.2.1a – Andelen diversifiserte foretak i perioden 1949-1974



Figuren viser den prosentvise andelen av Fortune 500 selskapene som er begrenset diversifisert versus den prosentvise andelen som er relatert- eller urelatert diversifisert (Georgia State University, u.d.).

Relatert diversifisering henviser til at forretningsområdene er koblet på en eller annen måte, for eksempel ved at de er kunnskapsmessig samhörige. Mer konkret innebærer dette at de er ”...produkt- og markedsmessig uavhengige, men at de likevel ligger innenfor organisasjonens kapabiliteter eller verdinettverk” (Johnson et.al, 2005:285). **Urelatert diversifisering** er det motsatte og henviser til at forretningsområdene er ressursmessig og markedsmessig uavhengige, altså ”...utvikling av produkter eller tjenester som går utover nåværende kapabiliteter eller verdinettverk” (Johnson et.al, 2005:288). Med ”innenfor samme verdinettverk” mener vi i denne sammenhengen at forretningsenhetene kan dele aktiviteter ved bruk av likeartede og komplementære ressurser.

Et konsern er altså resultatet av diversifisering, så spørsmålet er i hvilken grad forretningsområdene er relaterte. I litteraturen er det uenighet om hva relaterthet går ut på og hvordan det bør måles – alle metoder har sine fordeler og ulemper, (Martin & Sayrak, 2003), noe vi kommer tilbake til i kapittel 5. Graden av relaterthet sees gjerne opp mot konsernets kjernevirksomhet. Vi forstår bedriftens kjernevirksomhet som de aktivitetene selskapet hovedsakelig driver med, hvor de fleste inntektene genereres, og hvor de har et fortrinn relativt til de andre aktørene i bransjen. Dette kan skyldes at bedriften har noe unikt knyttet til ressurser som teknologi, kompetanse, kombinerings eller relasjoner (Haugland, 2004).

Som nevnt har det foregått markant restrukturering de siste tiårene der de store konglomeratene som ble dannet etter andre verdenskrig nå er oppløst. Konglomeratenes porteføljer går utover det som kan støttes av breddefordeler (Besanko et.al, 2007). En av hovedgrunnene til at bedrifter tidligere ekspanderte inn i urelaterte bransjer var såkalte interne kapitalmarkeder. Hypotesen er at når det er imperfeksjoner i det eksterne kapitalmarkedet kan konsernenheten allokere kapital relativt effektivt og dermed utnytte gode investeringsmuligheter i de respektive bransjene. Til gjengjeld står man overfor problemer som intern konkurranse mellom divisjonene, forhandlingsmakt og byråkrati (Klein & Lien, 2009). Med årene ble de eksterne kapitalmarkedene mer effektive, og i dag er det ingen grunn til å støtte seg til interne kapitaltilstrømninger når det eksterne markedet er effisient – empiri viser at interne kapitalmarkeder ofte ikke fungerer effektivt i praksis (Besanko et.al, 2007).

Tidligere var også aksjonærene mindre involvert i beslutningene om fusjoner og oppkjøp – i stedet var det lederne, og gjerne toppsjefen, som var initiativtaker. Av den grunn ble mange oppkjøp gjennomført på bakgrunn av ledelsesmotiverte årsaker, som kan være motstridende med aksjonærenes preferanser. Markedet for selskapskontroll har vokst fram som en effektiv kontrollmekanisme siden den tid, og oppkjøpsbølgen på 1980-tallet er i stor grad en korrektiv respons på de mange urelaterte transaksjonene fra etterkrigstiden. Richard Rumelt fant at *”i 1949 var 70 prosent av de største amerikanske selskapene svært begrenset diversifiserte. Innen 1969 hadde kun 35 prosent et tilsvarende fokus. Andelen urelatert diversifiserte foretak steg i samme periode fra 3,4 prosent til 19,4 prosent”* (Besanko et.al, 2007:164).

2.2.2 Hva vet vi om resultatene av relatert- versus urelatert diversifisering?

Dagens forskning viser at urelatert diversifisering skaper mindre verdi enn relatert diversifisering, og at det i en del tilfeller kan være verdiødeleggende (Martin & Sayrak, 2003; Besanko et.al, 2007). Konkurransefortrinn er et kriterium for verdiskaping, og kan mer sannsynlig oppnås gjennom relatert diversifisering. Barney (2007), som er en av pionerene bak ressursbasert teori, argumenterer også for at dersom en diversifiseringsstrategi skal skape varig konkurransefortrinn må den ikke bare være verdifull, men også sjelden, vanskelig å imitere og være riktig organisert for å utnytte dens fulle potensial. Å ekspandere inn i urelatert næring er ikke vanskelig å imitere, og siden ulempene ved manglende bransjekunnskap og lignende også gjør seg gjeldende er det mindre sannsynlig at en slik strategi er verdiskapende og konkurransedyktig. Barney mener også at urelatert diversifisering ikke kan føre til like

mange breddefordeler som relatert diversifisering: ”Selskap som følger en urelatert diversifiseringsstrategi kan kun oppnå fire mulige motiver for diversifisering: risikoreduksjon, skattegevinster, utnytte markedsrett, samt å øke bedriftsstørrelsen for å øke ansattes kompensasjon². [...] Et selskap som følger en relatert diversifiseringsstrategi kan realisere alle motivene for diversifisering, inkludert de som kan oppnås ved urelatert diversifisering” (Barney, 2007:364). De andre breddefordelene han sikter til er operasjonelle fordeler knyttet til deling av aktiviteter og kjernekompetanse, intern kapitalallokering samt det å kunne konkurrere i flere relaterte markeder samtidig, for eksempel hardware og software til datamaskiner. Relatert diversifiserte konsern er mer responsive til markedssvingninger, og siden toppledelsen har faglig kunnskap som går på tvers av forretningsenhetene kan de lettere utnytte imperfeksjoner i det eksterne kapitalmarkedet (Chatterjee & Lubatkin, 1990).

Ser vi tilbake på Figur 2.1.3a – Selskapsverdier er det også mer sannsynlig at kjøperen oppnår profitt gjennom oppkjøp dersom oppkjøpsmålet er relatert. Ifølge Barney (1988) kan oppkjøpere kun oppnå superprofitt når markedet for selskapskontroll er imperfekt, altså når et selskap har en unik kombinasjonsmulighet med oppkjøpsmålet som ikke er imiterbart, hvor man har privat informasjon om synergiene, og hvor det er flere oppkjøpsmål enn potensielle kjøpere. Lien & Klein (2006) argumenterer for at alle disse imperfeksjonene mest sannsynlig gis opphav til dersom aktørene er relaterte.

Videre er det gjerne vanskeligere å utnytte potensielle effektivitetsgevinster gjennom diversifisering, og ”...omfattende diversifisering inn i urelaterte næringer er ofte assosiert med dårligere lønnsomhet” (Besanko et.al, 2007:179). Utover dette sitatet gir forfatterne en gjennomgang av forskning på dette, og vi henviser derfor til deres kildehenvisninger til de respektive forskningsresultatene. Her vil vi kort oppsummere noen av de viktigste empiriske funnene. Vi minner også om at den meste forskningen baserer seg på amerikanske data, men at resultatene i stor grad også gjør seg gjeldende for Norge.

Richard Rumelt var den første på banen til å presentere slik empiri, og gjennom å fokusere på produktivitet i driften viste han at selskap som var moderat diversifisert hadde en mye høyere produktivitet enn de som var mer diversifiserte. Hans forskning ble videreført av mange i ettertid, som blant annet fant at spesialiserte foretak gjorde det bedre, antakeligvis fordi de har bedre kjennskap til markedet og kundebehovene. Andre forskere har fokusert på verdsettingen av selskaper og responsen i aksjemarkedet på fusjoner og oppkjøp. Her er resultatene

² Ansattes kompensasjon er ofte en funksjon av blant annet bedriftsstørrelse (positiv sammenheng).

konsistente og viser at "...aksjene til diversifiserte foretak selges til en rabatt sammenlignet med aksjene til deres udiversifiserte motstykker" (Besanko et.al, 2007:180). Ved annonsering av urelaterte oppkjøp faller dessuten aksjekursen til både kjøpende selskap og oppkjøpsmålet. Singh & Montgomery (1987) viste at fortjenesten var større for selskaper som foretok relaterte oppkjøp enn for selskaper som foretok urelaterte oppkjøp. Resultatet har vist seg å være at aksjonærene i diversifiserte foretak ikke tjener på urelaterte fusjoner og oppkjøp. Michael Porter (1987) så på den langsiktige utviklingen til 33 store selskaper fra 1950- til 80-tallet, og fant at over halvparten av selskapene som hadde ekspandert inn i nye og ukjente bransjer i senere tid ble avhendet, noe som indikerer dårlig ytelse.

På bakgrunn av ovennevnte forskning er man i dag enige om at urelatert diversifisering *kan* skape verdi, men det er fortsatt uklart hvilke fordeler som skal ligge bak en slik eventuell suksess. Fokuseringstrenden som for fullt slo fart på 1980- og 90-tallet var i stor grad en respons på ovennevnte forskning. Shleifer & Vishny (1991) konkluderte med at denne refokuseringen var en korleksjon på konglomeratiseringen på 1960- og 70-tallet. Siden den tid har stadig flere fusjoner og oppkjøp vært relaterte. Med dette mener vi at kjøpende selskaper i større grad kjøper virksomhet nært knyttet til sin kjernevirksomhet, og at selgende selskaper selger virksomhet som er relativt fjernt for deres kjernevirksomhet. Det essensielle i denne avhandlingen blir da hvordan en finanskrise påvirker denne fokuseringstrenden.

2.2.3 Forventninger knyttet til relaterthet

Relaterthet er en svært viktig variabel å studere i forbindelse med fusjoner og oppkjøp. Lien & Klein (2008) finner ved valg av "target industry" er det overveiende av forklaringskraften knyttet til relaterthetsvariabelen – den forklarer cirka fem ganger så mye som den nest viktigste variabelen³. For å bygge opp til forventninger knyttet til utviklingen i relaterthet under Finanskrisen er det naturlig å kombinere relevant litteratur med intuitiv tankegang. Vi henviser til kapittel 2.3 om kapitalstruktur og nedgangstider for en innføring i hvordan krisetider påvirker kapitaltilgangen. Her vil det kun fokuseres på effektene på relaterthet.

Finanskrisen ledet til at kapitalkranene ble innsnevret. Videre ble omsetningen til mange selskaper kraftig redusert, noe som per definisjon ledet til likviditetsproblemer. Som om ikke

³ I dette arbeidsnotatet måler de relaterbarhet ut fra hvordan ulike industrier yter innad i det samme selskapet. Med dette mener de at de lar det være opp til de lokale beslutningstakerne å vurdere hva som utgjør relevante kilder til relaterbarhet. Deres logistiske regresjonsmodell forklarte rundt 40 % av sannheten, hvorav relaterthetsvariabelen sto for 85 %.

det var nok ble mange eiendeler devaluert, slik at panten som lå til grunn for gjeldsfinansiering ble svekket. Dette i kombinasjon med flere andre faktorer ledet til at bankene ønsket å få tilbake pengene sine, eller at panteverdien skulle bli oppjustert, noe som gjorde det vanskeligere for næringslivet å rullere gjeld. Dette vil ha flere implikasjoner på konsernene; når det er behov for kapital og å bedre likviditeten, og man ikke får hentet kapital eksternt, må man lete andre steder – nemlig internt i konsernet. En mulighet er da å selge unna virksomhet og det er da naturlig å selge næring som ikke er direkte knyttet til ens kjernevirksomhet, hvor man mest sannsynlig har konkurransefortrinn. Med andre ord vil en del konsern i krisetider være tvunget til å selge virksomhet, og de vil spesielt kvitte seg med urelatert næring. Det kan tenkes at for å finansiere prosjekter med høyere NPV, samt å sikre overlevelse og vekst, er man nødt til å frigjøre kapital fra andre forretningsområder. Vi så tidligere at det er i kjernevirksomheten man har unike egenskaper som kan gi konkurransefortrinn, og det er derfor her de mest lønnsomme prosjektene ligger forplantet.

En annen faktor før Finanskrisen var at bedrifter i større grad hadde fri kontantstrøm, altså penger til overs etter at lønnsomme prosjekter var finansiert. Noen enkeltsselskaper brukte deler av dette til å ekspandere inn i urelatert næring av andre motiver enn det som er verdiskapende for aksjonærene. Når det nå er mindre fri kontantstrøm kan man derfor forvente at færre slike prosjekter gjennomføres. På selgersiden forventer vi altså at Finanskrisen vil lede til salg av i økende grad urelatert virksomhet.

Krisen vil også påvirke kjøpende selskaper. Foruten fordelene ved relatert diversifisering som har ledet til konsolideringstrenden dukker det nå opp flere grunner for at relaterte kjøp vil være fordelaktig. En ting er at nedgangstider gjerne er et godt tidspunkt å vokse på dersom man har god økonomi og fremtidsutsikter. Markedsverdien av enkelte forretningsenheter kan være devaluert og mange konserneneheter kan være tvunget til å selge til en rimelig pris, slik at differansen mellom verdien for kjøpende selskap og markedsverdi/kjøpspris blir relativt høy (jfr. figur 2.1.3a – Selskapsverdier).

Det kan også tenkes at nedgangstider disiplinere konsernene til å tenke mer gjennom fordelene ved relatert- fremfor urelatert diversifisering. Siden også kjøpende selskap sliter med mindre likviditet er de tvunget til å være mer selektive med hvilke prosjekter de velger å finansiere. Hovedregelen er å velge de prosjektene med høyest NPV, noe som mest naturlig vil ligge nært kjernevirksomheten. Med andre ord vil man forvente en økende grad av relaterte kjøp under Finanskrisen.

Siden vi forventer at kjøperne vil kjøpe mer relatert virksomhet og at selgerne vil selge ut urelatert virksomhet vil man se at kjøpere og selgere *matches* gjennom sine bransjetilhørigheter. Med dette mener vi for eksempel at dersom en matbutikk selger ut et apotek de har eid, vil det være et apotek eller en apotekkjede som kjøper nettopp dette selskapet (fokuseringstrend).

Vi forventer altså at Finanskrisen vil *akselerere fokuseringstrenden* som har pågått de siste tiårene. I analysen vil vi se på kjøpende og selgende selskaper før og under Finanskrisen, og med bakgrunn i ovennevnte diskusjon forventer vi at:

- Kjøpende bedrifter vil i markant økende grad kjøpe relatert virksomhet under Finanskrisen
- Selgende bedrifter vil i markant økende grad selge urelatert virksomhet under Finanskrisen

Det er disse forventningene som vil legge grunnlaget for analysene senere i avhandlingen.

2.3 Kapitalstruktur og nedgangstider

Som vi har argumentert for, vil en finanskriser lede til likviditetsproblemer og innskrenkede finansieringsmuligheter. Bedriftene må hente kapital fra andre steder enn i det eksterne kapitalmarkedet. I den forbindelse er det viktig å ha en forståelse for grunnleggende finansieringsteori, herunder bruken av gjeld versus egenkapital og hvordan en bedrift med likviditetsproblemer kan hente kapital. Vi vil derfor starte med å utlede hva en finanskriser er og hva som skjer i slike typer nedgangstider (2.3.1). Dette for å legge grunnlaget for de forventede effektene vi søker både på relaterthet og soliditet. Deretter forklarer vi nærmere hva vi mener med soliditet (2.3.2) og gjennomgår relevant litteratur innen kapitalstruktur (2.3.3), før vi knytter dette sammen med litteraturen om finanskriser for å utlede forventninger knyttet til soliditeten til selskapene involvert i markedet for selskapskontroll under Finanskrisen (2.3.4). I likhet med forventningene knyttet til relaterthet er det disse presumpsjonene vi vil søke støtte for i analysedelen i kapittel 4.

2.3.1 Hva er en finanskriser?

Økonomien utvikler seg i syklener, altså er det konjunkturoppganger og –nedganger. Når vi gjennomgår nedgangstider kan dette være forårsaket av mange ulike faktorer, og siden disse er så tett sammenkoblet vil det fort gjøre utslag på hele økonomien og på tvers av

landegrenser. I denne avhandlingen ser vi på Finanskrisen anno høsten 2008 og vi vil derfor fokusere på nettopp slike former for nedgangstider.

Nedgangstider er kjennetegnet ved en midlertidig negativ utvikling i bruttonasjonalproduktet (BNP) som varer i minst to suksessive kvartaler. De er gjerne assosiert med høyere arbeidsledighet, redusert konsum og investering, samt svekket bolig- og aksjemarked (Investorwords.com, u.d.).

Så hva er da en finanskriser? Ifølge Raymond Goldsmith er de gjerne vanskelig å definere, men lette å gjenkjenne i ettertid (Kindleberger et.al, 2005). Goldsmith, som studerte flere av historiens nylige kriser, definerer finanskriser som en ”...markant, rask, ultrasyklisk forfall i samtlige eller de fleste finansielle indikatorer - renter, eiendeler (aksjer og eiendom), priser, likviditet, kommersielle konkurser og kollaps av finansielle institusjoner” (Kindleberger et.al, 2005:3). Når etterspørselen etter penger overstiger pengetilbudet forsvinner likviditeten fordi tilgjengelige penger trekkes ut fra bankene. De er da tvunget til å selge andre aktiva eller så vil de i ytterste konsekvens kollapse. Finanskriser er derfor ifølge Ola Grytten langvarige tilbakeslag, minst dobbelt så store som vanlige konjunktursvingninger, hvor virkningene har større konsekvenser på finansielle og reelle størrelser enn det som er vanlig (Lunde & Eliassen, 2009). Finanskrisen anno 2008 kom som en respons på at forventningene til hva kapitalen ville kaste av seg, altså det samlede avkastningskravet, oversteg det som etter hvert viste seg å kunne bli realisert. Da må verdien av fordringene nedskrives (Isachsen, 2009).

Effektene av en finanskriser på bransjer og enkeltelskaper avhenger av i hvilken grad de er eksponert for faktorene nevnt over. Likevel er det gjerne slik at når det finansielle systemet svikter, sprer problemene seg til andre deler av økonomien – såkalte systemkriser (Lunde & Eliassen, 2009). I denne avhandlingen studerer vi ikke bare Finanskrisens effekt på kjøpende og selgende selskaper generelt, men også bransjeulikheter. En finanskriser påvirker ulike bransjer, selskaper og verdipapirer på ulike måter, for eksempel at eksportnæringen svekkes dersom store handelspartnere gjennomgår vanskelige tider, eller at selskaper som selger varige konsumgoder, som er mer sykelsensitive, merker en markant svikt i etterspørsel (Lien, 2010). Med hensyn på verdipapirer vil de som eier solide obligasjoner tjene på deflasjon og fallende rente, mens de som eier aksjer i produksjonsbedrifter vil oppleve redusert profitt og utbytte. Videre er det store forskjeller mellom selskaper med hensyn på hvordan de er finansiert. Noen finansierer sine prosjekter med egenkapital, mens andre støtter seg til

låneinstitusjoner. Forholdet mellom egenkapital og gjeld legger grunnlaget for selskapets soliditet (2.3.2) og uttrykker selskapets kapitalstruktur (2.3.3).

2.3.2 Hva er soliditet?

Soliditet er vår andre hovedvariabel i avhandlingen og er ”...et mål på bedriftens evne til å møte sine langsiktige forpliktelser ved forfall” (Shim & Siegel, 2009:27). Det å være insolvent betyr derav at man ”...ikke kan oppfylle sine forpliktelser etter hvert som de forfaller, med mindre betalingsudyktigheten må antas å være forbigående” (Konkursloven, Kkl. § 61). Dette er ikke det samme som å være illikvid, et begrep med mer kortsiktig fokus, hvor man da antar at udyktigheten er forbigående. Likviditet og soliditet går hånd i hånd – ordet likviditet har sine røtter i det latinske ordet ”liquides” som betyr flytende, og er gjerne synonymt med penger. Det reflekterer differansen mellom innbetalinger og utbetalinger (kontantstrømmen), og en svekket likviditet vil over tid påvirke soliditeten direkte.

Gjeldsgrad er et viktig mål på soliditet og beregnes ut fra høyresiden i balansen. Formelen for gjeldsgrad er sum gjeld dividert på sum egenkapital. Dette viser hvor mye aksjonærene har spyttet inn i selskapet i forhold til kreditorer og leverandører. Siden en høyere gjeldsgrad gjør det vanskeligere for et selskap å møte sine langsiktige forpliktelser er det en direkte indikator på soliditet (Shim & Siegel, 2009). Dersom gjeldsgraden er null er bedriften kun finansiert med egenkapital, dersom den er én er det like mye gjeld som egenkapital, og jo mer gjelden øker i forhold til egenkapitalen, dess høyere blir gjeldsgraden. Det er ingen øvre eller nedre grense for nøkkeltallet – gjeldsgraden kan stige mot det uendelige både i positiv og negativ retning. En negativ gjeldsgrad impliserer at bedriften har negativ egenkapital, og er absolutt ikke noe sunt tegn. Det er gjerne slik at store selskaper kan ha en høyere gjeldsgrad uten at det er problematisk (Bøhren & Michalsen, 2001; Brealey et.al, 2008).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Sum GJ}}{\text{Sum EK}}$$

Proff Forvalt, Eniro Norges database for utvidet firma- og regnskapsinformasjon, klassifiserer soliditeten til et selskap ut fra følgende intervaller (Tabell 2.3.2a):

Tabell 2.3.2a – Klassifisering av soliditet (forvalt.no, u.d.)

Gjeldsgrad	> 20	20-8	7-3	2-1	< 1
Vurdering	Ikke tilfredsstillende	Svak	Tilfredsstillende	God	Meget god

En svakhet ved gjeldsgraden er at den som regel er beregnet ut fra årsregnskapets bokførte verdier, og ikke markedsverdier. Dette gjør at det oppstår en differanse mellom hva eiendelene er verdt i regnskapsmessig forstand og hva de kan omsettes for i markedet. Gjeldsgraden inneholder operasjonelle fordringer, men er likevel en god indikasjon på soliditet (Bøhren & Michalsen, 2001). I de senere år har man forsøkt å reflektere virkelig verdi i regnskapet gjennom nye IFRS-standarder, noe som har ledet til store endringer for mange bedrifter, og som delvis skylden for kredittkrisen vi nå er vitne til (na24.no, 01.10.08).

Bruk av gjeldsfinansiering kan med dette kobles til nedgangstider. En bedrift med høy gjeldsfinansiering kan oppnå svært høy avkastning på egenkapitalen i gode tider, men sårbarheten er desto større i dårlige tider, hvor gjeldsgraden kan stige kraftig. Motsatt vil en bedrift med høy grad av egenkapitalfinansiering gi mer moderat avkastning i gode tider, mens evnen til å overleve dårlige tider styrkes – man kan overleve at egenkapitalen tæres (Isachsen, 2009). Forholdet mellom gjeld og egenkapital bringer oss over til kapitalstruktur (2.3.3).

2.3.3 Hva er kapitalstruktur?

Kapitalstruktur beskriver en ”...bedrifts miks av gjelds- og egenkapitalfinansiering” (Brealey et.al, 2008:472). Vi ser at siden gjeldsgraden er et forholdstall mellom gjeld og egenkapital angir det nettopp selskapets kapitalstruktur. Dette er ikke en avhandling i finansiell økonomi, men vi vil gi en kort innføring i sentrale momenter og hvorfor bedrifter er ulikt finansiert. Til dette vil vi ta utgangspunkt i forskningen til Franco Modigliani og Merton Miller, som har lagt grunnlaget for moderne tenkning rundt kapitalstruktur. De ble tildelt Nobelprisen i økonomi i henholdsvis 1985 og 1990 for sine bidrag.

Modigliani og Miller (M&M) viste at finansieringspolitikk er irrelevant i et perfekt marked, at enhver kombinasjon av egenkapital og gjeld er like god og at kapitalstruktur derfor ikke påvirker selskapets verdi. De mener at verdien til selskapet avhenger av de reelle eiendelene på venstresiden i balansen, og ikke av forholdet mellom egenkapital og gjeld på høyresiden. Hvorvidt selskapet er finansiert ved kun egenkapital, gjeld, eller en kombinasjon av disse skal ikke ha noen innvirkning på selskapets verdi – finansiering har ikke noen effekt på aksjonærverdier. Dette er kjent som ”the capital structure irrelevance principle”; det finnes ingen optimal gjeldsgrad – man kan ikke si at mindre risiko nødvendigvis er bedre. Denne påstanden er basert på et perfekt kapitalmarked, altså et effisient marked med fravær av transaksjonskostnader, asymmetrisk informasjon og konkurskostnader. Videre er investerings-

og finansieringsbeslutninger uavhengige av hverandre, alle aktører kan låne til samme rente og det er ingen relevante skatter eller avgifter (Brealey et.al, 2008; Bøhren & Michalsen, 2001). Påstanden, som også er kjent som **M&Ms proposisjon #1**, har ledet til stor vekst innen finansiell tjenesteyting og gjort at ”...i de senere år har selskaper totalt sett tatt i bruk mye mer gjeldsfinansiering enn egenkapital” (Brealey et.al, 2008:388). Finanskrisen anno 2008 var delvis forårsaket av disse høye gjeldsgradene, som førte til at mange finansinstitusjoner kollapset.

Basert på de samme forutsetningene kom M&M også opp med **M&Ms proposisjon #2**. Her argumenterer de for at avkastningen på egenkapitalen vil vokse med gjeldsgraden. Dette for å kompensere aksjonærene for økt finansiell risiko, som er et resultat av økt gjeld. Kapitalkostnaden til et belånt selskap er altså ikke høyere enn kapitalkostnaden til et ubelånt selskap tillagt en risikopremie for økt finansiell risiko. Dette økte avkastningskravet jevnes ut av økt finansiell risiko, og derfor er det verken fordeler eller kostnader ved å bruke gjeldsfinansiering. Når man velger å benytte seg av økt gjeldsfinansiering vil ikke dette skape noe mer verdi fordi den finansielle risikoen skifter kun hender mellom ulike investorer, mens den totale risikoen forblir uendret (Brealey et.al, 2008).

Nytteverdien til M&Ms proposisjoner ligger ikke i selve påstandene, men i forutsetningene i modellen deres. De antar perfekte kapitalmarkeder, men i virkeligheten er alle markeder imperfekte. Vi er altså ikke opptatt av at kapitalstruktur er irrelevant, men å forklare hvorfor det nettopp er relevant i den virkelige verden – altså avviket fra den perfekte verden. Til dette tar man gjerne utgangspunkt i forutsetningene til M&M nevnt over, og beregner effektene av brudd på disse for å finne optimal kapitalstruktur – nemlig kombinasjonen mellom gjeld og egenkapital som maksimerer selskapets verdi (Brealey et.al, 2008). I denne avhandlingen går vi ikke inn på forutsetningene og diskuterer effektene av brudd på disse. Vi ser på soliditeten til selskapene involvert i fusjoner og oppkjøp, samt bransjeforskjeller i vårt datasett. Av den grunn vil vi her fokusere på empiri rundt spredning i og bransjeforskjeller i kapitalstruktur.

Som Brealey, Myers, & Allen (2008:496) sier – ”hvis kapitalstruktur var irrelevant skulle man forvente at gjeldsgraden varierte tilfeldig fra selskap til selskap og fra bransje til bransje”. Dette er ikke tilfellet; finansiering varierer veldig mellom bransjer og også mellom enkelt-selskaper. Kapitalintensive bransjer innenfor råvareproduksjon, samt flyselskaper, banker og eiendomsselskaper har gjerne relativt høy gjeldsgrad. Farmasøytiske selskaper, forsknings- og utviklings-selskaper generelt, ligger i motsatt ende av skalaen og er i hovedsak

egenkapitalfinansiert. Dette blant annet på grunn av usikkerhet knyttet til sluttproduktet de faktisk produserer som gjør at lånefinansiering blir relativt kostbart. Generelt kan man si at selskaper med sikre materielle eiendeler er mer tilbøyelige for lånefinansiering enn de med usikre og imaterielle eiendeler, som for eksempel høyteknologiske vekstselskaper. Dette kalles "the trade-off theory of capital structure" (Brealey et.al, 2008). Aghion et. al. (2004) bekrefter at finansiering avhenger av hvorvidt eiendelene er materielle eller imaterielle, og har spesielt undersøkt kapitalstrukturen til Storbritannias almenne akseselskap ut fra intensitet i forskning og utvikling. Ved å måle gjelds- og egenkapitalandel mot utgifter til forsknings- og utviklingsarbeid (FoU) finner de at det er et ikke-lineært forhold mellom intensiteten i FoU-aktivitet og gjeldsfinansiering. De som driver med FoU har høyere egenkapitalfinansiering enn de som ikke gjør det, og jo høyere FoU-intensiteten er, dess høyere er egenkapitalandelen.

Som sagt varierer også kapitalstrukturen innad i bransjer. I dataprogrammering, olje- og gass, og farmasi har selskapene relativt lik kapitalstruktur, mens i aluminiumsproduksjon, dagligvarer og apotekdrift er spredningen relativt stor. Almazan & Molina studerer intra-industriell spredning i kapitalstruktur og finner støtte for at denne spredningen er større i industrier som "(i) er mer konsentrert, (ii) bruker leasing mer intensivt, og (iii) har en mindre streng virksomhetsstyring. [...] Disse resultatene er i tråd med hypotesen om at (i) konkurranse driver selskaper mot lignende kapitalstruktur, (ii) bedrifters evner til å overføre produktive ressurser skaper forskjeller i kapitalstruktur innad i bransjer, og (iii) ledere utøver skjønn i valget av kapitalstruktur" (Almazan & Molina, 2002:35).

Kapitalstruktur varierer også med profitabilitet. Dette er åpenlyst siden det finnes to former for kapital; ekstern og intern. Profitable selskaper med god likviditet har mindre behov for å hente kapital utenfra og har derfor som regel en lavere gjeldsgrad. Dette er kjent som "the pecking order theory of corporate financing", som tar utgangspunkt i at alle bedrifter foretrekker intern finansiering fremfor ekstern (Brealey et.al, 2008). Likviditetsvurderinger er viktig, og herav er bedriftsstørrelse enda en variabel som synes å påvirke kapitalstruktur. For at M&M-argumentene skal holde må kapitalmarkedet være effisient, men for mange små og mellomstore bedrifter i Norge er tilgangen på risikovillig ekstern kapital begrenset, blant annet på grunn av informasjons- og likviditetsproblemer. Eksterne investorer synes å stille høyere krav enn etablerte eiere, og derfor er gjeldsfinansiering relativt billigere egenkapitalfinansiering. Mens investorer gjerne krever to-sifret avkastning kan bedriftene få tilgang til lån for rundt fem prosent rente i banken. Små og mellomstore bedrifter har gjerne dårligere likviditet og egenkapital som ikke er i tråd med deres risiko og avkastning, og

egenkapitaltilgangen er derfor svak. Foruten mer aktivt eierskap har disse selskapene relativt høyere gjeldsgrad enn børsnoterte selskaper (Knivsfå et.al, 2000).

Kobler vi dette til den nåværende Finanskrisen kan vi trekke paralleller til avsnitt 2.3.1 og 2.3.2 hvor vi så at krisetider påvirker bransjer og selskaper på ulike måter og at graden av gjeldsfinansiering påvirker hvor hardt man rammes. Har man høy gjeldsgrad kan man oppnå svært høy avkastning i gode tider, men rammes hardt når tidene går deg imot, vice versa, ceteris paribus. Vi har også sett bransjer gjerne har relativt ulik gjeldsgrad, blant annet ut fra produktene de produserer. I sin artikkel *Recessions Across Industries: A Survey* poengterer Lasse Lien (2010) at nedgangstider har signifikant ulik effekt på ulike bransjer, både når det gjelder hvor hardt de er rammet, og hvordan de er rammet. For eksempel så vi at bransjer hvis etterspørsel er sykelsensitive, som varige konsumgoder, treffes særdeles hardt. ”*Etterspørselen etter farmasøytiske produkter er forholdsvis usensitiv til nedgangstider, mens det motsatte gjelder for etterspørselen etter arkitekttjenester*” (Lien, 2010:2). Varige konsumgoder er lettere å vente med innkjøp av enn dagligvarer, og er i tillegg sterkere koblet til finansmarkedene. Siden de er relativt kostbare og skal vare over flere perioder fungerer finansmarkedene på en slik måte at kostnaden spres over tid. I nedgangstider stenges gjerne de eksterne kapitalkranene ved at banker og investorer blir mer risikoaverse og prisen på risiko stiger – i tillegg faller etterspørselen etter egne salgsvarer slik at profitten faller og tilgangen på intern kapital svekkes. Som en konsekvens er kapitaltilgang for å finansiere varige konsumgoder lav. Ovennevnte empiri leder oss til å forvente en rekke effekter av Finanskrisen på kapitalstruktur (2.3.4).

2.3.4 Forventninger knyttet til soliditet

I kapittel 2.2.2 utledet vi våre forventninger til resultater knyttet til relaterthet. Her vil vi på tilsvarende måte utlede forventninger knyttet til soliditeten til selskapene involvert i det norske markedet for selskapskontroll.

Vi så at i utgangspunktet skal kapitalstruktur være irrelevant, men at brudd på Modigliani og Miller sine forutsetninger gjør at det er forskjeller i optimal gjeldsgrad mellom selskaper og bransjer. Spørsmålet er derfor hvordan Finanskrisen vil slå inn på kapitalstrukturen til selskapene involvert i fusjoner og oppkjøp. Hvilken gjeldsgrad vil kjøpende og selgende selskaper under krisen ha i forhold til de selskapene som gjorde transaksjoner før krisen?

Går vi tilbake til 2.3.1 ser vi at en finanskriser påvirker likviditeten til selskaper direkte. Som følge av redusert optimisme, frykt og redusert etterspørsel vil omsetningen til selskaper generelt gå ned. Siden likviditet er forholdet mellom inn- og utbetalinger vil dette over tid redusere soliditeten. Av den grunn er det rimelig å forvente at aktørene involvert i fusjoner og oppkjøp under Finanskrisen totalt sett har en høyere gjeldsgrad enn tidligere utvalg. Hva kan vi si spesifikt om soliditeten til kjøpende versus selgende selskaper?

På kjøpersiden er det naturlig å forvente en svekket soliditet siden hele økonomien i stor grad har blitt truffet, men relativt til resten av økonomien vil man tro at de har kommet bedre ut av det og at soliditeten fortsatt er tilstrekkelig. De har tross alt hatt muligheten til å finansiere oppkjøp, og dersom disse midlene er hentet eksternt må det ligge til grunn en forventning om at de vil kunne møte sine langsiktige forpliktelser ved forfall. De eksterne kapitalkranene ble tilstrammet under krisen, så man kan også tenke seg at de fleste oppkjøpene er finansiert ved hjelp av intern kapital. I så fall er det naturlig å trekke inn "the trade-off theory of capital structure", som vi beskrev ovenfor, hvor enkelte bransjer og selskaper i høyest grad beror på intern kapitaltilføring. Det er viktig å nevne at også egenkapitalmarkedet svekkes i krisetider da aksjonærene blir mer risikoaverse, så selskaper som kan finansiere oppkjøp må ha finansieringsevne utover normal drift. Slike selskaper finner man mer naturlig innenfor dagligvare, farmasi og skjermet sektor – bransjer som er mindre truffet av krisen, er mindre sykelsensitive, og som selger produkter med uelastisk etterspørsel. Disse kan hente finansiering gjennom overskudd og løpende inntekter. Man kan derfor forvente at slike bransjer er overrepresentert blant kjøperne under Finanskrisen.

På selgersiden er det nærliggende å forvente større effekter på soliditet. Finanskrisen påfører likviditetsproblemer og salg av eiendeler er en måte å påføre likviditet på. Som vi var inne på i våre forventninger knyttet til relaterthet (2.2.3) er det få muligheter for ekstern finansiering under krisen, og for å finansiere kjernevirksomheten vil flere være tvunget til å selge annen virksomhet. Som nevnt er selskaper ulike når det gjelder valg av kapitalstruktur, og i krisetider vil gjeldsfinansierte selskaper slite fordi de eksterne kapitalkranene tilstrammes. Bankene ønsker å minimere sine tap, nye krav stilles til deres reserver, pengepolitikken strammes inn, og selskapers panteverdi kan reduseres gjennom balansen slik at kreditorene ønsker deler av utlåningene tilbakebetalt (Bernanke & Gertler, 1989; 1990).

Når tilgangen på ekstern kapital er svekket og den interne kapitalen spises opp gjennom redusert profitt og lavere kontantstrøm vil mange bedrifter være tvunget til å selge kun for å

overleve da insolvens legger grunnlaget for å bli slått konkurs: ”Er skyldneren insolvent, skal vedkommendes bo tas under konkursbehandling når det begjæres av skyldneren eller en fordringshaver” (Konkursloven, Kkl. § 60). Med andre ord forventer vi at de som selger virksomhet under Finanskrisen totalt sett har en høyere gjeldsgrad enn de som solgte før krisen, og at de har en markant høyere gjeldsgrad enn kjøperne. Videre kan man tenke seg at de som selger sin kjernevirksomhet har en enda svakere soliditet fordi det er siste instans for overlevelse. Her kan vi trekke inn “the trade-off theory of capital structure” og “the pecking order theory of corporate financing”. Lite profitable bedrifter og bedrifter med sikre materielle ressurser er de som gjerne har høyest gjeldsgrad. En finanskriser vil være spesielt utslagsgivende for slike selskaper, og man kan derfor tro at det er disse som har mest behov for å sikre overlevelse gjennom salg av virksomhet. Ifølge Lien (2010) vil spesielt små selskaper med høy gjeld, lav profitabilitet og med lite likvide eiendeler være tilbøyelige for en rask kontraksjon. Vi har også vært inne på aktører med varige konsumgoder som også vil merke et drastisk fall i etterspørsel og derav omsetning. Forsknings- og utviklingselskaper, som ikke får lån i banken, og som står overfor innskrenkede muligheter for å hente kapital fra aksjonærene grunnet økt risikoaversjon, vil antakelig være blant de som sliter mest. På denne måten vil vi knytte relaterhetsanalysen og soliditetsanalysen i kapittel 4.

Våre forventninger til soliditet er altså som følger:

- Kjøpende bedrifter vil ha noe svakere soliditet under Finanskrisen, men relativt til resten av næringslivet er de mindre truffet av krisen
Kjøpende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som typisk kan finansiere oppkjøp med løpende inntekter og overskudd og som er mindre sykelsensitive
- Selgende bedrifter vil ha en markant svakere soliditet under Finanskrisen, og relativt til resten av næringslivet er de hardt truffet.
- Selgende bedrifter vil ha en markant svakere soliditet under Finanskrisen enn kjøperne
- Selgere av kjernevirksomhet vil ha særdeles svak soliditet
- Selgende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som har vanskeligheter med å få lån i banken, og som står overfor innsnevrede finansieringsmuligheter fra aksjonærene

2.4 Oppsummering av forventninger til funn

Basert på relevant litteratur og intuitiv tankegang har vi kommet fram til en rekke forventninger til resultater knyttet til relaterthet og soliditet. Disse forventningene vil danne grunnlaget for våre analyser i kapittel 4 og er oppsummert i tabell 2.4a:

Tabell 2.4a – Forventninger til funn

	Kjøpersiden	Selgersiden
Relaterthet	Kjøpende bedrifter vil i markant økende grad kjøpe relatert virksomhet under Finanskrisen	Selgende bedrifter vil i markant økende grad selge urelatert virksomhet under Finanskrisen
Soliditet	Kjøpende bedrifter vil ha noe svakere soliditet under Finanskrisen, men relativt til resten av næringslivet er de mindre truffet av krisen	Selgende bedrifter vil ha en markant svakere soliditet under Finanskrisen, og relativt til resten av næringslivet er de hardt truffet
		Selgende bedrifter vil ha en markant svakere soliditet under Finanskrisen enn kjøperne
		Selgere av kjernevirksomhet vil ha særdeles svak soliditet
	Kjøpende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som typisk kan finansiere oppkjøp med løpende inntekter og overskudd og som er mindre sykelsensitive	Selgende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som har vanskeligheter med å få lån i banken, og som står overfor innsnevrede finansieringsmuligheter fra aksjonærene

Kapittel 3: Metode for masterutredningen

I dette kapittelet vil vi presentere våre metodiske valg i forbindelse med forskningsdesign, samt argumentere for og begrunne disse valgene. Metode referer til ”...teknikker og prosedyrer anvendt for å samle inn og analysere forskningsdata” (Saunders et.al, 2009:595). Vi vil starte med å gi en kort innføring i hvordan vi kom fram til vår problemstilling (3.1) før vi går systematisk inn på konkret forskningsdesign (3.2) og sampling (3.3). Vi avslutter med forskningsetiske aspekter (3.4) og en oppsummering av metodekapittelet i en tabell (3.5).

Det er styrker og svakheter ved alle metodevalg. Vi har lagt en helhetlig vurdering til grunn for hva vi mener er mest hensiktsmessig for å besvare forskningsspørsmålet. Prosessen for å komme fram til en passende metode er iterativ og det er viktig med refleksjon og revidering underveis (Saunders et.al, 2009). Våre valg er resultatet av en vurdering av våre målsettinger med avhandlingen, veileders ønsker i forbindelse med forskningsprosjektet ved NHH, tid og ressurser tilgjengelig, og en oppfatning av hvordan markedet for selskapskontroll ser ut og lar seg analysere. Dette er i tråd med Gripsrud et.al (2007) sine retningslinjer for utarbeidelsen av mest egnet planmessig framgangsmåte.

3.1 Utvikling av problemstilling

Forskning er noe man gjør på en systematisk måte for å få bedre forståelse om et tema og derav øke sin kunnskap. Det at forskning er systematisk innebærer at man støtter seg til logiske sammenhenger, og det at man ønsker å øke sin forståelse for noe indikerer at forskning kan ha mange ulike formål. I denne avhandlingen ønsker vi å få en bedre forståelse av Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll. Utviklingen av selve problemstillingen er første steg og skal legge føringer for hvordan forskningsprosessen gjennomføres, valg av variabler og hvordan data samles inn og analyseres. Det er viktig å ha en slik retningspeker fra starten av, selv om selve formuleringen er åpen for revidering underveis. Igjen er utviklingen av en god problemstilling en iterativ prosess hvor man kombinerer aspekter fra relevant teori, tilgjengelig data og kreativitet (Saunders et.al, 2009).

Vi ønsket å studere en dagsaktuell tematikk som også den menige mann kjenner til, og Finanskrisen åpnet for en slik mulighet. Etter å ha tatt kurset STR428 – Konsernstrategi, kom vi enda nærmere en ønsket tematikk, nemlig fusjoner og oppkjøp og markedet for selskapskontroll. Gjennom identifisering av våre styrker og svakheter, og i samtale med vår

veileder, kom vi fram til at vi ønsket å studere Finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll, som derav er tittelen på denne oppgaven. Etter ønske fra forskningsprosjektet "Krise, omstilling og vekst" ble dette videre avgrenset til det norske markedet. Et forskningsspørsmål skal være interessant å forfølge, men må også være presist og avgrenset, samt mulig å studere innenfor de gitte tidsrammene. Av den grunn valgte vi å avgrense oss ytterligere til å se på to hovedvariabler foruten den deskriptive analysen – nemlig relaterthet og soliditet. Som nevnt i litteraturdelen er det uenighet i forskningsmiljøet omkring hvordan spesielt relaterthet skal måles, og som vi vil komme tilbake til senere er det å studere bransjekoder den framgangsmåten som er best egnet for oss gitt våre tidsrammer. Ytterligere avgrensninger er beskrevet i kapittel 1.3 og underveis i analysekapittelet.

Videre skal et forskningsspørsmål helst formuleres som et spørsmål, og måten dette spørsmålet stilles på er ofte avhengig av forskningsdesign, som vi vil gå nærmere inn på i kapittel 3.2. Viktig er det også at det er symmetri i utfall, altså at de resultatene man finner er interessante og verdifulle uansett hva de viser seg å være (Saunders et.al, 2009). Disse momentene ledet oss til problemstillingen vi har valgt å forfølge i denne avhandlingen:

"På hvilken måte, og i hvilken grad, har Finanskrisen påvirket markedet for selskapskontroll, spesielt relatertheten mellom og soliditeten til de involverte partene"

Med "på hvilken måte" ønsker vi å få en bedre forståelse av i hvilken retning effektene har gått. Har graden av relaterte kjøp/salg gått opp eller ned, og har soliditeten til selskaper som kjøper/selger gått opp eller ned, under Finanskrisen? Med andre ord studerer dette spørsmålet den kausale retningen på den avhengige variabelen. Med "i hvilken grad" ønsker vi å poengtere at vi også er ute etter størrelsen på effektene. Som vi vil understreke flere ganger i kapittel 4 er populasjonen tilgjengelig til tider liten, og det er mange faktorer som påvirker våre variabler, så vi er ikke opptatt av den eksakte størrelsen på effektene, men heller størrelsesomfanget og spesielt utviklingstrekkene vi ser over tid. Det som er interessant er hvordan relatertheten og soliditeten utvikler seg fra før Finanskrisen, til under Finanskrisen. Hovedkonseptene som utledes fra problemstillingen er Finanskrisen, markedet for selskapskontroll, relaterthet og soliditet. Litteraturkapittelet er bygget opp rundt disse begrepene og syr sammen en helhetlig forståelse, samt utleder forventninger til funn.

En problemstilling kan enten være teoridrevet eller problemdrevet, hvorav den første kategorien stiller spørsmål utledet fra teori, tester denne, og avgjør hvorvidt teorien støttes eller ikke ut fra dataene man har tilgjengelig. Vår oppgave er drevet av et fenomen, og er altså

problemdrevet. Her starter vi med et problem som vi ønsker å studere nærmere og søke forklaringer på ut fra en valgt forskningsdisiplin som presenteres i kapittel 2.3 (Saunders et.al, 2009). En av hovedårsakene til at denne avhandlingen er så interessant er at det tidligere er gjort lite forskning på nedgangstidens effekter ut fra et konsernstrategisk synspunkt. De fleste analyser er finansielt fokusert, ser på finansmarkedene, og mister mye av de atferdsmessige effektene som skjer i bedrifter. Av den grunn er det ingen litteratur eller teorier som er skreddersydd for denne tematikken, noe som vi vil se senere legger en del føringer for valg av forskningsdesign. Hovedbidraget i denne avhandlingen er å øke forståelsen for hvordan Finanskrisen har påvirket norske fusjoner og oppkjøp, og til dette ligger det omfattende analysearbeid til grunn. Vårt mål er å kaste lys over de viktigste effektene slik at forskningsprosjektet ved NHH kan jobbe videre med forklaringer til våre funn og på bakgrunn av dette utarbeide ny kunnskap og nye teorier omkring denne tematikken. Derfor vil vi i kapittel 5 diskutere resultatene våre og komme opp med forslag til forklaringer.

3.2 Valg av forskningsdesign

”Metodologi er teorien om hvordan forskning skal gjennomføres, og inkluderer de teoretiske og filosofiske antakelsene som forskning er basert på og implikasjonene av disse for metode(ne) som velges” (Saunders et.al, 2009:595). Det er spesielt i forbindelse med forskningsdesign at man gjør disse antakelsene og kommer fram til implikasjonene av de valgene man gjør. Forskningsdesign er en generell skisse av hvordan man planlegger å utføre forskningen, altså hvordan man ønsker å besvare problemstillingen.

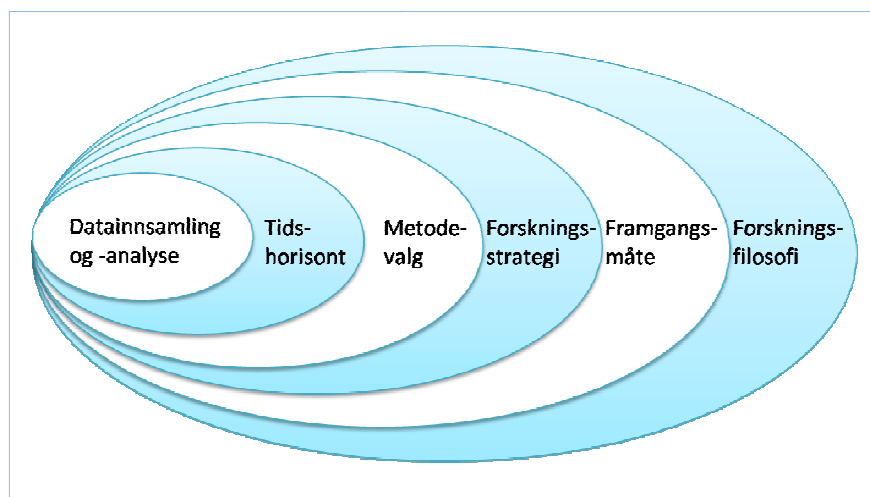
Det er altså formålet ved problemstillingen som legger føring for valg av forskningsdesign. Vi skiller mellom tre ulike design; eksplorerende, deskriptiv/beskrivende, og forklarende. Forklarende forskning er som regel deduktiv av natur ved at den fokuserer på å forklare forholdene mellom variabler ut fra en gitt situasjon eller problem, samt at man arbeider veldig strukturert og som regel med statistiske verktøy. Deskriptiv forskning har som formål å utarbeide eksakte representasjoner av for eksempel en situasjon eller hendelse. Som nevnt vil vi i denne avhandlingen gjøre en deskriptiv del der vi søker å beskrive en del utviklingstrekk i det norske markedet for selskapskontroll under Finanskrisen. Eksplorerende forskning søker å få innsikt i fenomener, gjerne fra et nytt faglig synspunkt, samt å stille interessante spørsmål. I slike tilfeller må man være fleksible og åpne siden man ofte undersøker noe nytt, men man kan likevel arbeide strukturert (Saunders et.al, 2009). Det er den sistnevnte kategorien som er best egnet for å besvare vår problemstilling. Som definisjonen tilsier handler det om å se ting

fra nye synspunkt, og det er nettopp det vi ønsker – vi vil se på Finanskrisen, et foreløpig ufullstendig forklart fenomen, fra et konserstrategisk ståsted. Dette innebærer behov for fleksibilitet og åpenhet underveis i forskningsprosessen.

Vi konkluderer med at avhandlingen følger en eksplorativ design, med et deskriptivt bidrag. Man starter ofte med en deskriptiv forskning for å få en bedre forståelse av det temaet man akter å studere videre, og derfor er det nettopp den deskriptive analysen i denne oppgaven som vil gjennomføres og presenteres først i kapittel 4.

Metode handler om hvordan man skal samle inn og analysere data, og begrensninger med hensyn på dette (Saunders et.al, 2009). Valgene er riktignok avhengige av hverandre – enkelte forskningsmetodiske valg avgjør i neste rekke andre metodiske valg, og for å bestemme metoder for datainnsamling og –analyse må disse valgene først ligge til grunn. Som forskere står man også overfor en rekke restriksjoner som vil avgjøre hvilke metodiske valg som lar seg gjennomføre. Dette kan illustreres ved hjelp av den såkalte ”Forskningsløken”, som vil være utgangspunktet for dette delkapitlet (figur 3.2a). Vi vil presentere våre valg ved å ”skrelle” oss inn mot løkens kjerne.

Figur 3.2a – *Forskningsløken* (Saunders et.al, 2009:138)



3.2.1 Forskningsfilosofi

Forskningsfilosofi klassifiseres som positivisme eller interpretivisme. Mens det sistnevnte er den epistemologiske posisjonen som går ut på å forstå menneskelig atferd som sosiale aktører, fokuserer positivisme på å bruke teori og variabler til å finne den objektive sannhet (Saunders

et.al, 2009). I denne avhandlingen ser vi på markedet for selskapskontroll på et overordnet aggregert plan, ikke på atferd i forbindelse med enkelttransaksjoner. Ved hjelp av teori bygger vi opp forventninger til funn og studerer i hovedsak to variabler for å besvare forskningsspørsmålet. Av den grunn velger vi å følge et positivistisk utgangspunkt.

3.2.2 Framgangsmåte

Man kan gå frem i forskningen på to måter – deduktivt, eller induktivt. En deduktiv framgangsmåte går fra det mer generelle til det spesifikke ved at man tar utgangspunkt i teori, utvikler konseptuelle rammeverk og hypoteser på bakgrunn av dette, tester disse og forsøker å forklare kausale sammenhenger mellom konseptene. Dette innebærer at det teoretiske utgangspunktet ligger til grunn før datainnsamlingen og man arbeider veldig strukturert. Målet er gjerne å generalisere og å forklare sentrale årsak-virkningsforhold. En induktiv framgangsmåte starter i motsatt ende – man går fra det spesifikke til det mer generelle, starter med å utforske data, for så å bygge teori som et resultat av observerte empiriske data. Når forskere studerer tematikk som enda ikke er forsket på vil det gjerne være elementer av induktivitet, og man må være mer fleksibel i forhold til endringer underveis siden man ikke helt vet hva man ser etter. Forskeren tar gjerne del i selve prosessen (Saunders et.al, 2009).

Også under induktiv framgangsmåte kan man bruke teori, men formålet ligger mer i retning av å illustrere at det er et ”gap” i dagens forskning, som man ønsker å fylle. Ifølge Saunders et.al (2009:127) er det ”...mulig å kombinere deduksjon og induksjon i samme forskningsprosjekt”. Det er ikke alltid et klart skille mellom de to framgangsmåtene, og dette gjør seg spesielt synlig i denne avhandlingen. Vi vil derfor argumentere for å bruke en kombinasjon på bakgrunn av de beskrivelsene som er gjort av Saunders et.al (2009). De viser til at der hvor det ligger mye tilgjengelig litteratur til grunn, som man kan utarbeide hypoteser og forventninger fra, er det hensiktsmessig å følge en deduktiv framgangsmåte, mens der hvor det er mer upløyd mark er induktiv framgangsmåte bedre. I vår avhandling bruker vi teori for å bygge opp til forventninger til funn, noe som taler for en deduktiv metode. Riktignok er ikke denne litteraturdelen skreddersydd til akkurat vår kontekst, og er mer et forsøk på å trekke på annen relevant litteratur som i kombinasjon med hverandre danner presumpsjoner som kan studeres nærmere. Vi belyser det faktum at det er et ”gap” i litteraturen, og at denne avhandlingen fungerer som et forprosjekt i NHHs satsingsprosjekt for nettopp å bygge ny kunnskap, forståelse og teori rundt temaet. Dette taler for en mer induktiv tilnærming.

Ser man videre på karakteristikene ved de ulike framgangsmåtene, ser man at induktiv metode er kjennetegnet ved at man er opptatt av menneskelig atferd og holdninger, mer bruk av kvalitative data, og at forskeren tar del i forskningsprosessen. I deduktiv metode hviler man på naturvitenskaplige prinsipper, kvantitative data, utfører kontroller for å sikre god validitet, samt at resultatene er forskeruavhengig – forskeren tar ikke selv del i eller påvirker prosessen. Dette taler for en mer deduktiv tilnærming.

Vi mener derfor at det er hensiktsmessig å følge en kombinasjon. Vi benytter induksjon til å illustrere gapet i litteraturen og for å opprettholde fleksibiliteten i forskningen. Samtidig fokuserer vi på kvantitative data, kontrollering av analyser og forskeruavhengighet.

3.2.3 Forskningsstrategi

”Forskningsstrategi er en generell plan for hvordan forskeren vil gå fram for å besvare forskningsspørsmålet” (Saunders et.al, 2009:600). Det er mange ulike strategier, og valget bestemmes ut fra problemstillingen, samt eksisterende kunnskap, tid og ressurser tilgjengelig.

Denne utredningen vil følge forskningsstrategien populasjonsstudie, som har likhetstrekk med case studier på den måten at det innebærer en *”...empirisk undersøkelse av et spesielt dagsaktuelt fenomen i dets naturlige kontekst ved bruk av multiple beviskilder”* (Saunders et.al, 2009:588). Riktignok ser vi på populasjonsdata og ikke ett utvalgt case. Fenomenet vi undersøker er Finanskrisen, og vi retter oss mot dens effekter på markedet for selskapskontroll sett fra et konsernstrategisk ståsted. Med *”naturlig kontekst”* mener vi at vi ikke fysisk går inn i dette markedet og utfører et eksperiment. Aktiviteten i markedet loggføres på den måten at alle fusjoner og oppkjøp registreres i felles registre, med egenskaper knyttet til de ulike partene og handelen i seg selv. Vi vil hente ut disse historiske dataene og opprettholder derfor markedets naturlige kontekst. De to variablene vi ser på er relaterthet og soliditet. I forhold til *”multiple beviskilder”* vil vi forklare mer detaljert senere hvordan analysene og resultatene kontrolleres, for eksempel ved å sammenligne med resten av norske selskaper som ikke nødvendigvis har vært innblandet i fusjoner og oppkjøp. Videre vil en del kontrollanalyser gjennomføres for å sikre god validitet.

3.2.4 Metodevalg

Metodevalg er ikke et selvforklarende begrep i denne sammenheng, men går kort og greit ut på valg av datatype i forbindelse med datainnsamling og måten disse dataene analyseres på. Vi skiller gjerne mellom to ulike former for data, kvantitativ og kvalitativ. ”*Kvantitative data er numeriske data eller data som har blitt kvantifisert*” (Saunders et.al, 2009:598), mens kvalitative data er ikke-nummeriske som for eksempel ord og holdninger. På samme måte som det finnes kvantitative og kvalitative data, kan man analysere data kvantitativt eller kvalitativt, og det er her selve metodevalget kommer inn. Man kan velge å bruke kun én enkel datainnsamlingsmetode og korresponderende datainnsamlingsprosedyre (mono-metode), eller bruke flere teknikker i samme avhandling (multi-metode). Dersom man blander både kvantitative og kvalitative datainnsamlings- og analyseteknikker følger man en blandet metode (Saunders et.al, 2009). I denne avhandlingen vil vi kun bruke kvantitative teknikker – vi vil samle inn kvantitative data og analysere disse kvantitativt.

3.2.5 Tidshorisont

I en masteravhandling er tidsbegrensningene viktig å ta hensyn til, og som regel må datainnsamling skje innenfor et kort tidsintervall. I forskning deler vi tidsstudier inn i enten cross-sectional eller longitudinal. I den første kategorien skjer datainnsamlingen og -analysen på ett tidspunkt – man måler gjerne den avhengige og den uavhengige variabelen samtidig. Denne utredningen vil være longitudinal i den forstand at målingen av disse variablene skjer på ulike tidspunkt. Slik forskning innebærer repetitiv observasjon av en eller flere variabler over tid (Saunders et.al, 2009). Siden vi baserer oss på historiske data vil datainnsamlingen riktignok la seg gjennomføre på ett tidspunkt. Vi samler inn historiske data om norske fusjoner og oppkjøp, og måler ikke effekter som skjer i nåtid, men vi ser på tre perioder (en observasjonsperiode og to kontrollperioder) og måler endringen over tid. Vi studerer endringen i markedet for selskapskontroll ved å sammenligne transaksjoner før og under Finanskrisen. Når det gjelder soliditetsvariabelen bruker vi et inngående soliditetsmål til det året transaksjonen forekommer, mens selve transaksjonen skjer en periode senere i året. Ifølge Saunders et.al. (2009) bør longitudinal studier med begrenset tid tilgjengelig basere seg på sekundære datakilder, noe som leder oss over til datainnsamling og –analyse.

3.2.6 Datainnsamling og dataanalyse

For å analysere eventuelle endringer i markedet for selskapskontroll under Finanskrisen, har vi sammenlignet fusjoner og oppkjøp som fant sted under Finanskrisen med transaksjoner i to tilsvarende kontrollperioder før Finanskrisen. Perioden under Finanskrisen ble satt til [01.september 2008 → 31.desember 2009], og de to kontrollperiodene til henholdsvis [01.september 2004 → 31.desember 2005] og [01.september 2006 → 31.desember 2007]. Bakgrunnen for valg av perioder utdypes i kapittel 4.1.1. For å ha muligheten til å gjøre denne analysen, hadde vi behov for tilgang til gode datakilder med riktig informasjon. Vi vil i det kommende gå gjennom hvilke kilder vi har brukt, og på hvilken måte vi har gjort analysene. Dog vil dette fungere som en innføring i metodikken, og kapittel 4 vil i mer detaljert grad gjennomgå hvordan vi har benyttet oss av datakildene. I tillegg finnes en detaljert beskrivelse av fremgangsmåten i vedlegg 1.

Våre primærdata vil i første omgang bestå av søkerresultater fra databasen Zephyr (Bureau van Dijk, 02.05.2010). I kraft av å være tilknyttet NHH har vi tilgang til databasen, som gir oss en total oversikt over samtlige transaksjoner i de aktuelle tidsrommene. Vi har sikret at dataene omfatter alle transaksjoner i Norge i de tidsrommene studien omfatter, blant annet gjennom direkte kontakt med Zephyr sin kundekontakt for NHH (Bertelsen, 15.03.2010). Denne kontakten har forsikret oss om at databasen er fullstendig utfyllende, og vi vil derfor basere oss på disse dataene. Vi ser på kjøper, selger og oppkjøpsmålet, som i Zephyr går under benevningene ”acquiror”, ”vendor” og ”target”. Disse begrepene vil brukes senere i analysen.

Videre har vi hatt behov for en oversikt over samtlige norske selskaper. Dette vil vi bruke til å kontrollere selskaper som er involvert i transaksjoner med øvrige norske selskaper i samme periode. På den måten vil vi kunne kontrollere om det er systematiske forskjeller mellom kjøpende eller selgende selskaper og alle andre norske selskaper. En slik oversikt fikk vi ved å benytte en database utarbeidet av Instituttet for Samfunns- og Næringslivsforskning (SNF) (Mjøs & Øksnes, 10.2009). Denne databasen inneholder informasjon om samtlige selskaper med regnskapsmessig rapporteringsplikt for perioden 1992 til 2008. På samme måte som med Zephyr, vil vi basere oss på at disse dataene er fullstendige.

Vi har også benyttet oss av tilgjengelige datakilder på Internett, som regel i forbindelse med kontroll av enkelttransaksjoner eller –selskaper. Til dette har vi brukt Brønnøysundregistrene, Statistisk Sentralbyrå, Proff Forvalt samt søkemotoren Google med flere. En oversikt over disse datakildene, samt over Zephyr og databasen fra SNF finnes i vedlegg 1.

På bakgrunn av disse kildene og datagrunnlagets natur, vil vi hevde at vi har å gjøre med hele populasjonen innenfor gitte rammer. Vi har med andre ord å gjøre med samtlige transaksjoner innenfor definerte perioder, og sammenligner disse med samtlige øvrige norske selskaper. Vi har gjort systematisk sampling av hele populasjonen gitt visse kriterier (3.3), og benyttet strukturert metodologi, som er ”*datainnsamlingsmetoder som lett lar seg replikere for å sikre høy grad av reliabilitet*” (Saunders et.al, 2009:601). Dette vil være viktig for å sikre at de analysene vi gjør i denne utredningen kan brukes videre i NHH sitt forskningsprosjekt. Innhentingen av data fra disse kildene har bestått av kvantitativ datainnsamling.

Dataene basert på kildene over vil bli analysert langs to hovedvariabler; relaterthet og soliditet. Variabler er karakteristikk som varierer mellom enhetene man ønsker mer innsikt i, og er ”...*individuelle elementer eller attributter som data er samlet inn på*” (Saunders et.al, 2009:603). Vi vil her gi en kort innføring i disse variablene.

Førstnevnte variabel vil bli analysert ved hjelp av bransjekoder som de enkelte selskaper er heftet med. Zephyr inneholder informasjon om det enkelte selskaps primære og sekundære bransjekoder (NACE Rev.2 – SN2007). Ved manuelt å registrere alle de involverte selskapers bransjekoder, hadde vi muligheten til å utføre to parallelle analyser – én på kjøpersiden og én på selgersiden. Kjøpersiden vil bli analysert ved å sammenligne kjøpende selskapers bransjekoder med oppkjøpsmålets bransjekoder, og tilsvarende vil selgersiden bli analysert ved å sammenligne selgende selskapers bransjekoder med oppkjøpsmålets bransjekoder. Bransjekodene sammenlignes ved å finne den minste avstanden mellom de ulike partene, og basert på denne avstanden vil det bli gitt en relaterthetskarakter. Er selskapene like på firesifret nivå (helt like), gis karakteren 1. Er selskapene helt ulike, gis karakteren 5. Denne karakterskalaen representerer en ordinal skala – det vil si at den er rangert, men avstanden mellom karakterene er ikke lik langs hele skalaen. Analysen går i all hovedsak ut på en studie av antall transaksjoner på henholdsvis kjøper- og selgersiden som under Finanskrisen ble gitt de ulike karakterene sammenlignet med transaksjoner i kontrollperiodene før Finanskrisen. Dette ble gjort ved hjelp av gjennomsnitt, median og standardavvik. Vi er med andre ord ute etter å studere utviklingen i relaterthet i transaksjoner før og under Finanskrisen. Et sentralt poeng i denne sammenheng er at vi i denne analysen ikke sammenligner de samme selskapene før og under Finanskrisen, men de enkelte transaksjonene, altså ser vi på de aktørene som gjør fusjoner og oppkjøp i de gjeldende tidsperiodene. På den måten kan vi konkludere for markedet for selskapskontroll. En innføring i denne analysen finnes i 4.2.1.

Den andre variabelen, soliditet, har vi valgt å analysere ved hjelp av de involverte selskapers gjeldsgrad. Forklaringer og bakgrunn for valg av målemetode på soliditet finnes i kapittel 2.3.2 og kapittel 4.3. I tillegg til en deskriptiv gjeldsgradsanalyse, er målet for disse analysene å se om det har vært noen utvikling i gjeldsgraden til henholdsvis kjøpende og selgende selskaper fra periodene før Finanskrisen til etter krisen satte inn. For å kunne være i stand til å gjennomføre en slik analyse, var vi først nødt til å samle inn gjeldsgrad for samtlige selskaper involvert i transaksjoner i de respektive periodene. Denne informasjonen forelå ikke i Zephyr, og vi brukte derfor Proff Forvalt som kilde i denne sammenheng. Vi påførte hvert selskap deres respektive inngående gjeldsgrad. Bakgrunnen for å bruke inngående gjeldsgrad utdypes i kapittel 4.3.1. Etter å ha fylt ut gjeldsgraden til samtlige selskaper i populasjonen, kunne vi sammenligne soliditeten til kjøpende og selgende selskaper under Finanskrisen med gjeldsgraden til kjøpende og selgende selskaper før krisen. Sammenligningen på aggregert nivå gjorde vi ved hjelp av intervall skalaer, det vil si at man i motsetning til ordinal skala kan måle distansen mellom trinnene på skalaen. Analysen finnes i kapittel 4.3.1. Også her ble gjennomsnitt, median og standardavvik benyttet, altså deskriptive analyser.

Dog skapte den aggregerte analysen en utfordring i at skalaen mangler linearitet. Med det mener vi at et selskap med høy, positiv gjeldsgrad tolkes som et lite solid selskap, og et selskap med lav, positiv gjeldsgrad tolkes som et svært solid selskap. I det øyeblikket et selskap får negativ gjeldsgrad, tolker vi det som å være svært lite solid. Denne skalaen har svakheter, og vi valgte derfor å dele populasjonen inn i bolker som et supplement til analysen. Skalaen brukt ved inndelingen i bolker representerer en ordinal skala. I denne analysen sammenlignes antallet i hver bolke i periodene før Finanskrisen med perioden under Finanskrisen for å søke etter utviklingstrekk hos involverte selskaper, og effektene av Finanskrisen på markedet for selskapskontroll (kapittel 4.3.4).

I tillegg til de nevnte analysene av soliditet, gjennomfører vi også en analyse av de involverte selskaperes gjeldsgrad hvor vi trekker fra bransjens median. Vi utfører denne analysen fordi vi mistenker at det foreligger store bransjemessige forskjeller i utvalgene i de ulike periodene. Vi ønsker å vaske ut disse forskjellene, noe vi gjør ved å gjøre gjeldsgraden til selskapene bransjenøytrale ved å trekke fra bransjens median. Analysen benytter dataene gitt oss av databasen fra SNF, og er utledet i kapittel 4.4.

Datainnsamlingen og dataanalysene bærer preg av en induktiv arbeidsprosess. Denne arbeidsmetoden kom som en naturlig konsekvens av at det ikke foreligger etablert, spesifikk

litteratur på området vi studerer, og vi var nødt til å gjøre analysene fra bunnen for etter hvert å finne frem til naturlige neste steg. For å kvalitetssikre enkelte av funnene våre, samt søke etter forklaringer på disse, foretok vi i tillegg noen intervjuer av utvalgte eksperter på ulike områder. Referater fra disse intervjuene finnes i vedlegg 3. Metodikken som ble brukt i intervjuene, varierte mellom ustrukturert og semi-strukturert. *”Ustrukturerte intervjuer er lite strukturerte og uformelt utførte intervjuer som kan begynne med en eller flere temaer man søker å utforske med deltakeren, men uten en forutbestemt liste med spørsmål man skal arbeide seg gjennom. [...] ”Semi-strukturerte intervjuer er brede kategorier av intervjuer hvor intervjueren starter med et sett av temaer, men er forberedt på å variere rekkefølgen som spørsmålene stilles i, og å spørre nye spørsmål i underveis i forskningssituasjonen.”* (Saunders et.al, 2009:601-603) Siden vi på forhånd av intervjuene i større eller mindre grad hadde mulige forklaringer på funnene, valgte vi å holde intervjuene relativt åpne for å sikre at intervjuobjektene fikk komme med sine umiddelbare tanker– noe som sikrer god reliabilitet.

3.3 Sampling

Det har blitt foretatt sampling av datakildene presentert i avsnittet over, og i dette delkapittelet vil vi legge frem hvilke samplingskriterier vi har valgt, og konsekvensene av disse på utvalget vi står igjen med. Vi gjør oppmerksom på at vi i denne avhandlingen gjør en populasjonsstudie, og at samplingen her derfor innebærer våre valg av hva som inngår i selve populasjonen. I det følgende vil vi presentere samplingen gjort av rådataene i Zephyr, hvor selve transaksjonene er hentet (3.3.1). Deretter viser vi en oversikt over manglende data, altså der vi mangler informasjon om bransjekoder og gjeldsgrad (3.3.2). Avslutningsvis presenteres en samplingsoversikt fra SNF-databasen hvor foretaksinformasjon for samtlige norske bedrifter i perioden 1992-2008 er hentet fra (3.3.3).

3.3.1 Sampling i Zephyr

Vi viser til vedlegg 1, hvor vi har gjennomgått de spesifikke forutsetningene i søket. Nedenfor følger en oversikt over utvalget gitt de ulike forutsetningene (Tabell 3.3.1a):

Tabell 3.3.1a – *Sampling i Zephyr*

Søkekriterier	Periode 1	Δ%	Periode 2	Δ%	Periode 3	Δ%
Valgt tidsperiode	127379	0 %	137234	0 %	120537	0 %
Kun gjennomførte transaksjoner ("completed")	87215	-32 %	96698	-30 %	77011	-36 %
Kun norske kjøpere	1200	-99 %	1323	-99 %	714	-99 %
Kun norske kjøpere og oppkjøpsmål	985	-18 %	1077	-19 %	536	-25 %
Kun oppkjøp og fusjoner	212	-78 %	442	-59 %	346	-35 %
Fjerne støy (datoer utenfor tidsintervall)	202	-5 %	428	-3 %	326	-6 %
Kun skifte av eierskapskontroll	182	-10 %	383	-11 %	287	-12 %
Antall transaksjoner i analysene	182		383		287	

Valgt tidsperiode refererer her til datoene satt til å være periode 1, 2 og 3. Videre velger vi kun å se på transaksjoner som er gjennomført i perioden ("completed"). Neste steget er det geografiske valget, hvor vi i denne avhandlingen kun velger å se på norske selskaper. Videre ser vi kun på transaksjonstypene fusjoner og oppkjøp. Når søkerresultatene nå vises, er det noe støy i datoene, ved at noen går litt utenfor det valgte tidsintervallet. Disse er fjernet manuelt ved å sortere på dato. Det siste søkekriteriet går på skifte av eierskapskontroll – siden vi i denne utredningen er interessert i markedet for selskapskontroll, ser vi kun på transaksjoner der eierrettighetene skifter hender. Ved å sortere transaksjonene etter andel kjøpt, tar vi bort minoritetstransaksjoner og andre transaksjoner hvor eierskapet ikke skifter hender. Med andre ord beholder vi kun transaksjoner der den nye eieren går fra å ha eid under 50 prosent av oppkjøpsmålet, til nå å eie minst 50 prosent. Vi setter skillet på 50 prosent i stedet for 51 prosent da dette er konsistent med tidligere forskning. Det betyr at dersom noen går fra å eie mindre enn 50 prosent til mer enn 50 prosent, eller fra null prosent til mer enn 50 prosent, inkluderer vi transaksjonene. I motsatt tilfelle; dersom noen går fra å eie null prosent til under 50 prosent, eller fra over 50 prosent til en enda høyere andel, ekskluderer vi transaksjonene. Vi står igjen med 182, 383 og 287 transaksjoner for henholdsvis periode 1, 2 og 3.

3.3.2 Oversikt over manglende data

Med transaksjonene fra Zephyr på plass fylte vi inn data for våre to hovedvariabler, relatertethet og soliditet. For relatertethet innebar dette bransjekoder, mens for soliditet brukte vi gjeldsgrad. Tabell 3.3.2a fremstiller manglende data for disse variablene for både kjøpersiden, selgersiden og for oppkjøpsmålet. For oppkjøpsmålet måler vi ikke soliditet. På kjøper- og selgersiden er

det i tillegg enkelte privatpersoner som er innblandet i transaksjonene. Disse har ikke organisasjonsnummer, bransjekode eller gjeldsgrad, og fremstår som ”Priv” i datagrunnlaget.

Tabell 3.3.2a – Oversikt over manglende data

	Periode 1	Andel	Periode 2	Andel	Periode 3	Andel
Antall kjøpere (Acquiror)	182	100 %	383	100 %	287	100 %
Manglende bransjekoder	1	1 %	2	1 %	1	0 %
Manglende gjeldsgrad	30	16 %	74	19 %	37	13 %
Antall privatpersoner (Priv)	8	4 %	7	2 %	5	2 %
Antall oppkjøpsmål (Target)	182	100 %	383	100 %	287	100 %
Manglende bransjekoder	3	2 %	1	0 %	1	0 %
Antall selgere (Vendor)	68	37 %	100	26 %	125	44 %
Manglende bransjekoder	3	4 %	1	1 %	1	1 %
Manglende gjeldsgrad	23	34 %	15	15 %	28	22 %
Antall privatpersoner (Priv)	12	18 %	18	18 %	20	16 %

Zephyr inneholder bransjeinformasjon for transaksjonspartene, og vi kunne derfor fylle inn disse manuelt (organisasjonsnummer følger ikke med i eksportfilen, og datainnfyllingen må derfor gjøres manuelt for hver transaksjon). Der det manglet bransjeinformasjon brukte vi Proff Forvalt (Eniro Norges database for foretaksinformasjon) og Brønnøysundregistrene som supplement ved å søke opp firmanavnet. Å søke på firmanavn er i enkelte tilfeller problematisk da det ofte forekommer navneendringer ved fusjoner og oppkjøp. I Proff Forvalt kan man likevel søke på tidligere firmanavn også, noe som bøter på problemet. Manglende data på bransjekoder var derfor minimale.

Med manglende organisasjonsnumre var problemene større i forbindelse med gjeldsgrad. Også disse dataene måtte tastes inn manuelt, ved å søke opp firmanavn i Proff Forvalt. Her måtte flere celler beholdes tomme – av to hovedårsaker: For det første bruker vi inngående gjeldsgrad, og det var ikke alle partene i utvalget som enda hadde vært i drift lenge nok til å ha en slik gjeldsgrad. Der hvor kjøper/selger var registrert som bedriftsenhet i det samme året som transaksjonen fant sted, lot det seg derfor ikke gjøre å finne noen inngående gjeldsgrad. Den andre årsaken til manglende data er koblet til manglende organisasjonsnumre – søking på firmanavn kunne til tider skape behov for å gjøre subjektive vurderinger, som vi ikke ønsket. Noen selskaper endrer selskapsform eller av andre grunner får/har flere organisasjonsnumre, og da må man gjette hvilket som er det rette. For å unngå dette lot vi heller cellene stå tomme.

3.3.3 Sampling i SNF-databasen

Som nevnt har vi i tillegg brukt data fra SNF, med hovedformål å vaske ute bransjeulikheter mellom periodene i forbindelse med soliditetsanalysene. Databasen inneholder foretaksinformasjon for samtlige norske selskaper, hvorav vi ønsket å trekke ut informasjon knyttet til bransje og gjeldsgrad. Igjen henviser vi til vedlegg 1, hvor behandlingen av databasen og sampling er grundig spesifisert.

Tabell 3.3.3a – *Sampling i SNF-databasen og oversikt over manglende data*

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Antall norske bedrifter i databasen totalt	234213	221815	201404	170928	156769	153789	140969	150048
Antall norske bedrifter i databasen med EK lik 0	2237	1265	1196	1192	864	944	661	998
Antall bedrifter uten oppgitt bransjekode	42829	22140	21706	22583	21898	21666	21849	22980
Antall av totalen beholdt	189147	198410	178502	147153	134007	131179	118459	126070
Andel av totalen beholdt	81 %	89 %	89 %	86 %	85 %	85 %	84 %	84 %

	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Antall norske bedrifter i databasen totalt	140248	132226	127300	119318	111529	105944	100771	96603	88025
Antall norske bedrifter i databasen med EK lik 0	786	852	855	746	837	738	596	625	438
Antall bedrifter uten oppgitt bransjekode	21292	19530	18435	16879	15333	14462	13465	12702	11470
Antall av totalen beholdt	118170	111844	108010	101693	95359	90744	86710	83276	76117
Andel av totalen beholdt	84 %	85 %	85 %	85 %	86 %	86 %	86 %	86 %	86 %

I analysene hvor vi har brukt SNF-databasen har vi brukt utvalget presentert i tabellen over. Unntaket er under analysene i 4.3.4 hvor vi har delt soliditeten til kjøpende og selgende parter inn i bolker basert på øvrige norske selskapers soliditet i 2003 (jfr. vedlegg V1.2.4 punkt 11 og utover). Et søk i SNF-databasen for året 2003 finner at over 96,35 prosent av selskapene tilhører selskapsformene AS, ASA, eller er uoppgitt. Dette er i antall 148.171 bedrifter. Siden den innledende analysen i kapittel 4 vil vise at majoriteten av selskapene i Zephyr også tilhører disse gruppene, valgte vi å utarbeide disse bolkene kun med AS, ASA og uoppgitte selskaper i SNF-databasen (majoriteten av uoppgitte selskapsformer er også AS og ASA).

Kapittel 4.4 foretar en bransjenøytral soliditetsanalyse der bransjens median gjeldsgrad (sett ut fra andre norske selskaper i samme bransje) er fratrukket, for å vaske ut bransjeulikheter mellom tidsperiodene. Her, og i øvrige soliditetsanalyser, har vi valgt å beholde samtlige norske selskaper. Grunnen til dette er at flere selskapsformer har begrenset

innrapporteringsplikt – dermed vil ikke disse selskapene som mangler data på gjeldsgrad telles med i analysen uansett. Siden over 95 prosent av norske selskaper tilhører AS/ASA/uoppgitt, og de fleste andre ikke er registrert med gjeldsgrad, vil effekten av å ta bort de resterende selskapene være ubetydelig. Dette så vi tydelig da vi utarbeidet bolkene i 4.3.4.

3.4 Forskningsetikk

Forskningsetikk handler om de valgene man gjør både i forbindelse med selve forskningen og i forhold til de som påvirkes av det, og er vel så viktig i kvantitativ forskning som i kvalitative studier. Dette innebærer ”...*hvordan man skal formulere og klargjøre forskningstemaet, designe prosjektet, samle, prosessere og lagre data, analysere data og presentere funn på en forsvarlig måte*” (Saunders et.al, 2009:184). En del av disse momentene er diskutert over – her vil vi fokusere på reliabiliteten (3.3.1) og validiteten (3.3.2) i vår forskning.

3.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet handler om konsistens i forbindelse med datainnsamlingsteknikkene, altså i hvilken grad disse teknikkene vil gi konsistente funn dersom forskningen gjentas ved en annen anledning, eller utføres med andre observatører, samt hvorvidt det er transparens i metoden som er brukt og prosessen som er gjennomført (Saunders et.al, 2009). I denne masterutredningen er dataene basert på databaser som Zephyr, Proff Forvalt med flere, og reliabilitetstruslene er derfor relativt svake. Selve nedlastingen av data står ikke overfor deltaker- eller observatørfeil. I forbindelse med søking etter gjeldsgrad har imidlertid enkelte verdier vært vanskelig å spore opp da det er mange endringer i firmanavn når selskaper gjør oppkjøp eller fusjonerer, og siden vi ikke har organisasjonsnummer i vårt datasett blir ikke disse navneskiftene oppsporet. Riktignok kan man også i Proff Forvalt søke på ”tidligere firmanavn”, så feilmarginen her er liten. Videre inneholder databasene historiske data, slik at de samme funnene vil gjøres dersom studiet gjentas på et senere tidspunkt. Vi mener derfor at utredningen innehar god reliabilitet, også gjennom god transparens i metoden – det er lagt ved en utfyllende logg for datainnsamling og –analyse i vedlegg 1, hvor man kan spore opp ethvert steg i forskningsprosessen. Studiet er utført med fokus på objektivitet – vi har unngått å manipulere data for å støtte forventningene til funn, og der for eksempel har vært tvil om navneskifte ved søking etter gjeldsgrad har vi heller holdt cellene tomme enn å gjøre subjektive vurderinger. Som vi vil poengtere nærmere i kapittel 4 har vi også latt være å

spekulere i motivene bak enkelttransaksjoner, og unngått å rense ut transaksjoner som synes å være rent finansielle. Siden det norske markedet for selskapskontroll også er relativt lite, har vi også beholdt alle transaksjonene som tilfredsstillende våre søkekriterier for å unngå problematikk knyttet til generaliserbarhet for populasjonen og statistiske tester. Selv om dette har implisert stor arbeidsmengde innledningsvis i utredningen mener vi det bidrar til å styrke konklusjonene som trekkes. Vi har unngått alle former for subjektive vurderinger.

3.4.2 Validitet

Mens reliabiliteten ser på valgene som er gjort i selve forskningsprosessen, er validiteten opptatt av kausalitet, altså hvorvidt det er et kausalt forhold mellom variabler. Validitet defineres derav som ”... (1) i hvilken grad datainnsamlingsteknikkene måler det de er ment å måle, og (2) i hvilken grad funnene virkelig handler om det de gis uttrykk for å gjøre” (Saunders et.al, 2009:603). I vår utredning er validitetstruslene fremtredende, for eksempel historiske begivenheter som påvirker periodene vi ser på. Det ble innført nye regler i forbindelse med regnskapsstandardene som kan ha påvirket gjeldsgradsvariabelen – ifølge IFRS skal nå egenkapitalen reflektere virkelig verdi, og siden gjeldsgraden er et forholdstall mellom gjeld og egenkapital, vil en justering av egenkapitalen kunne påvirke gjeldsgraden markant. Som det fremgår av telefonintervjuet med Jens Askehaug i Pareto Securities (vedlegg 3) hadde disse regelendringene store konsekvenser for blant annet fiskeoppdrettsnæringen, hvor biomassen nå skal verdsettes til salgsværdien i påfølgende periode. Dette er et eksempel på egenskaper som kan påvirke soliditetsvariabelen.

En annen trussel er maturasjon, for eksempel at nye ledelsesformer eller –systemer iverksettes som påvirker dataene. Som vi vil komme inn på senere i analysedelen, har matvarekjeden ICA gjennomført svært mange transaksjoner de siste årene, og dette er i stor grad resultatet av strategiske omveltninger internt i konsernet, nye toppledere, og en overgang fra franchisevirksomhet til mer aktivt eierskap. I kapittel 4 vil vi se at dette har stor innvirkning på relaterthetsvariabelen.

Det er også flere trusler i forbindelse med validitet, men vårt hovedbudskap er likevel at vi er oppmerksomme på disse, og gjør det som er mulig for å overkomme de. Ekstern validitet, også kjent som generaliserbarhet, er sikret gjennom at vi ser på hele populasjonen som tilfredsstillende våre søkekriterier. Statistiske tester er derfor unødvendig. Vi er mer opptatt av generaliserbarhet i forbindelse med lignende kriser i framtiden. For å sikre god intern

validitet, som handler om hvorvidt vi måler det vi ønsker å måle, og i hvilken grad funnene beskriver det de er ment å beskrive, har vi gjort multiple kontrollanalyser for å undersøke hvorvidt endring av noen forutsetninger påvirker resultatene. I kapittel 4 vil vi trekke leseren gjennom hele den induktive forskningsprosessen, og etterprøve alle konklusjoner som trekkes for å sikre pålitelighet. For eksempel i forbindelse med ICAs mange transaksjoner har vi gjennomført analysene både med og uten matvarekjeder. Vi har også gjennomført analysene både med og uten finansielle aktører, og gjort mange andre inngrep for å sikre validitet. Disse kontrolltestene vil diskuteres fortløpende i kapittel 4.

3.5 Oppsummering av metodiske valg

Ovenfor har vi gjort en del metodiske valg, som er oppsummert i følgende tabell 3.4.a.

Tabell 3.4a – Oppsummering av metodiske valg

Problemstilling	Problemdrevet
Formål/design	Eksplorativt, men også med en deskriptiv del
Forskningsfilosofi	Positivism
Framgangsmåte	Elementer av både deduktiv og induktiv
Forskningsstrategi	Populasjonsstudie
Metodevalg	Kvantitativ datainnsamling og -analyse
Tidshorisont	Longitudinal
Datainnsamling	Datakilder: primært Zephyr, SNF-databasen og Proff Forvalt Innslag av ustrukturerte og semi-strukturerte intervjuer Relaterthetsmål: bransjekoder (NACE Rev.2 – SN2007) Soliditetsmål: inngående gjeldsgrad
Dataanalyse	Relaterthetsanalyse: Ordinal skala Soliditetsanalyse: Interval skala (ordinal ved analyse med bolker) Primært deskriptive analyser – gjennomsnitt, median og standardavvik
Forskningsetikk	God reliabilitet – stor grad av objektivitet God ekstern validitet Fremtredende validitetstrusler, men som begrenses fortløpende

Kapittel 4: Analyse av data

Dette kapitlet tar for seg de analysene vi har gjort, og resultatene av disse. Etter ønske fra NHH sitt satsingsprosjekt har vi tatt for oss datamaterialet og utviklet en deskriptiv analyse (4.1). Denne analysen har til hensikt å sette scenen for de videre analysene, og vil i første omgang begrunne vårt valg av tidspunkt for Finanskrisens start (4.1.1). I samme åndedrett besluttet vi lengden på observasjonsperioden, og tilsvarende lengde på kontrollperiodene. Vi har valgt å begynne her fordi det setter premissene for store deler av den videre analysen, samt at hele utredningen hviler på hvilke valg som er tatt i denne fasen. Avslutningsvis inneholder kapitlet en kontroll av datasettet. Kapittel 4.1 ser på dataene uavhengig av våre to nøkkelvariabler, relaterthet (4.2) og soliditet (4.3).

4.1 Deskriptiv del

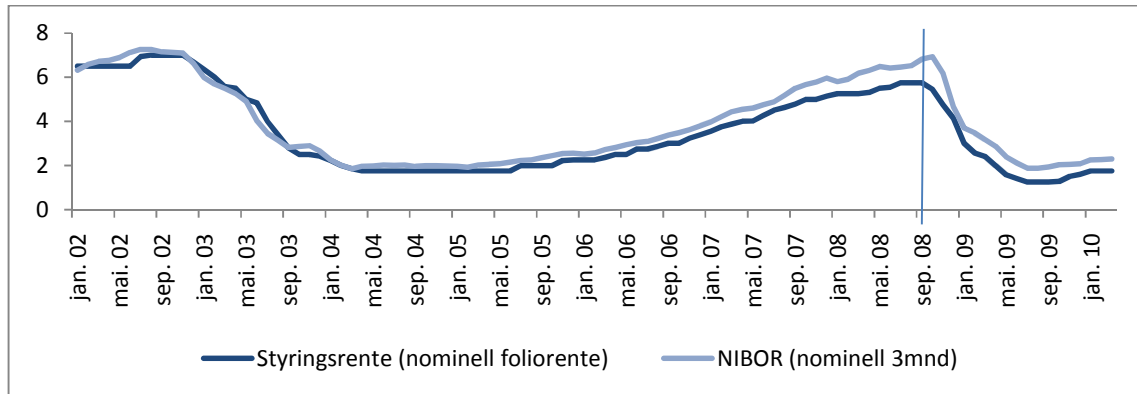
Som et utgangspunkt for Finanskrisens starttidspunkt, har vi vurdert makroøkonomisk trendutvikling ved bruk av eksterne datakilder som Statistisk Sentralbyrå, samt dekningen av andre parter, herunder media. I tillegg har vi evaluert internasjonale trender og enkelthendelser for å støtte opp om valg av tidspunkt. Det er viktig å presisere at vi ikke på noen som helst måte har som mål å forklare årsakene til Finanskrisen eller hvordan den oppstod, men kun bruke disse undersøkelsene for å velge tidspunkt og tidsrom.

4.1.1 Tidspunkt for Finanskrisens start

For allmennheten har konkursen til det amerikanske finanshuset Lehman Brothers vært synonymt med starten på den internasjonale Finanskrisen. (Epiq Bankruptcy Solutions, u.d.) Det var derfor naturlig å starte søket etter et egnet tidspunkt med denne enkelthendelsen, som fant sted 15.september 2008. Rett i forkant av dette hadde de amerikanske boliglånsgiverne Freddie Mac og Fannie Mae store problemer, men ble tatt inn under den offentlige administrasjons vinger ”*da de ble ansett for store til å mislykkes*” (Lunde & Eliassen, 2009:30). Med referanse til definisjonen av en finansiell krise gitt i kapittel 2.3.1 vil vi se på enkelte nøkkelindikatorer for å underbygge valg av et mer eksakt tidspunkt. Siden vår utredning omhandler Norge spesielt, vil vi konsentrere oss om nasjonale indikatorer.

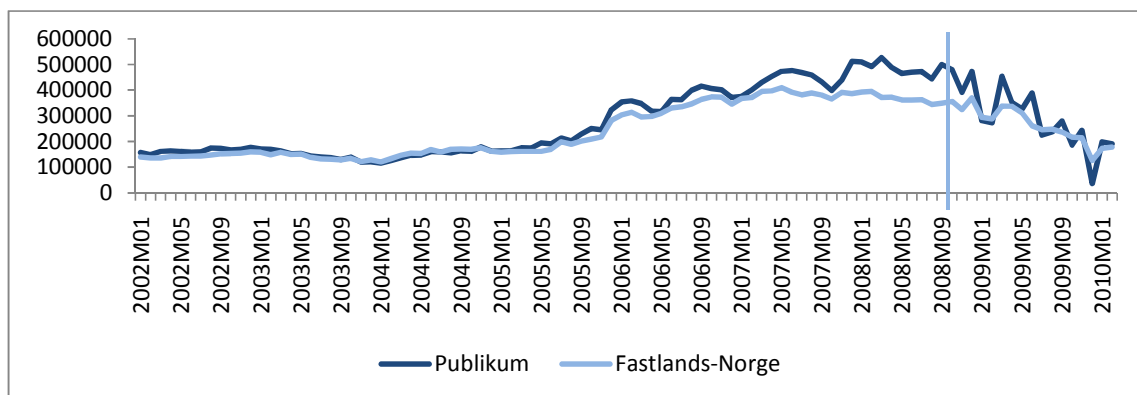
Den første av nøkkelindikatorerne er renten, herunder styringsrenten og pengemarkedsrenten (figur 4.1.1a). Etter en jevn stigning fra 1,75 prosent i medio 2005 opp til toppnivået på 5,75 prosent i september 2008 (Norges Bank, 2010), fikk begge en markant knekk.

Figur 4.1.1a – Styringsrente og pengemarkedsrente (Norges Bank, 23.01.2006)



Dette er som kjent prisen på penger, og når renten går ned forventer man derfor fra et markedsøkonomisk perspektiv, at gjeldsoptaket stiger. En interessant videreføring av denne grafen er derfor å se på kredittvolumet i samme periode. Figur 4.1.1b viser samlet gjeld for publikum og fastlandsnorge (ulike mekanismer som påvirker disse partene) og er dermed en illustrasjon av periodemessig gjeldsoptak.

Figur 4.1.1b – Samlet gjeld for publikum og fastlandsnorge i MNOK (årstransaksjoner) (Statistisk Sentralbyrå, 25.05.2010)



Figuren viser at til tross for lavere rente hadde også kredittvolumet et vendepunkt rundt samme tidspunkt som renten, noe som indikerer at kapitalkranene ble kraftig innsnevret. Ser man på årstransaksjoner i prosent, kom allerede nedgangen et år i forveien som en respons på

de første signalene i det amerikanske kredittmarkedet. Ifølge førsteamanuensis Jøril Mæland ved NHH (25.05.2010) har dette negative konsekvenser for veksten i økonomien (se vedlegg 3.7).

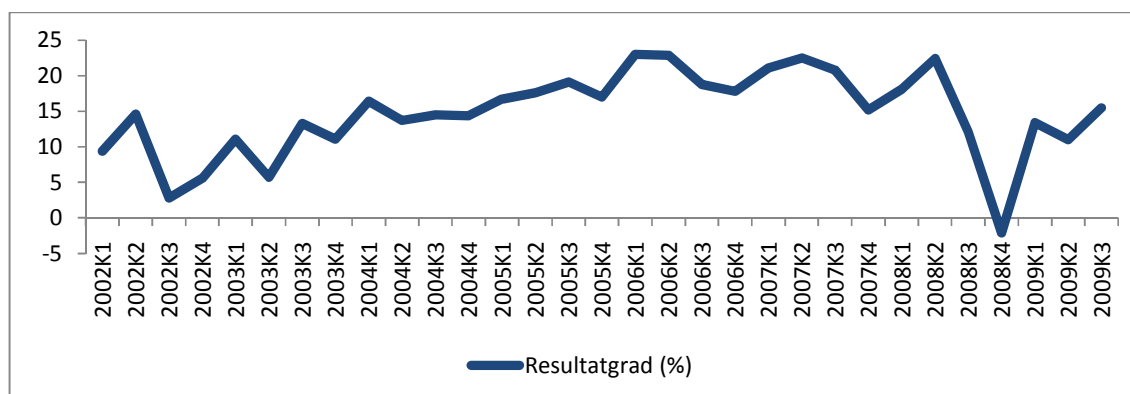
En annen viktig indikator som nevnt i definisjonen, og som har sammenheng med Finanskrisens opprinnelse, er boligprisutviklingen. Boligprisindeksen (vedlegg 2a) er et mål på denne utviklingen og kan gi en god indikasjon på tilstanden i økonomien (Lunde & Eliassen, 2009). Boligprisindeksen har på lik linje med renten hatt en jevn stigning over lengre tid, med et toppnivå rundt medio 2008, etterfulgt av en reduksjon de to siste kvartalene.

I tillegg til disse indikatorene inkluderer definisjonen ”kommersielle konkurser” som i ytterste konsekvens fører til selskapers konkurser. I Norge stiger antallet konkurser som forventet i 3.kvartal 2008 (vedlegg 2b), noe som også er konsistent med definisjonen. ”Kollaps av finansielle institusjoner” finner vi sist i definisjonen, noe som vi her nøyer oss med å referere til konkursen til Lehman Brothers.

Den overnevnte argumentasjonen tilsier at vårt valg av Finanskrisens start bør ligge et sted i tredje kvartal i 2008. I tillegg til statistikk derivert av definisjonen i kapittel 2.3.1, støtter vi oss til andre statistiske variabler for å sirkle inn et mer nøyaktig tidspunkt. Et naturlig neste steg innen makroøkonomiske trender, er utviklingen i arbeidsledighet publisert av NAV (vedlegg 2c). Her ser vi en stigning fra juli 2007, noe som tilsier at enkelte norske selskaper følte konsekvensene av en internasjonal krise allerede før dette.

Videre gir tilstanden og utviklingen til norske børsnoterte selskaper i det aktuelle tidsrommet en indikasjon på når situasjonen ble forverret, og til dette har vi valgt å se på resultatgraden (figur 4.1.1c). Norske børsnoterte selskaper synes å få en kraftig knekk i tredje kvartal.

Figur 4.1.1c – *Resultatgrad norske børsnoterte selskaper (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010c)*



Dette støttes av statistikk for ordreserver for den norske industrien, som flater ut og synker kraftig rundt samme tidsrom (vedlegg 2d). Spesielt er eksportnæringen hardt rammet (vedlegg 2e), og ved å se på ordretilgangen både fra hjemmemarkedet og eksportmarkedet, er det tydelig at disse næringene var på en nedadgående trend som ble forsterket av Finanskrisen. Også her synes den største endringen i norsk industri å ha kommet i tredje kvartal.

Basert på internasjonale og nasjonale hendelser og trender, vil derfor denne utredningen ta utgangspunkt i **1. september 2008** som starten på Finanskrisen i Norge. Dette inkorporerer de forutgående hendelsene og trendene før den internasjonale kollapsen 15. september 2008, og tar i betraktning norsk makroøkonomi og næring spesielt.

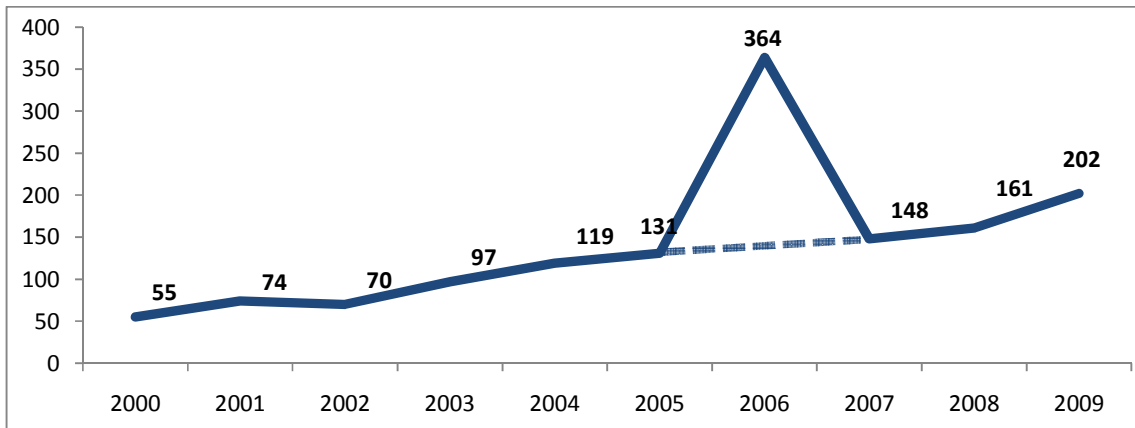
Lengden på observasjonsperioden og de to kontrollperiodene ble satt som et resultat av starttidspunktet for Finanskrisen, i tillegg til tilgjengeligheten i datagrunnlaget. Vi hadde tilgang til data om norske selskaper, gitt oss av SNF (Mjøs & Øksnes, 10.2009), frem til 31. desember 2008. Observasjonsperioden ble derfor satt til [01.09.08 → 31.12.09]. Det er naturlig å avslutte perioden ved slutten av året for å inkludere de transaksjonene som ble avsluttet før nyttår. Kontrollperiodene ble satt til samme antall måneder i de foregående årene; periode 1: [01.09.04 → 31.12.05] og periode 2: [01.09.06 → 31.12.07]. Vi valgte å bruke de samme månedene for ikke å få problemer med konjunktur- og sesongsvingninger.

4.1.2 Deskriptiv analyse

Før vi dykker ned i dataene ønsker vi å gi et oversiktsbilde av utviklingen innen fusjoner og oppkjøp fra årtusenskiftet frem til i dag. Dette danner en referanse og setter scenen for de analysene som blir presentert senere i oppgaven, da med hensyn på våre to hovedvariabler, relaterthet og gjeldsgrad. Den deskriptive analysen bruker aggregerte data og representerer en trendutvikling. Kapittelet er delt opp i tre deler – antall transaksjoner over tid, verdien på transaksjonene over tid og en analyse av mest aktive bransjer.

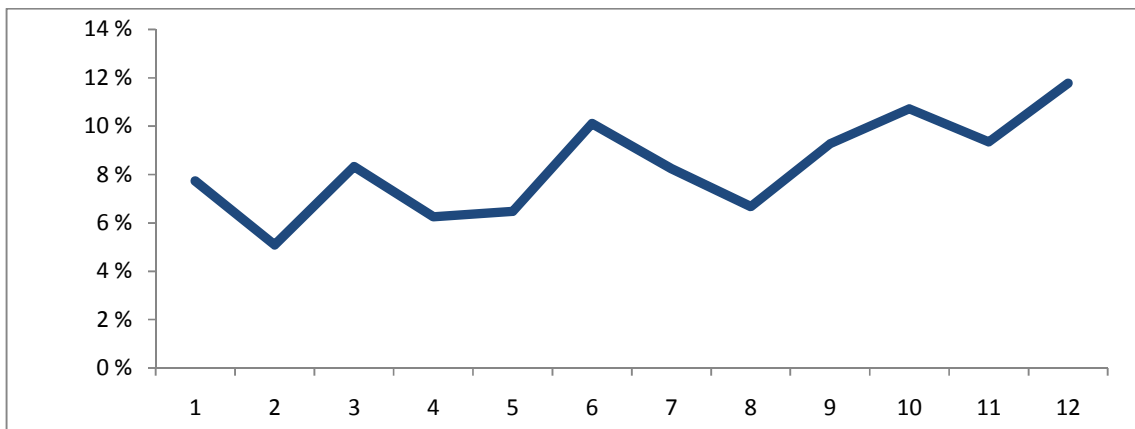
Antall transaksjoner over tid

Databasen vi har benyttet oss av, Zephyr, har sikre data tilbake til år 2000. Den deskriptive analysen vil derfor starte her, og gå frem til 31. desember 2009. Et naturlig utgangspunkt er å starte med å se på den årlige utviklingen i antall transaksjoner (figur 4.1.2a). Vi ser kun på transaksjoner der det forekommer skifte av eierskapskontroll.

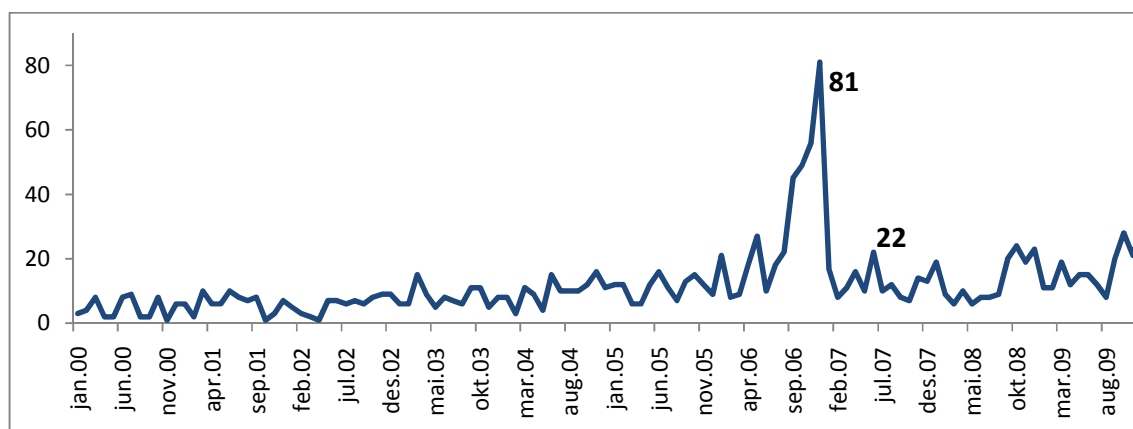
Figur 4.1.2a – Årlig utvikling i antall transaksjoner

Utviklingen i antall transaksjoner er nokså jevn, og ser man bort fra 2006 finner man en gjennomsnittlig årlig økning i antall transaksjoner fra år 2000 til i dag på rundt 18 prosent. Sett det siste tiåret under ett har antall transaksjoner steget med gjennomsnittlig 16 prosent per år. Det påfallende i dette tidsrommet er antall transaksjoner i 2006, med en økning på 178 prosent fra året før. Dette trendavviket diskuteres i detalj i kapittel 4.2.2 – Kontroll av transaksjonsnivået i periode 2 (periode 2 inkluderer rekordåret 2006).

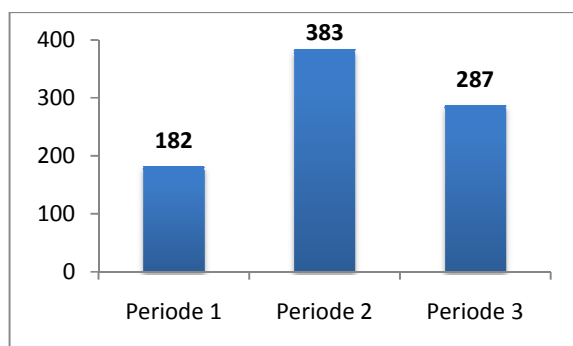
Fra å se på årlige, aggregerte data flyttet vi fokus til å se den gjennomsnittlige utviklingen fra måned til måned samlet for årene 2000-2009 (figur 4.1.2b).

Figur 4.1.2b - Antall transaksjoner per måned som andel av året (2000-2009)

Grafen viser en svak økning i antall transaksjoner utover året, med det største antallet mot slutten av året. Dette er rimelig å forvente basert på at vi observerer en konsistent veksttrend fra år til år – da vil også veksten kunne observeres innad i året. Neste naturlige steg er så å se på den månedlige utviklingen år for år, spesielt med tanke på avviket i 2006 (figur 4.1.2c).

Figur 4.1.2c – Månedlig utvikling i antall transaksjoner i perioden 2000 til 2009

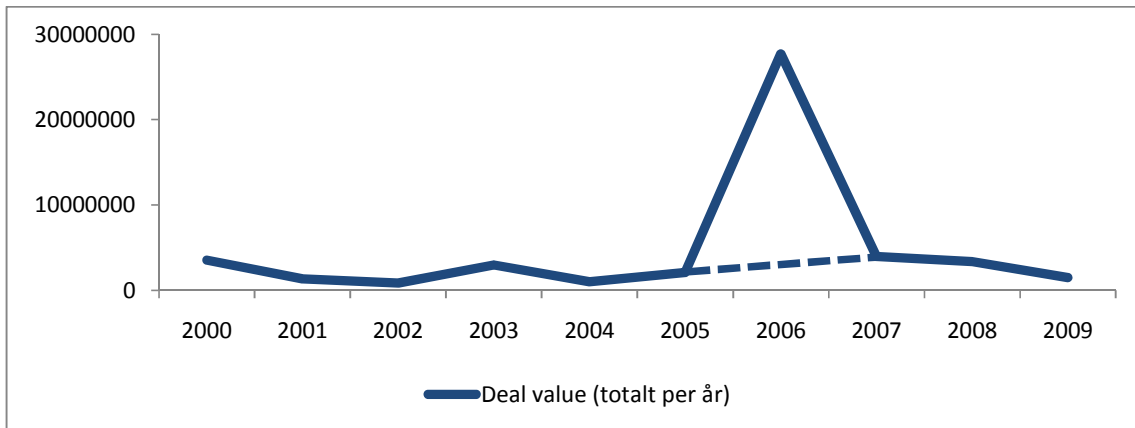
Utviklingen viser at flesteparten av transaksjonene i trendavviksåret 2006 falt mot slutten av året, noe som er i tråd med den gjennomsnittlige utviklingen. Ett av målene for en slik analyse er å sikre at vi har en forklaring på hvorfor den ene av kontrollperiodene vi har valgt inneholder et så stort antall transaksjoner (jfr. kapittel 4.2.2). Datasettet med valgte observasjons- og kontrollperioder, gir følgende utvikling mellom periodene (figur 4.1.2d).

Figur 4.1.2d – Periodemessig antall transaksjoner

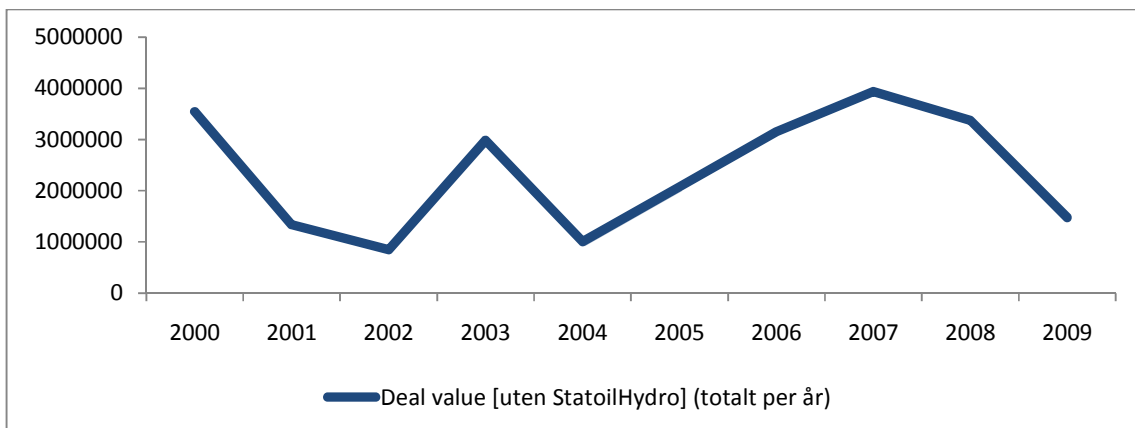
Med henvisning til utledningen om tidsperiodene over, synes utviklingen mellom den første og den siste perioden å være i tråd med den generelle utviklingen fra 2000 til 2009. Periode 2 inneholder rekordåret 2006, som forklarer det høye antallet transaksjoner i perioden.

Transaksjonsverdi over tid

Denne analysen er strukturert nokså likt som forrige analyse, og vil følgelig starte med en trendutvikling fra 2000 til 2009 (figur 4.1.2e). Tallene er basert på oppgitt transaksjonsverdi i databasen Zephyr, og omfatter den summen som kjøper av oppkjøpsobjektet betaler selger.

Figur 4.1.2e – Årlig total transaksjonsverdi fra 2000 til 2009 (Tall i tusen Euro)

De aggregerte årlige transaksjonsverdiene synes å være nokså stabile fra år til år. Dog er det også i dette datasettet et avvik, og i likhet med forrige analyse også her i 2006. For å undersøke årsakene til dette avviket, gikk vi gjennom datasettet på leting etter enkeltransaksjoner med spesielt store verdier. Resultatet var spesielt én transaksjon som i vesentlig grad skilte seg ut – Statoils oppkjøp av Hydro. Verdien på denne transaksjonen alene representerte 89 prosent av verdien på samtlige transaksjoner i 2006. Oppkjøpet gjorde at transaksjonsverdien dette ene året var over 11 ganger så høyt som årlig gjennomsnittlig transaksjonsverdi (der gjennomsnittsverdien ikke inkluderer oppkjøpet av Hydro). Hvis dette særegne oppkjøpet trekkes ut, vil de resterende transaksjonene se ut som i figur 4.1.2f.

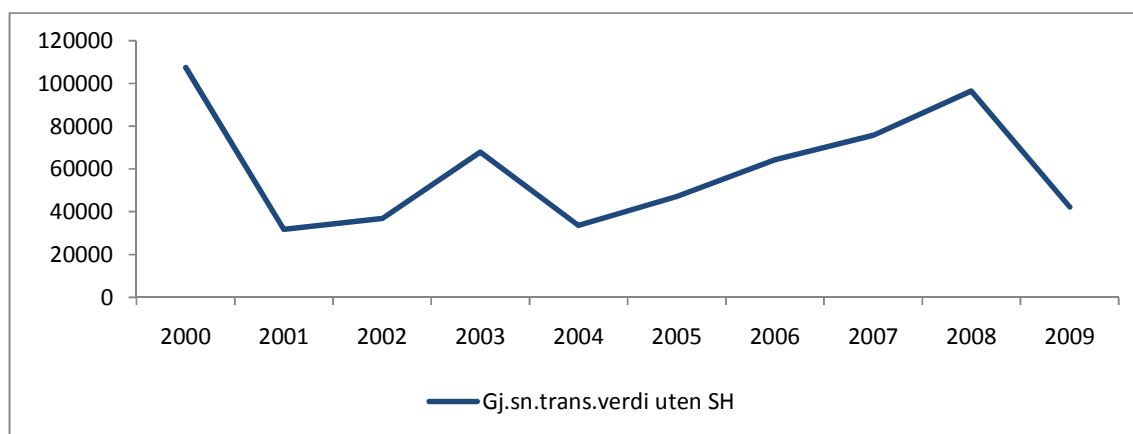
Figur 4.1.2f – Årlig total transaksjonsverdi fra 2000 til 2009 uten Statoils oppkjøp av Hydro (Tall i tusen Euro)

Transaksjonsverdiene varierer noe fra år til år, men ikke dramatisk. Kontrollerer vi dataene, finner vi at de største endringene i all hovedsak skyldes enkeltransaksjoner, på samme måte

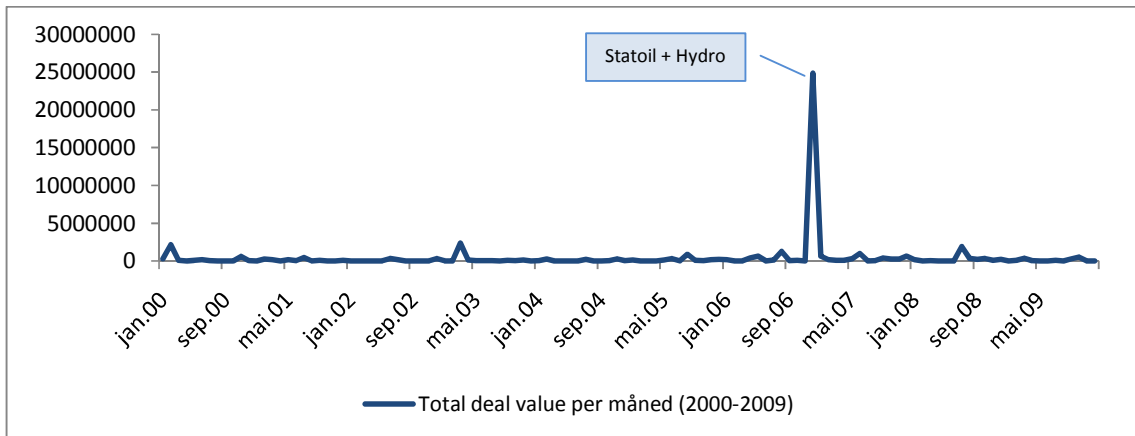
som Statoils oppkjøp påvirker dataene for 2006. Det er tydelig at det ikke foreligger en konsistent trend i denne sammenheng, og at transaksjonsverdien ikke er spesielt volatil. Det er viktig i denne sammenheng å nevne at transaksjonsverdien kun er oppgitt på under en tredjedel av transaksjonene vi studerer. Dog representerer verdiene vi har inkludert i datasettet hele populasjonen, gitt forutsetningen om at Zephyr er utfyllende.

Vi ser en nedgang i årlig transaksjonsverdi etter 2007. Samtidig vet vi at antall transaksjoner har steget i samme periode. Dette impliserer at den gjennomsnittlige transaksjonsverdien har falt. Figur 4.1.2g viser at summen betalt i hvert oppkjøp i gjennomsnitt falt drastisk etter IT-boblen sprakk, for så å gradvis stige til samme nivå som før krakket. Vendepunktet kom i 2008 (96390 t€), og falt videre ned til 2002-nivå når tidsserien slutter. Ser vi nærmere på den månedsvise utviklingen i 2008 ser vi at den negative utviklingen starter på slutten av året, men siden det er en del store enkelttransaksjoner er det ikke mulig å angi et eksakt tidspunkt. Antallet transaksjoner per periode med registrert transaksjonsverdi er lite, og gjennomsnittet er derfor en bedre indikator enn medianen.

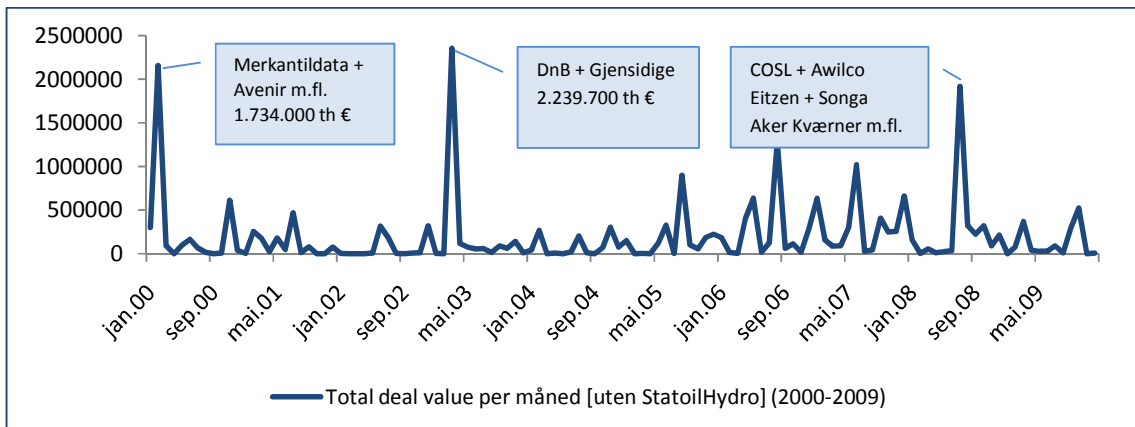
Figur 4.1.2g – Gjennomsnittlig transaksjonsverdi per år uten Statoils oppkjøp av Hydro (Tall i tusen Euro)



Går vi tilbake til å se på *total* transaksjonsverdi, kan vi også se på utviklingen per måned. Når perioden fra 2000 til 2009 sees under ett (månedlig), ser utviklingen ut som i figur 4.1.2h.

Figur 4.1.2h – Månedlig transaksjonsverdi fra 2000 til 2009 (Tall i tusen Euro)

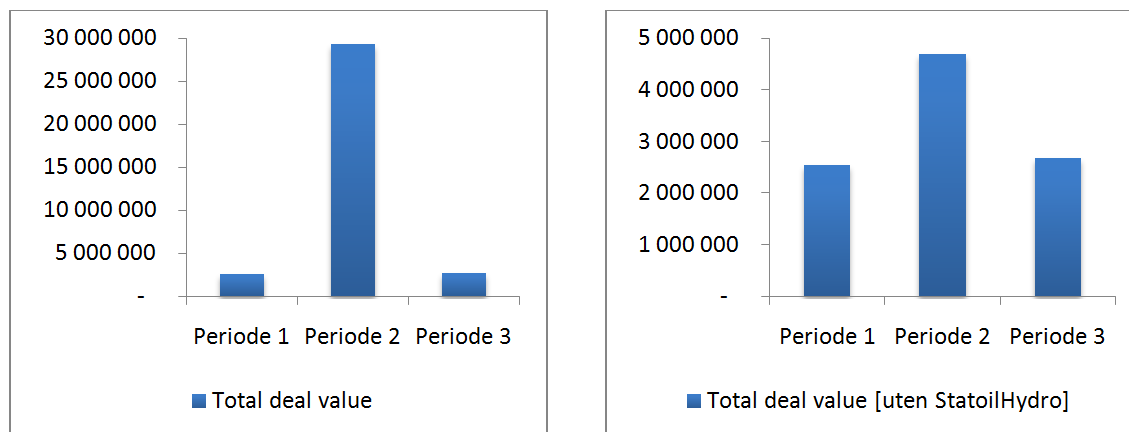
Som forventet, skiller Statoils oppkjøp seg ut i denne utviklingen. Hvis denne transaksjonen fjernes fra datasettet, får vi følgende utvikling (figur 4.1.2i).

Figur 4.1.2i – Månedlig transaksjonsverdi fra 2000 til 2009 uten Statoils oppkjøp av Hydro (Tall i tusen Euro)

Denne utviklingen har enkelte større hopp, og som nevnt tidligere skyldes også disse enkelttransaksjoner. I 2000 var Merkantildata + Avenir fremtredende, i 2003 var DnB + Gjensidige fremtredende, og i 2008 var Aker + Kværner blant de større transaksjonene.

Med de periodebegrensningene vi har valgt for denne utredningen, ser transaksjonsverdiene slik ut, med og uten Statoils kjøp av Hydro (figur 4.1.2j og k).

Figur 4.1.2 j og k – Periodemessig transaksjonsverdi (j) med og (k) uten Statoils oppkjøp av Hydro (Tall i tusen euro)



Periode 2 inkluderer som nevnt rekordåret 2006, noe som bidrar til å forklare den store forskjellen fra de to andre periodene. Også uten Statoils oppkjøp av Hydro er dog den totale transaksjonsverdien i periode 2 nesten det dobbelte av verdien i periode 1 og 3.

Analyse av mest aktive bransjer

I denne analysen vil vi fortsette å benytte de tre periodene vi har brukt i resten av analysen. Under følger en oversikt over de ulike periodenes hyppigst forekommende bransjer, både på kjøpersiden og på selgersiden. Prosentene i tabellene står for andelen av det totale antallet transaksjoner i den gjeldende perioden. I tabell 4.1.2a vises kjøpernes bransjetilhørighet på detaljert firesiffernivå, og i tabell 4.1.2b vises kjøpers bransjehyppighet på tosiffernivå. Sistnevnte plasserer de ulike bransjene på et noe mer aggregert nivå, men inneholder informasjon om bransjens plassering i næringskjeden. Dette for å kontrollere for om det er enkeltbransjer på firesiffernivå, eller bransjegruppen som helhet, som hyppig deltar i markedet for selskapskontroll. Tilsvarende viser tabell 4.1.2c og 4.1.2d selgers bransjehyppighet.

Tabell 4.1.2a – Hyppighet av kjøpers bransjekoder på firesiffer-nivå

	Periode 1	%	Periode 2	%	Periode 3	%
Bransje 1	5813 – Utg. av aviser	7,1	6499 – Annen finans.virks.	9,7	4711 – Butikkhandel	18,6
Bransje 2	6209 – IT-tjenester	5,9	4711 – Butikkhandel	8,6	6499 – Annen finans.virks.	10,0
Bransje 3	6499 – Annen finans.virks.	4,7	7112 – Teknisk konsulentvirks.	5,6	4778 – Annen butikkhandel	2,5
Bransje 4	5020 – Sjøfart	4,7	4778 – Annen butikkhandel	4,0	0321 – Aquakultur (hav og kyst)	2,1
Bransje 5	Private individer ol.	4,7	4773 – Apotek	3,8	7112 – Teknisk konsulentvirks.	2,1

Tabell 4.1.2b – Hyppighet av kjøpers bransjekoder på tosiffer-nivå

	Periode 1	%	Periode 2	%	Periode 3	%
Bransje 1	58 – Forlagsvirksomhet	13	47 – Butikkhandel	22	47 – Butikkhandel	23
Bransje 2	62 – IT-tjenester	12	64 – Finansieringsvirks.	11	64 – Finansieringsvirks.	13
Bransje 3	64 – Finansieringsvirks.	9	68 – Eiendomssalg og –drift	7	46 – Agentur- og engros	8
Bransje 4	46 – Agentur- og engros	7	71 – Arkitektvirks.	6	35 – El. – og vannforsyning	3
Bransje 5	47 – Butikkhandel	5	46 – Agentur- og engros	6	71 – Arkitektvirks.	3

Tabell 4.1.2c – Hyppighet av selgers bransjekoder på firesiffer-nivå

	Periode 1	%	Periode 2	%	Periode 3	%
Bransje 1	Private individer ol.	7,1	Private individer ol.	23	4711 – Butikkhandel	32
Bransje 2	5020 – Sjøfart	2,4	4711 – Butikkhandel	20	Private individer ol.	19
Bransje 3	5223 – Lufttransport	1,8	6499 – Annen finans.virks.	13	6499 – Annen finans.virks.	7,7
Bransje 4	5510 – Hotellvirks.	1,8	4778 – Annen butikkhandel	6,3	4671 – Drivstoff og brensel	3,8
Bransje 5	6190 – Telekomm.	1,8	0321 – Aquakultur (hav og kyst)	3,8	5020 – Sjøfart	3,8

Tabell 4.1.2d – Hyppighet av selgers bransjekoder på tosiffer-nivå

	Periode 1	%	Periode 2	%	Periode 3	%
Bransje 1	Private individer o.l.	7	47 – Butikkhandel	7	47 – Butikkhandel	12
Bransje 2	47 – Butikkhandel	3	64 – Finansieringsvirks.	4	64 – Finansieringsvirks.	6
Bransje 3	64 – Finansieringsvirks.	3	46 – Agentur- og engros	1	35 – El. – og vannforsyning	2
Bransje 4	62 – IT-tjenester	2	03 – Fiske, fangst og akvakultur	1	46 – Agentur- og engros	2
Bransje 5	50 – Sjøfart	2	50 – Sjøfart	1	84 – Offentlig administrasjon	1

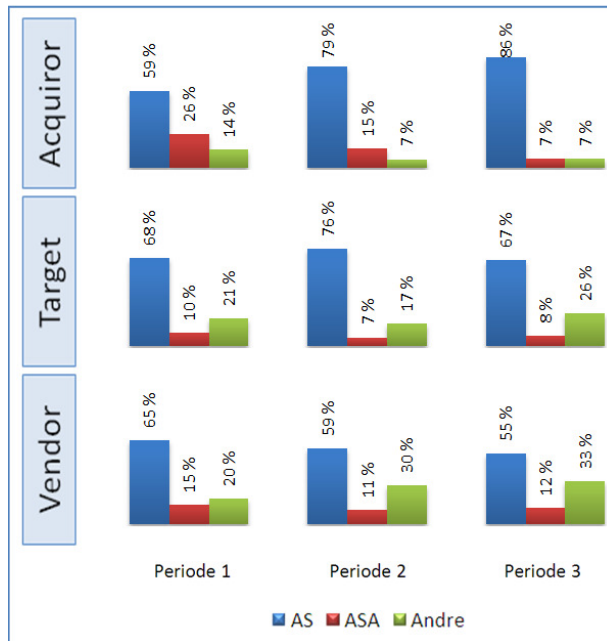
På kjøpersiden, firesiffernivå, er det en nokså jevn fordeling mellom bransjene i periode 1. Butikkhandel (4711) og finansieringsvirksomhet (6499) dominerer periode 2, med 18 prosent av oppkjøperne, og periode 3 med hele 29 prosent av oppkjøperne. Denne dominansen gjør seg også gjeldende på selgersiden (firesiffernivå), der de står for 33 prosent i periode 2 og 40 prosent i periode 3. Når bransjekodene aggregeres til tosiffernivå, blir de nevnte bransjers dominans stadfestet nok en gang. Siden disse er svært aktive både på kjøper- og selgesiden, kan dette tyde på at disse bransjene innenfor de aktuelle periodene gjennomfører relaterte transaksjoner, noe som blir studert senere (4.2). Aggregeringen til tosiffernivå er ment å kontrollere for særegenheter i datasettet, og bekrefte funnene på firesiffernivå. På kjøpersiden under periode 1 var for eksempel 5020 – Sjøfart svært aktiv, mens resten av sjøfartsbransjen ikke har vært spesielt involvert i markedet for selskapskontroll; på tosiffernivå forsvinner 50-gruppen fra de mest aktive bransjene.

Periode 1 inneholder flere av de samme bransjegruppene som i de andre periodene, men er dominert av andre typer virksomheter som forlagsvirksomhet og tjenester innen informasjonsteknologi. Nevnte periode daterer tilbake til 2003-2004, og disse bransjenes fremtreden kan være et resultat av restruktureringer etter krasjet i markedet for informasjonsteknologi i 2001.

4.1.3 Kontroll av datasettet

I tillegg til allerede nevnte undersøkelser, har vi kontrollert datasettet for gjennomgående trender og systematikk som kan bidra til å forklare de funnene vi har gjort. Et av spørsmålene som dukket opp under utforskning av dataene, var om det fantes systematiske forbindelser mellom selskapsform og transaksjonene som ble gjennomført. I likhet med undersøkelsene om bransjehyppighet, er også denne undersøkelsen begrenset til periode 1, 2 og 3. Da datasettet ikke inneholder en egen definert organisasjonsform, har vi benyttet siste del av selskapsnavnet for å indikere selskapsformen. Siden alle periodene står overfor de samme svakhetene med hensyn på dette, vil *utviklingen* mellom periodene være den samme. Likevel bør resultatene tolkes med en viss varsomhet. Figur 4.1.21 illustrerer funnene.

Figur 4.1.21 – Fordeling av selskapsform



Av denne kontrollen fant vi at aksjeselskap som selskapsform stiger marginalt jevnt på kjøpersiden, og synker tilsvarende marginalt på selgersiden. Almennaksjeselskap som selskapsform er nokså stabilt, mens kategorien "andre" er vanskeligere å si noe om. Basert på dette grunnlaget finner vi ingen grunn til å vektlegge selskapsform som forklaringsfaktor for de funnene vi har gjort, men poengterer at analysen har mangler og at senere forskning kan hente inn den eksakte selskapsformen og inkorporere denne variabelen i analysene.

4.2 Relaterthet

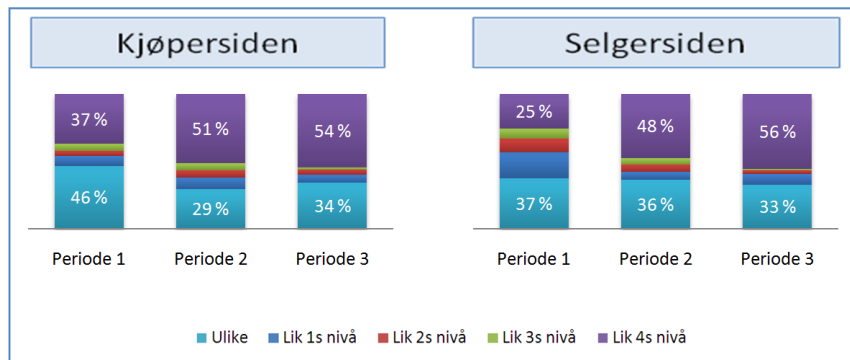
I kapittel 2 la vi frem en forventning om at Finanskrisen har akselerert fokuseringstrenden med opphav på 1980-tallet. Med datagrunnlaget for hånden søker denne utredningen å finne støtte for forventningen, og i dette kapitlet vil vi legge frem resultatene av de analysene vi har gjennomført med hensyn på relaterthet. I denne utredningen ligger store deler av forskningen i selve prosessen som vi har vært gjennom. Dette impliserer at vi legger frem resultatene i den rekkefølgen analysene ble gjennomført. Strukturen følger derfor en logisk fremstilling som samsvarer med en tidsmessig kronologisk oppbygging.

4.2.1 Relaterthetsanalyser

Som beskrevet i kapittel 3 har alle selskapene i en transaksjon minst én bransjekode – primærkoden – som beskriver hvilken hovedvirksomhet selskapet driver med. Øvrige bransjekoder som er knyttet til et selskap kalles sekundærkoder. Vi startet analysen med å ta for oss primærkodene til kjøper, oppkjøpsmål selger av oppkjøpsmålet. Siden datasettet ikke inneholder organisasjonsnummer, påførte vi hvert selskap i hver transaksjon sine respektive bransjekoder manuelt. Med dette på plass hadde vi nok data til å foreta innledende relaterthetsanalyser. Disse er gjort for kjøpersiden og selgersiden separat.

Primærkoder

På kjøpersiden sammenligner vi primærbransjekoden til oppkjøper med primærbransjekoden til oppkjøpsmålet, og på selgersiden sammenligner vi primærbransjekoden til selger med primærbransjekoden til oppkjøpsmålet. Resultatet av disse sammenligningene vil gi oss svar på om selskapene på henholdsvis kjøper- og selgersiden er relatert eller ikke. Dog ønsker vi ikke å begrense oss til kun å undersøke om selskapene er helt like på firesiffernivå eller ikke. For å danne oss et mer nyansert bilde, inkluderer vi også en analyse der vi kontrollerer om selskapene også er like på tresiffer-, tosiffer- og ensiffernivå. For selv om to selskaper ikke har lik firesifret bransjekode, kan de sågar være like på tresiffernivå – altså ha de samme tre sifrene i starten av bransjekoden – og dermed fortsatt bedriver relatert virksomhet. Vi vil i denne utredningen behandle selskaper med lik firesifret bransjekode som mer relaterte enn selskaper med bransjekoder lik på tresiffernivå, og begrepene ”like” og ”relaterte” i forhold til bransjekoder synonymt. I figur 4.2.1a og b fremstilles relatertheten i perioden for henholdsvis kjøper- og selgersiden.

Figur 4.2.1a og b – Fordeling av relaterthet på (a) kjøpersiden og (b) selgersiden

Kjøpersiden

Utviklingen er relativt klar og forteller oss at andelen oppkjøp der kjøpers og oppkjøpsmålets bransjekoder er helt like stiger mellom periodene, fra 37 prosent i periode 1 til 54 prosent i periode 3. Denne relativt store endringen er konsistent med vår forventning fra kapittel 2 om en økning i andelen relaterte oppkjøp. På samme måte er utviklingen i andelen helt urelaterte oppkjøp i tråd med hva vi forventet, nemlig negativ; her fra 46 til 34 prosent. Andelen selskaper som er mindre relaterte enn på firesiffernivå forholder seg nokså stabil mellom periodene. I denne innledende analysen på kjøpersiden finner vi med andre ord støtte for vår opprinnelige forventning om at Finanskrisen har akselerert en fokuseringstrend, spesielt med henblikk på at endringen er nokså stor fra periode 1 til periode 3. Fra periode 2 til 3 er endringen mindre fremtredende.

Selgersiden

Figuren viser at andelen transaksjoner der selger og oppkjøpsmål har helt ulike bransjekoder forholder seg nokså stabil mellom periodene. Dog finner vi at andelen helt relaterte salg stiger dramatisk med hele 30 prosent mellom periodene, og vel inn i Finanskrisens tidsrom. Denne kraftige økningen går på bekostning av de salgene der partene er mindre relaterte enn på firesiffernivå, da denne andelen reduseres fra 38 til 12 prosent. Til forskjell fra kjøpersiden er dette motstridende med vår forventning om en fokuseringstrend, og overraskende som sådan.

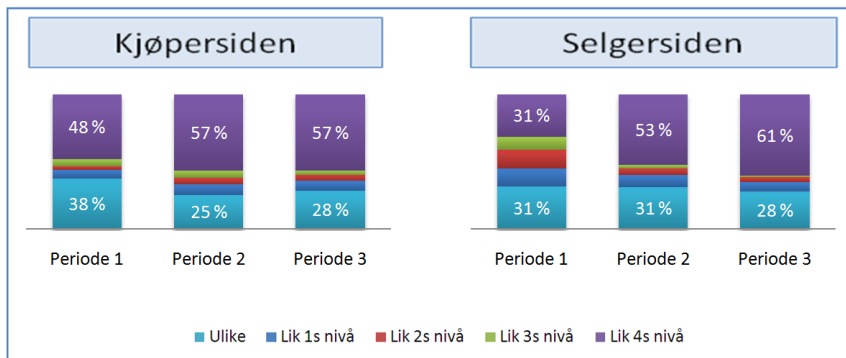
Primærkoder og sekundærkoder

Etter de innledende undersøkelsene der vi sammenlignet primærkodene med hverandre, ønsket vi å gå et steg videre ved også å inkludere kjøpernes og selgernes *sekundærkoder*. Ved å inkludere disse bransjekodene vil vi kunne se om det finnes kjøpende og selgende selskaper som ikke hadde likheter i bransjekodene til oppkjøpsmålet ved bruk av kun primærkodene,

men som faktisk er relaterte ved bruk av sekundærkodene deres. Dette øker verdien til både datasettet og analysene. Enkelte selskaper har i henhold til Zephyr virksomhet innen mange ulike bransjer, som for eksempel Aker ASA med sine åtte sekundærkoder.

På tross av en beslutning om å bruke sekundærkodene til kjøpende og selgende bedrift vil vi for oppkjøpsmålet fortsette å bruke primærkoden alene. Grunnen er at vi kun er interessert i å måle relatertheten ved å se på den *nærmeste beslektede virksomheten* til kjøper og selger sammenlignet med kjernevirksomheten til oppkjøpsmålet, og primærkoden er egnet som beskrivelse av denne. Resultatet av denne beslutningen blir at vi sammenligner primærkoden til oppkjøpsmålet med den av bransjekodene hos kjøper eller selger som er mest relatert – enten primærkoden eller sekundærkodene. Vi finner med andre ord den korteste relaterthetsdistansen mellom selskapene i transaksjonen. Den grafiske fremstillingen av analysen på kjøper- og selgersiden finnes i figur 4.2.1c og d.

Figur 4.2.1c og d – Fordeling av relaterthet på (c) kjøpersiden og (d) selgersiden, inkludert sekundærkoder



Kjøpersiden

Som forventet øker andelen helt relaterte kjøp fra graf figur 4.2.1a til 4.2.1c, siden bruk av sekundærkodene bidrar til å nyansere bildet av virksomhetsområdene til kjøper. Andelen urelaterte kjøp synker med tilsvarende, noe som er i tråd med forventningene. De midterste kategoriene bestående av mindre relaterte oppkjøp er nokså uendret. Selv om det forekommer endringer innad i periodene, er utviklingen mellom periodene den samme som før, og konklusjonene forblir uendret. Endringen mellom periode 2 og 3 er også her liten.

Selgersiden

På samme måte som på kjøpersiden, bidrar selgers sekundærkoder til å gi et mer presist bilde av relatertheten mellom selger og oppkjøpsmål. Også her øker andelen helt relaterte salg, men

på selgersiden synes økningen å gå på bekostning av de mindre relaterte transaksjonene fremfor de helt urelaterte. Andelen helt relaterte salg doubles fra periode 1 til 3. Andelen urelaterte salg forblir mer eller mindre konstant. Igjen taler disse funnene mot forventningen om at andelen relaterte salg ville reduseres.

Bruk av karakterer som mål på relaterthet

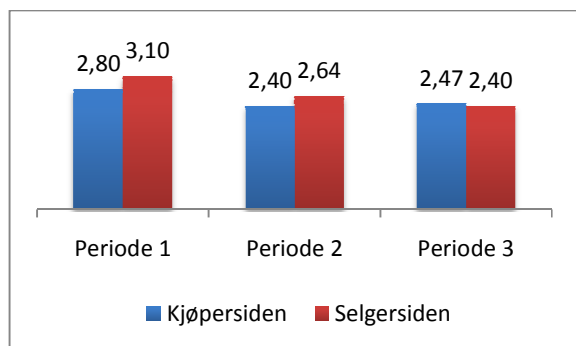
For enkelt å kunne holde orden på gradene av relaterthet mellom to selskaper, valgte vi å benytte en skala med verdier som forteller i hvilken grad selskapene er relaterte (tabell 4.2.1).

Tabell 4.2.1 – Skala på grad av relaterthet

Relaterthet	Karakter
Ulike	5
Like på 1-siffernivå	4
Like på 2-siffernivå	3
Like på 3-siffernivå	2
Like	1

På lik linje med analysene over benytter vi oss av den minste avstanden mellom selskapene på henholdsvis kjøper- og selgersiden. Dette innebærer at vi bruker den laveste karakteren på relaterthet som vi finner mellom selskapene. Når vi bruker denne karakterskalaen finner vi at utviklingen mellom periodene både på kjøper- og selgersiden i gjennomsnitt er negativ (figur 4.2.1e). Med negativ mener vi her at tallene synker, altså økende relaterthet.

Figur 4.2.1e – Gjennomsnittlig karakter på relaterthet



4.2.2 Kontroll av transaksjonsnivået i periode 2

Periode 2 har som nevnt tidligere et uvanlig stort antall transaksjoner sammenlignet med de andre periodene, og vi har derfor valgt å undersøke denne perioden mer i detalj. Med figur 4.1.2c friskt i minne, vet vi at majoriteten av de mange transaksjonene i 2006 falt mot slutten

av året. I kapittel 4.1.1 definerer vi periode 2 fra 01.september 2006 til 31.desember 2007, noe som betyr at det trendavvikende antallet transaksjoner faller i begynnelsen av periode 2. Vi ønsket en forklaring på hvorfor denne perioden har så mange transaksjoner, og startet med å se på typen bransjer som var involvert i transaksjonene. Hvis vi isolerer de fire første månedene i periode 2, altså de fire siste månedene i 2006, finner vi følgende bransjer blant de fem mest hyppige oppkjøperne (tabell 4.2.2a). Procentsatsene står for andelen av periodens totale antall transaksjoner.

Tabell 4.2.2a – *Hyppighet av kjøpers bransjekoder de siste fire mnd. av 2006, firesiffernivå*

Bransje 1	4711 – Butikkhandel	14 %
Bransje 2	6499 – Annen finansieringsvirksomhet	10 %
Bransje 3	4773 – Apotek	6 %
Bransje 4	6832 – Eiendomsforvaltning	5 %
Bransje 5	4778 – Annen butikkhandel	4 %

Disse bransjene representerer en fjerdedel (91 stykker) av det totale antall transaksjoner i hele periode 2. Uten disse er antallet transaksjoner 292 i periode 2, noe som fortsatt er en dramatisk økning fra periode 1, og perioden som helhet fortsetter å skille seg ut. Et alternativ er å forsøke å lokalisere de transaksjonene i periode 2 som gjør den ulik de to andre periodene, eliminere dem, og fortsette å bruke periode 2 som kontrollperiode.

Et naturlig sted å starte er å se hvorvidt sammensetningen av transaksjoner i de fire siste månedene i 2006 påvirket relaterthetsanalysen i den ene eller andre retningen. For å holde undersøkelsen enkel, så vi kun på transaksjoner med karakteren 1 (helt like) eller 5 (ulike) i hele periode 2. Vi fjernet deretter suksessivt én og én transaksjon som inneholdt selskaper innenfor de fem mest hyppige bransjene fra utvalget for å se hvordan effekten ble på periode 2 sammenlignet med den opprinnelige sammensetningen i periode 2.

Kjøpersiden

Under følger en oversikt over utviklingen i periode 2 på kjøpersiden (tabell 4.2.2b) med forklaring (tabell 4.2.2c).

Av oversikten kan vi lese at antallet helt relaterte oppkjøp med karakteren 1 i periode 2 synker desto flere av disse fem bransjene vi fjerner, foruten 6499 – Annen finansieringsvirksomhet. Dette betyr at majoriteten av de bransjene som dominerer transaksjoner mot slutten av 2006, er helt relaterte av natur. Den største reduksjonen i relaterte oppkjøp finner vi ved å fjerne transaksjoner med oppkjøper innen bransjekode 4711 - Butikkhandel.

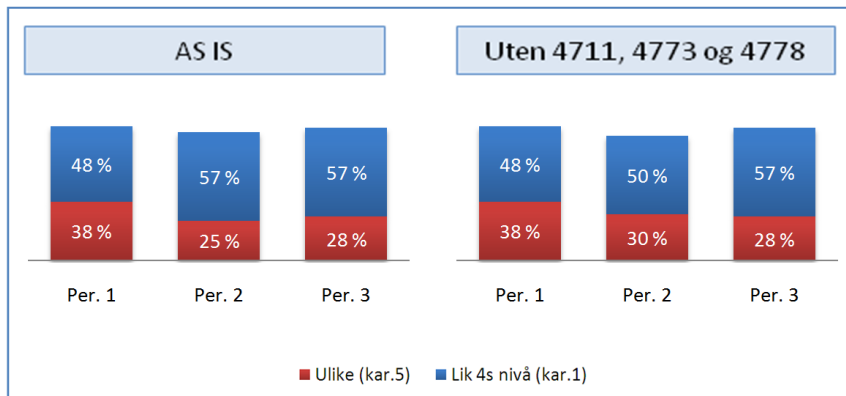
Tabell 4.2.2b – Andelen like og ulike oppkjøp ved fjerning av transaksjoner i periode 2

	As is	Uten A	Uten B	Uten C	Uten D	Uten E
Like (4-siffernivå)	57 %	53 %	51 %	50 %	52 %	50 %
Ulike	25 %	28 %	29 %	30 %	29 %	30 %

Tabell 4.2.2c – Forklaring til bokstaver i tabell 4.2.2b og d

A	4711 (32 stk)
B	4711, 4773 (32+14=46 stk)
C	4711, 4773, 4778 (32+14+10=56 stk)
D	4711, 4773, 4778, 6499 (32+14+10+24=80 stk)
E	4711, 4773, 4778, 6499, 6832 (32+14+10+24+11=91 stk)

Oppkjøpene innen de fem største bransjene er nesten utelukkende relaterte på firesiffernivå, noe som påvirker datasettet slik vi ser effektene av i denne analysen. Siden effekten av å fjerne kjøpere med bransjekodene 6499 og 6832 ikke ser ut til å bety noe særlig for sammensetningen av transaksjoner, vil vi fortsette med kun å fjerne de tre bransjene 4711, 4773 og 4778 (figur 4.2.2a og b). Aggregert for hele periode 2, og sammenlignet med periode 1 og 3, ser forskjellen slik ut (kun periode 2 er endret i fremstillingen):

Figur 4.2.2a og b – Relaterte og urelaterte kjøp(a) med og (b) uten bransjekodene 4711, 4773 og 4778 (Kjøpersiden, periode 1 og 3 uforandret)

Som forventet er det tydelig ut fra denne sammenligningen at andelen relaterte oppkjøp synker ved å fjerne de nevnte transaksjonene, og andelen urelaterte oppkjøp stiger. Grunnen til dette er at de nesten alle transaksjonene i 47-serien er helt relaterte. Fra relaterthetsanalysene tidligere så vi at endringen fra periode 2 til 3 var liten, og funnene i figur 4.2.2b kan bidra til å forklare nettopp dette. Figuren indikerer at det faktisk er en økning i relaterthet fra periode 2 til under Finanskrisen, og jevner ut trendutviklingen vi forventet.

Selgersiden

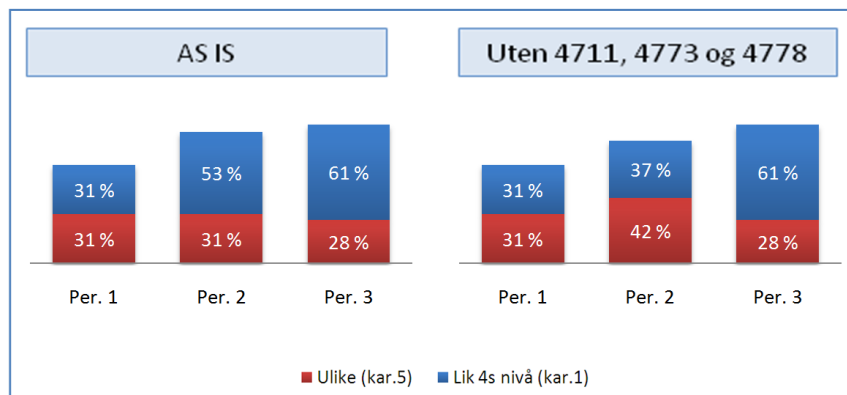
Tilsvarende oversikt som tabell 4.2.2b, finner vi for selgersiden (tabell 4.2.2d).

Tabell 4.2.2d – *Andelen like og ulike salg ved fjerning av transaksjoner i periode 2*

	As is	Uten A	Uten B	Uten C	Uten D	Uten E
Like (4-siffernivå)	53 %	41 %	39 %	37 %	37 %	37 %
Ulike	31 %	39 %	40 %	42 %	41 %	41 %

Også på selgersiden er det transaksjoner med bransjekoder 4711, 4773 og 4778 som har den største effekten på relaterhetsanalysen, og også her er forskjellen fra en urørt sammensetning i periode 2 relativt stor. Andelen helt relaterte salg reduseres, mens andelen urelaterte salg stiger tilsvarende. En aggregert oversikt (figur 4.2.2c og d) gir et bilde av forskjellen mellom periodene ved utelukkelse av disse transaksjonene.

Figur 4.2.2c og d – *Relaterte og urelaterte salg (c) med og (d) uten bransjekodene 4711, 4773 og 4778 (Selgersiden – periode 1 og 3 uforandret)*



I motsetning til på kjøpersiden gjør ikke dette at trendutviklingen jevnes ut. Det virker som om utviklingen mellom periodene blir mer ujevn sammenlignet med "as is".

Konklusjon for transaksjonsnivået i periode 2

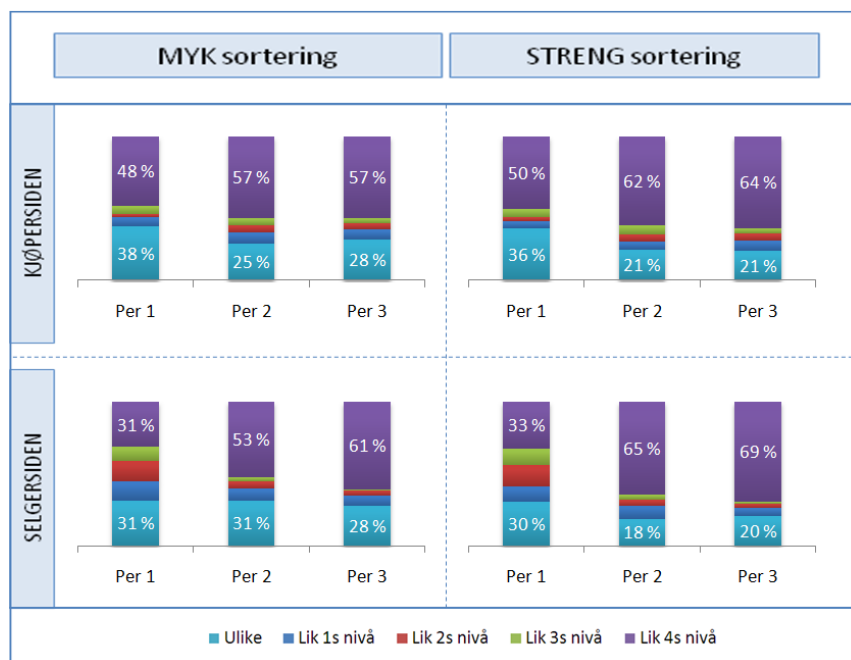
Vi erkjenner at det er et unormalt høyt transaksjonsnivå i denne perioden. Alternativet skissert over som innebærer å fjerne enkelttransaksjoner, viste seg å gi jevnere utvikling på kjøpersiden, men ikke på selgersiden. På bakgrunn av dette isolert, bør vi ikke fjerne disse transaksjonene. Dog har vi en annen, prinsipiell grunn til at vi ikke ønsker å fjerne enkelttransaksjoner. Vi har hele populasjonen i datasettet vårt – alle transaksjonene i Norge innenfor gitte tidsrom. Vi ønsker ikke å miste dette privilegiet ved å manipulere

datagrunnlaget vårt, og mener at en utjevning av utviklingen på kjøpersiden ikke rettferdiggjør det å selektivt fjerne data. I tillegg ønsker vi å opprettholde reliabiliteten og validiteten i oppgaven. Vi står derfor overfor følgende valg; beholde periode 2 intakt som kontrollperiode eller forkaste perioden i sin helhet. Dette valget vil bli utdypet i kapittel 5 der vi søker forklaringer på hvorfor 2006 var et spesielt egnet år å gjennomføre transaksjoner i. I det følgende velger vi å beholde periode 2 som kontrollperiode, men er oppmerksom på irregularetene dette innebærer.

4.2.3 Kontroll av finansielle transaksjoner

Den neste kontrollen sjekket om finansiell virksomhet skapte et skjevt inntrykk av fordelingen av transaksjoner. Under behandlingen av datamaterialet, som tabell 4.1.2a, b, c og d refererer til, fant vi at mange transaksjoner innebærer at minst en av partene bedriver finansiell virksomhet (6499). Bekymringen knyttet til dette, var at disse transaksjonene ikke innebærer et faktisk skifte av kontrollrettigheter fra en part til en annen, men kun er finansielle av natur. Et eksempel på en slik transaksjon; Aker Capital AS kjøpte 01.april 2009 Aker DOF Deepwater AS av Aker Solutions AS. Aker Capital AS har 6499 som sin primære bransjekode, og det er lite trolig at kontrollrettighetene før og etter dette oppkjøpet omfatter dramatiske endringer internt i Aker-systemet. Bekymringen er at disse "uekte" transaksjonene skaper en skjevhet i datagrunnlaget som gjør at feil konklusjoner trekkes.

Vi var på bakgrunn av dette interessert i å undersøke hva som skjer med datasettet når disse transaksjonene fjernes – om det snur trendutviklingen på selgersiden og gjør den i tråd med opprinnelige forventninger, eller om det ikke har noen effekt i det hele tatt. Vi vurderte flere metoder i denne sammenheng, mye fordi vi ikke ønsket å fjerne transaksjoner hvor kontrollrettighetene faktisk skiftet hender. Vi endte opp med en modell der vi fjernet alle transaksjoner som inneholdt 64xx, dvs. hvor de to første sifrene var 64, klassifisert som finansieringsvirksomhet. Denne analysen kaller vi "streng" sortering, mens det urørte datasettet kalles "myk" sortering (figur 4.2.3a og b). Vi gjør oppmerksom på at vi her filtrerer i alle tre periodene, ikke lenger bare periode 2.

Figur 4.2.3a og b – Relaterthet etter (a) myk og (b) streng metode for kjøper- og selgersiden

Kjøpersiden

Som det fremkommer av denne grafen er periode 1 nokså upåvirket av overgangen fra myk til streng sortering. Periode 2 og 3 er derimot mer påvirket, i den forstand at andelen helt relaterte oppkjøp øker, og dette på bekostning av urelaterte oppkjøp der andelen synker. Dog er denne endringen oppad begrenset til 7 prosentpoeng.

Selgersiden

Også på selgersiden synes periode 1 å være nokså upåvirket av overgangen, mens periode 2 og 3 gjennomgår større endringer. Igjen er det andelen helt relaterte oppkjøp som stiger, mens andelen urelaterte oppkjøp reduseres. På selgersiden er omfanget av endringen noe større, oppad begrenset til 12 prosentpoeng. Dette kan ha sammenheng med at det er vesentlig færre i utvalget på selgersiden enn på kjøpersiden, fordi ikke alle salgsobjektene har en tidligere juridisk eier. Videre kan årsaken være at de finansielle aktørene for det meste bedriver urelaterte oppkjøp sett ut fra bransjekodene.

Konklusjon for finansielle transaksjoner

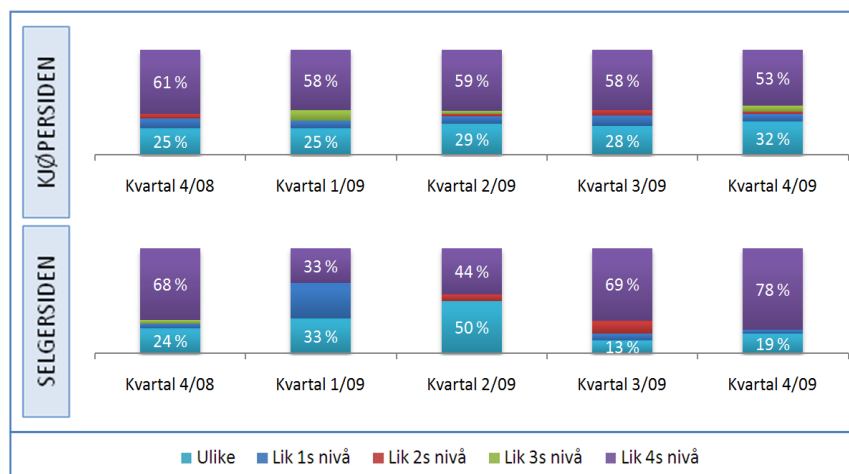
I denne utredningen er vi opptatt av endringene mellom periodene for å kunne se etter utviklingstrekk og trender. Det er også slik at vi har gjort denne kontrollen på alle tre periodene samtidig, noe som gjør at den relative endringen mellom periodene forblir nokså

stabil. Dette er også tydelig i resultatene av kontrollen, der det viser seg at overgangen fra myk til streng sortering ikke har ført til systematiske forskjeller i utviklingen mellom periodene (kun størrelsen på effektene). Vi ønsker også i størst mulig grad å utelukke menneskelige vurderinger som kan føre til feil ved å beholde datagrunnlaget som det opprinnelig var. I denne sammenheng er det vanskelig å vurdere hvilke av transaksjonene som fører til skifte av eierskapskontroll, og hvilke som kan kalles ”uekte” av finansiell art. Dette i tillegg til at bransjekodene kan være misvisende, og vi kan med det risikere å fjerne ”ekte” transaksjoner. Vi står også sterkt ved argumentet om at vi i det lengste vil unngå å manipulere datagrunnlaget vårt selv om dette gjør funnene mer i tråd med våre forventninger. På bakgrunn av dette velger vi å beholde alle transaksjoner i datagrunnlaget.

4.2.4 Kontroll av periode 3

Periodene vi har valgt spenner over en relativt lang tidsperiode, og kan med det innebefatte store endringer. Spesielt med tanke på Finanskrisens ettervirkninger kan endringer skje på kort tid, noe som også kan gi utslag i transaksjoner vi studerer. Med en interesse for når Finanskrisen hadde en effekt på markedet for selskapskontroll, ønsket vi å dele opp periode 3 i kortere perioder. En slik analyse vil ikke bare avdekke om krisen slo til med en gang, eller senere, men også avdekke hvorvidt Norge som nasjon er truffet. Vi besluttet å dele periode 3 opp kvartalsvis, og vil med det ende opp med fem kvartal. Dette innebar at den første måneden i perioden blir utelatt fra analysen, da fjerde kvartal i 2008 starter 1. oktober. Under følger den grafiske fremstillingen av relatertheten i en kvartalsvis oppdeling av periode 3.

Figur 4.2.4a og b – Relaterthet i kvartalsvis oppdeling i periode 3 for kjøper- og selgersiden



Kjøpersiden

Med hensyn på den relative endringen i andelen relaterte og urelaterte kjøp mellom kvartalene, er denne nokså beskjeden. Dette kan indikere at Finanskrisen ikke har rukket å ha noen effekt på kjøpersiden innen grensene til periode 3, eller at effektene kommer senere.

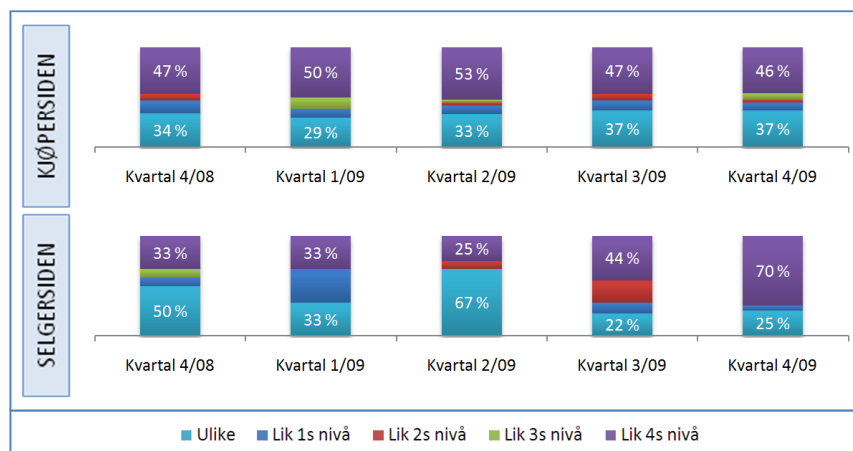
Selgersiden

Utviklingen på selgersiden ser ut til å svinge mer enn på kjøpersiden. I denne sammenheng er det viktig å presisere at utvalget er svært lite (ned til 12 transaksjoner per kvartal), så resultatene av denne analysen må tolkes varsomt. Disse svingningene kan sågar skyldes tilfeldigheter som noe annet. Det er ikke alle oppkjøpsmaal som har en tidligere registrert eier, og derfor vil ikke alle transaksjonene inneholde en *vendor* (selger).

Periode 3 uten 4711 – Butikkhandel

Som i kapittel 4.2.2, ønsket vi også i denne analysen å se hvilken effekt transaksjoner med bransjekode 4711 – Butikkhandel har på perioden som helhet. Bakgrunnen er at det i periode 1 ikke er noen transaksjoner med denne bransjekoden, mens det i periode 2 og 3 er svært mange. Disse transaksjonene er som vi husker svært relaterte av natur. Vi ville se om det var mulig å gjøre sammenligningen mellom disse periodene bedre ved å fjerne transaksjoner som inneholdt 4711 fra periode 3. Den samme handlingen er gjort for periode 2 under kapittel 4.2.2, og vi kan derfor se om det endrer datagrunnlaget og utviklingen mellom periodene på en slik måte at bransjegruppen bør utelukkes fra datasettet (figur 4.2.4c og d).

Figur 4.2.4c og d – *Relaterthet ved kvartalsvis oppdeling i periode 3 for (c) kjøpersiden og (d) selgersiden uten 4711*



Kjøpersiden

I samtlige kvartaler er andelen helt urelaterte oppkjøp nå høyere enn andelen helt relaterte oppkjøp sammenlignet med 4.2.4a etter at 4711 er fjernet. Dette er samme effekt som i 4.2.2 for periode 2, og har samme begrunnelse i at disse transaksjonene er svært relaterte av natur.

Selgersiden

I de kvartalene der det forekommer endringer, er det samme endringer som for kjøpersiden – andelen urelaterte salg stiger på bekostning av andelen relaterte salg. I første kvartal i 2009 er det kun 12 transaksjoner, og ingen av disse inkluderer butikkhandel, derfor ingen endring i sammensetningen. Endringen er markant i siste kvartal 2009, men vi minner om lite utvalg.

Konklusjon for periode 3

På kjøpersiden synes ikke relatertheten å ha endret seg innad i periode 3, da utviklingen mellom kvartalene er forholdsvis jevn. På selgersiden er det større svingninger, men det er ingen konsistent trend som kan bidra til å forklare tidsforløpet av Finanskrisens innslag i markedet. På bakgrunn av dette kan vi ikke si å ha økt forståelse av hendelsesforløpet i markedet for selskapskontroll etter en kvartalsvis oppdeling av periode 3. Videre ser vi heller ikke at en fjerning av bransjegruppen 4711 i periode 2 og 3 har noen effekt på trendutviklingen *mellom* periodene, og vi velger derfor å beholde bransjegruppen i datasettet.

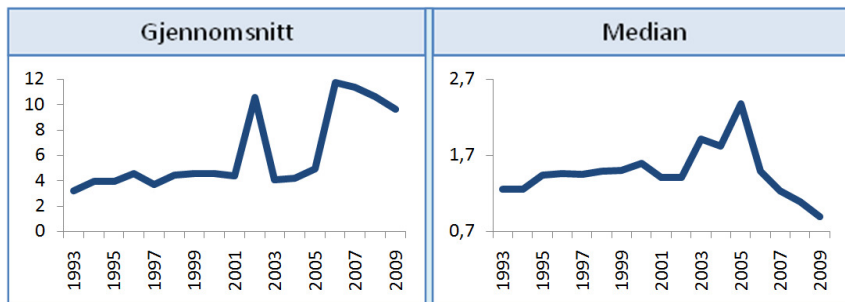
4.3 Soliditet

Vi har i kapittel 2 omtalt kapitalstruktur, og under dette kapitlet behandlet soliditet som begrep. Videre la vi frem en redegjørelse for bruk av gjeldsgrad som mål på soliditet, og vi vil på bakgrunn av dette behandle soliditet og gjeldsgrad synonymt i den videre analysen. Vi forventer at gjeldsgraden til kjøpende bedrifter har blitt svekket, men at de er mindre truffet av krisen enn resten av næringslivet. På den andre siden forventes selgende bedrifter å være hardt truffet av Finanskrisen, og ha en markant svakere gjeldsgrad enn kjøperne. Som i forrige kapittel vil utredningen også i dette kapitlet legge frem resultatene i den rekkefølgen analysene ble gjennomført for å sikre best mulig flyt i fremstillingen. Vi vil begynne med en deskriptiv analyse av utviklingen i gjeldsgraden til norske selskaper fra 1993 til 2009 (4.3.1). Videre legger vi frem en innledende analyse (4.3.2), før vi analyserer videre går vi gjennom en del forutsetninger (4.3.3) og legger analysen frem på nytt (4.3.4). Avslutningsvis foretar vi en bransjespesifikk soliditetsanalyse (4.3.5).

4.3.1 Deskriptiv gjeldsgradsanalyse

Fra SNF fikk vi tilgang på data om samtlige norske bedrifter med rapporteringsplikt for perioden 1992 til 2008, og ved hjelp av dataprogrammet Stata hentet vi nøkkelinformasjon som vi kunne bruke i denne analysen. I første omgang ønsket vi å skaffe oss en aggregert oversikt over datagrunnlaget, og utviklingen som sådan, i perioden 1993-2009. Her er det viktig å presisere at vi benytter oss av inngående gjeldsgrad. Dette innebærer at datagrunnlaget strekker seg fra 1992 til 2008, men vi tolker dette som inngående gjeldsgrad for perioden 1993 til 2009. Grunnen til at vi bruker inngående gjeldsgrad også videre i analysen er fordi vi ønsker å måle gjeldsgraden til et selskap *før* transaksjonen gjennomføres. Hadde vi brukt gjeldsgraden i det aktuelle året, ville denne også fanget opp selve handelen og ikke vært brukbar i denne sammenheng. Vi har benyttet både gjennomsnitt og median for å gi et bilde av trendutviklingen i den aktuelle perioden (figur 4.3.1a og b).

Figur 4.3.1a og b – Gjeldsgrad fra 1993-2009 i (a) gjennomsnitt og (b) median

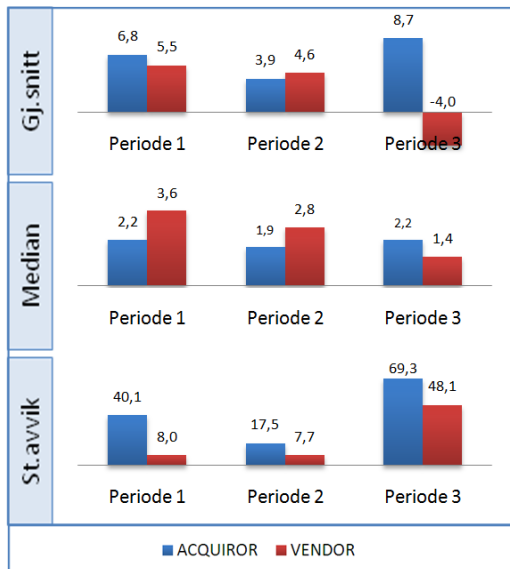


Figur 4.3.1a taler et tydelig språk med hensyn til IT-krakket i 2001. Inngående gjeldsgrad for 2002 viser en kraftig økning fra året før, der gjeldsgrad stiger fra 4,37 til 10,57. Dog fungerer medianen i dette tilfellet som en god referansesjekk. Ser vi på utviklingen i samme periode, er det ingen utslag i medianen, noe som forteller oss at svingningen i gjennomsnittlig gjeldsgrad skyldes ekstremverdier. Dette kan man tenke seg at skyldes enkelte bransjer – som eksempelvis IT-sektoren. Som vi ser i inngående gjeldsgrad for 2006, stiger gjennomsnittet til over det dobbelte mens medianen synker. Dette tyder, som under IT-krakket, på at det er enkelte industrier som belåner kraftig og at dette gir utslag på gjennomsnittet. Riktignok har majoriteten av selskapene en relativt lav gjeldsgrad, og medianen forteller oss at selskapene de senere årene i økende grad har finansiert driften med egenkapital. Dette strider mot det litteraturen forteller oss i kapittel 2 hvor vi fant at gjeldsgraden har steget etter Modigliani & Millers proposisjoner ble publisert.

4.3.2 Innledende gjeldsgradsanalyse

For å koble dataene fra Zephyr med gjeldsgraden til selskapene involvert i transaksjonene, brukte vi søkesiden Proff Forvalt og førte manuelt inn de gjeldende gjeldsgradene for hvert selskap – vi mangler som sagt organisasjonsnummer og kunne derfor ikke importere disse soliditetstallene. Også her benyttet vi inngående gjeldsgrad (figur 4.3.2a, b og c).

Figur 4.3.2a, b og c – Gjeldsgrad i (a) gjennomsnitt, (b) median og (c) standardavvik i periode 1, 2 og 3



I henhold til forventningene skulle vi ha sett en økning i selgers gjeldsgrad fra periode 1 og 2 til periode 3 og en flat/positiv utvikling i kjøpers gjeldsgrad. I realiteten ser vi motsatt utvikling på selgersiden, idet det ser ut som om selger får vesentlig bedre økonomi, både ved bruk av gjennomsnitt og median. Fra periode 1 til 3 faller selgernes median gjeldsgrad med hele 61 prosent. Kjøpersiden ser ut til å følge forventning, ved at det er en svak økning i gjeldsgrad både ved å se på gjennomsnitt og median. Fra både figurene 4.3.1a/b og 4.3.2a/b ser vi en stor forskjell i resultater mellom gjennomsnitt og median, der det er tydelig at gjennomsnittstallene er farget av ekstremverdier. Det er for eksempel lite trolig at selgerne i gjennomsnitt har en gjeldsgrad på -4. Dette er et resultat av ekstremverdier som forstyrrer dataene. Medianen bekrefter dette ved å gi et mer edruelig bilde. I tillegg er standardavviket som måler spredningen på dataene generelt høyt på både kjøper- og selgersiden, og varierer kraftig mellom periodene. I periode 3 kan dette indikere at noen selskaper og bransjer er spesielt hardt rammet av krisen. Vi velger med disse resultatene for hånden å gjennomgå en del forutsetninger for å være sikker på å kunne bruke dataene i den videre analysen.

4.3.3 Forutsetninger for gjeldsgradsanalysen

Finansielle transaksjoner

I kapittel 4.2.3 argumenterte vi for og mot å inkludere finansielle transaksjoner i datagrunnlaget. Konklusjonen ble at vi beholder datasettet som det opprinnelig var, inkludert finansielle transaksjoner. Denne "myke" sorteringen vil også gjelde her.

Unike selskaper

En annen utfordring vi stod overfor i datasettet, var at enkelte selskaper var involvert i flere handler innen hver periode. Dette representerer en utfordring da enkeltelskaper med multiple handler vil ha en relativt større innflytelse på gjennomsnittet og medianen enn selskaper som kun er involvert i én handel. For eksempel er ICA Detalj AS involvert i 20 ulike handler med en gjeldsgrad på 33,9. Dette er en høy gjeldsgrad, og vil ha stor påvirkning hvis den telles 20 ganger. Siden vi i dette tilfellet er interessert i gjeldsgraden til de unike selskapene, og ikke gjeldsgraden til transaksjonene som sådan, konkluderer vi derfor med at det mest korrekte vil være å benytte gjeldsgraden til hvert unike selskap, slik at selskapenes gjeldsgrad kun blir telt én gang dersom selskapet har gjort flere transaksjoner innenfor samme år.

Negativ gjeldsgrad

I denne utredningen kategoriserer vi gjeldsgrad slik at en gjeldsgrad lik null signaliserer den "sunneste" økonomien, og jo høyere gjeldsgrad et selskap har, desto mer "usunn" blir økonomien. Det vi kategoriserer som den aller mest usunne økonomien, er selskaper med negativ gjeldsgrad. Negativ gjeldsgrad "*...inntreffer når verdien av eiendelene blir mindre enn gjelden (balanseperspektiv), alternativt at akkumulert underskudd overstiger innskutt egenkapital (resultatperspektiv). Hele egenkapitalen er tapt og også deler av gjelden*" (Sættem, 11.02.2010). Det vil si at selskaper med negativ gjeldsgrad representerer et problem i datasettet. Grunnen er at selskaper med negativ gjeldsgrad trekker både gjennomsnittet og medianen mot en sunnere økonomi, mens det i virkeligheten bør trekke i motsatt retning. Det er mangel på linearitet i soliditetsvariabelen. Prinsipielt ønsker vi derfor å utelate selskaper med negativ gjeldsgrad, men vi vil først undersøke omfanget av å gjøre dette.

I periode 1 finner vi tre transaksjoner der en av partene har negativ inngående gjeldsgrad. Dette representerer 1,6 prosent av alle transaksjonene. Tilsvarende finner vi for periode 2 ti

transaksjoner (2,6 prosent) og for siste periode 17 transaksjoner (5,9 prosent). I periode 1 og 2 er andelen transaksjoner med negativ gjeldsgrad forsvinnende liten. For periode 3 er andelen noe høyere, som kan bety at selskapene i denne perioden fikk føle effekten av Finanskrisen ved at de har mistet mye av egenkapitalen. Hvis vi ser alle periodene under ett, finner vi at 3,5 prosent av transaksjonene inneholder selskaper med negativ gjeldsgrad. Vi finner ingen systematiske forskjeller blant disse selskapene sammenlignet med de øvrige selskapene.

På bakgrunn av det faktum at andelen transaksjoner med negativ gjeldsgrad er liten, konkluderer vi med at det er forsvarlig og fornuftig å utelukke disse transaksjonene fra datasettet.

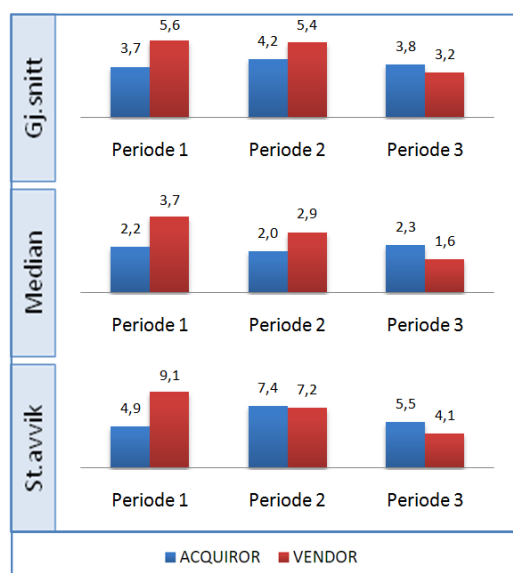
Utelatte ekstremverdier

Enkelte selskaper har ekstreme verdier for gjeldsgrad. Eksempelvis har selskapet Plastretur AS i periode 1 en gjeldsgrad på 440,8. Siden formelen for gjeldsgrad har egenkapital i nevneren, kan en slik ekstrem gjeldsgrad oppstå hvis et selskap enten har svært lite egenkapital eller svært mye gjeld. Heldigvis gjelder ikke dette mange selskaper; blant kjøperne i periode 1, 2 og 3 er det henholdsvis en, fire og tilfeller. På selgersiden er det henholdsvis fire, ingen og to. Siden disse verdiene har stor påvirkning på gjennomsnittet, vil vi videre trekke disse verdiene ut av datagrunnlaget.

4.3.4 Gjeldsgradsanalyser med gitte forutsetninger

Ny gjeldsgradsanalyse

På bakgrunn av de gitte forutsetningene fra delkapitlet over, har vi utarbeidet en ny gjeldsgradsanalyse som gir et mer korrekt bilde av hvordan utviklingen mellom periodene har vært, og således kan tolkes mer korrekt.

Figur 4.3.4a, b og c – ”Ny” gjeldsgrad i (a) gjennomsnitt, (b) median og (c) standardavvik

Som forventet, er gjennomsnittsanalysen nå mer konservativ og spredningen vesentlig lavere enn i første analysen. De forutsetningene som er tatt synes å ha gjort gjennomsnittet og medianen mer like av utseende, selv om verdiene i gjennomsnittsanalysen har høyere verdi enn tilsvarende analyse av medianen. I likhet med tidligere analyser er det viktig å presisere at vi er interesserte i utviklingen *mellom* periodene for å kunne si noe om eventuelle trender og utviklingstrekk. I denne nye, mer raffinerte analysen ser utviklingen mellom periodene på kjøpersiden å være den samme – nokså stabil. På selgersiden er utviklingen relativt klar, og fortsatt mot vår opprinnelige forventning. Det synes fortsatt som om selgende selskaper får bedre økonomi ved at deres gjeldsgrad falt med 43 prosent målt i gjennomsnitt og 57 prosent målt med median fra periode 1 til perioden under Finanskrisen. Spredningen er i alle periodene relativt moderat, og fallende, siden ekstremverdiene er skilt ut. Vi hadde forventet at spredningen under Finanskrisen ville være større enn før, noe som dataene avkrefter. Det er også verdt å merke seg at medianen forholder seg stabil selv etter gitte forutsetninger er tatt hensyn til. Dette gjør medianen til et mer egnet mål fremfor gjennomsnittet. Bruk av medianen gjør også at vi ikke behøver å ta forutsetninger som reduserer datagrunnlaget. Vi vil dog fortsette med å benytte både medianen og gjennomsnittet i de videre analysene, men vil være oppmerksomme på at gjennomsnittet må tolkes varsomt. Standardavviket vil fortsette å gi en indikasjon på spredningen i datasettet.

Bruk av ”bolker”

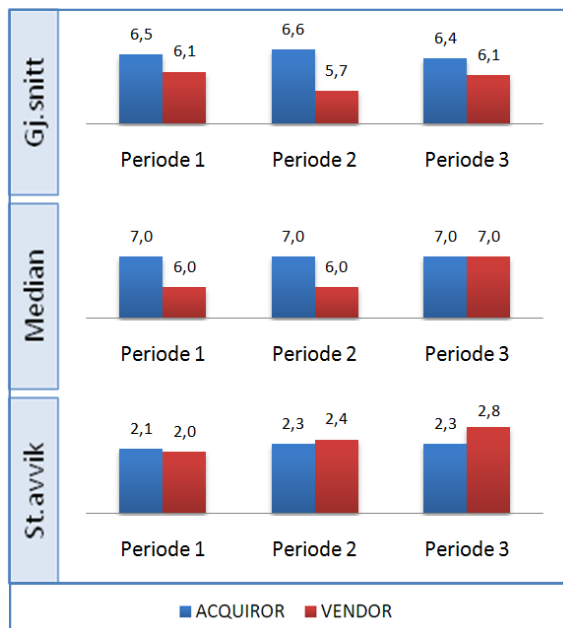
Vi erkjenner at vi i forrige kapittel utelot transaksjoner der selskapene har negativ gjeldsgrad eller ekstreme verdier, og at dette strider mot prinsippet om å beholde rikdommen i datasettet. Vi ønsker derfor å utføre en analyse der vi inkluderer også disse verdiene. Til denne jobben har vi behov for en form for kategorisering av gjeldsgraden til hvert selskap. Vi velger derfor å benytte oss av en inndeling i ”bins”, som på godt norsk kalles ”bolker”. Datasettet blir innenfor hver periode oppdelt i bolker, definert på bakgrunn av samtlige norske selskapers gjeldsgrad i 2003 tatt fra databasen til SNF. Oppdelingen foregår slik at en tiendedel av alle selskapene havner i hver av de ti bolkene. Det er viktig å presisere at vi her bruker selskapsformene AS og ASA, som står for over 96 prosent av norske selskaper i 2003 (jfr. kapittel 3.3). Vi bruker 2003 som referanseår fordi det er relativt nøytralt for alle periodene. Selv om gjeldsgraden i 2003 er inngående gjeldsgrad for 2004, og periode 1 inneholder fire måneder fra 2004, mener vi effekten av dette er liten. I tillegg ønsker vi å ha et referanseår som er upåvirket av IT-krakket i 2001. Vi velger å gi høyest karakter til de med best gjeldsgrad, altså at de med gjeldsgrad 0 får karakteren 10, mens de med dårligst gjeldsgrad får karakteren 1. Videre sorterer vi slik at selskaper med negativ gjeldsgrad faller i den dårligste gruppen, og jo høyere negativ gjeldsgrad desto dårligere karakter. Under følger en oversikt over grensene for hver bolke, basert på 2003-tallene (tabell 4.3.4).

Tabell 4.3.4 – Grenser og inndeling i bolker

Score	Intervall
10	$0 \leq x < 0,16$
9	$0,16 \leq x < 0,76$
8	$0,76 \leq x < 1,57$
7	$1,57 \leq x < 2,63$
6	$2,63 \leq x < 4,10$
5	$4,10 \leq x < 6,38$
4	$6,38 \leq x < 8,94$
3	$8,94 \leq x < 20,70$
2	$20,70 \leq x < +\infty$ [OR] $\mp 2,40 < x < 0$ (Her krysser vi null og får to ulikheter å ta hensyn til.)
1	$\mp \infty \leq x < \mp 2,40$

Vi starter analyseringen med å gjenta de to foregående analysene med utgangspunkt i inndelingen i bolker (figur 4.3.4d, e og f).

Figur 4.3.4d, e og f – Gjeldsgrad i bolker målt i (d) gjennomsnitt, (e) median og (f) standardavvik (høyere score impliserer bedre soliditet)

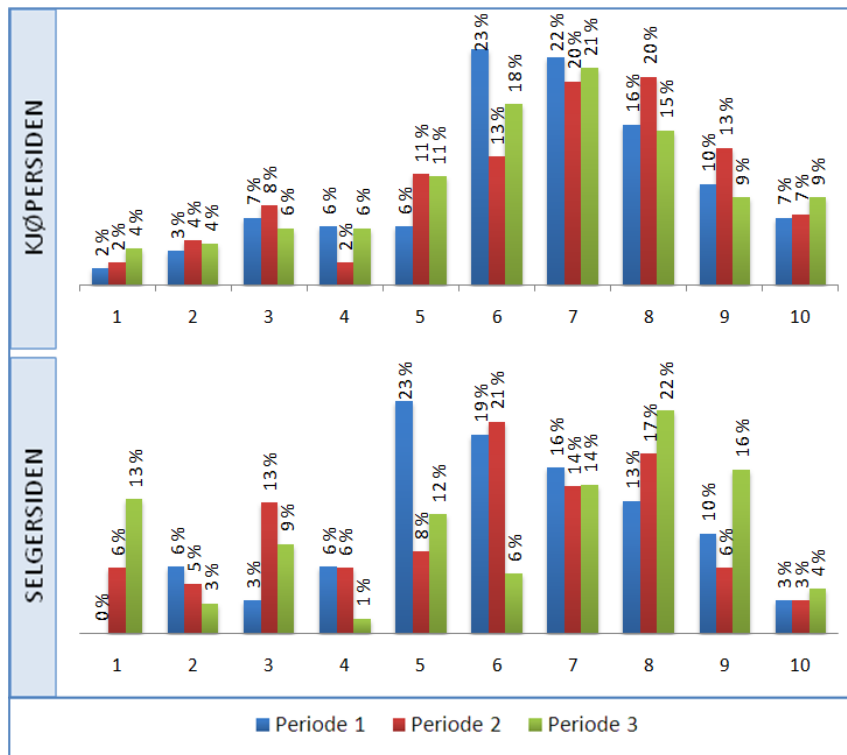


I likhet med de foregående analysene synes kjøpersiden å være stabil mellom periodene. Denne analysen gir samme utfall på selgersiden som det de tidligere analysene har gjort ved at gjeldsgraden ser ut til å bli bedret fra periode 1 til 3. Dog holder den seg på relativt samme nivå, med kun én enhets økning i medianen i periode 3. Basert på gjennomsnittet synes det ikke som om det er noen klar tendens i utviklingen på selgersiden.

En annen måte å bruke inndelingen på, er å studere utviklingen mellom periodene *innenfor hver bolke* for å se om fordelingen i de ulike bolkene endrer seg over tid (figur 4.3.4g og h).

Kjøpersiden

Her er det flere effekter som kommer til syne. For det første har selskapene i periode 1, 2 og 3 generelt bedre gjeldsgrader enn samtlige norske selskaper i 2003, da det er bolke fem til ni som har verdier over referansen på 10 prosent. For det andre er utviklingen mellom periodene preget av nokså jevn utvikling fra periode 1 til 3, mens periode 2 synes å skille seg ut – i begge retninger. Dersom selskapene var likt fordelt som resten av den norske populasjonen ville det være 10 prosent i hver bolke, men vi ser her en tydelig høyrevridd dominans mot bedre soliditet.

Figur 4.3.4g og h – Gjeldsgradsutvikling innen hver bolke for (g) kjøper- og (h) selgersiden

Selgersiden

Først og fremst er det viktig å poengtere at det på selgersiden er relativt lite utvalg, da et allerede lite utvalg blir fordelt på ti bolker. Det synes på selgersiden å være en større spredning mellom bolkene enn på kjøpersiden. Utviklingen mellom periodene ser ut til å være mer tilfeldig. Fra periode 3 er det en økning i andel transaksjoner som inkluderer selskaper med karakter 1, 3 og 8, og en reduksjon i karakterene 5 og 6 spesielt. Dog er det vanskelig å si noe om utviklingen hos populasjonen aggregert på bakgrunn av denne analysen.

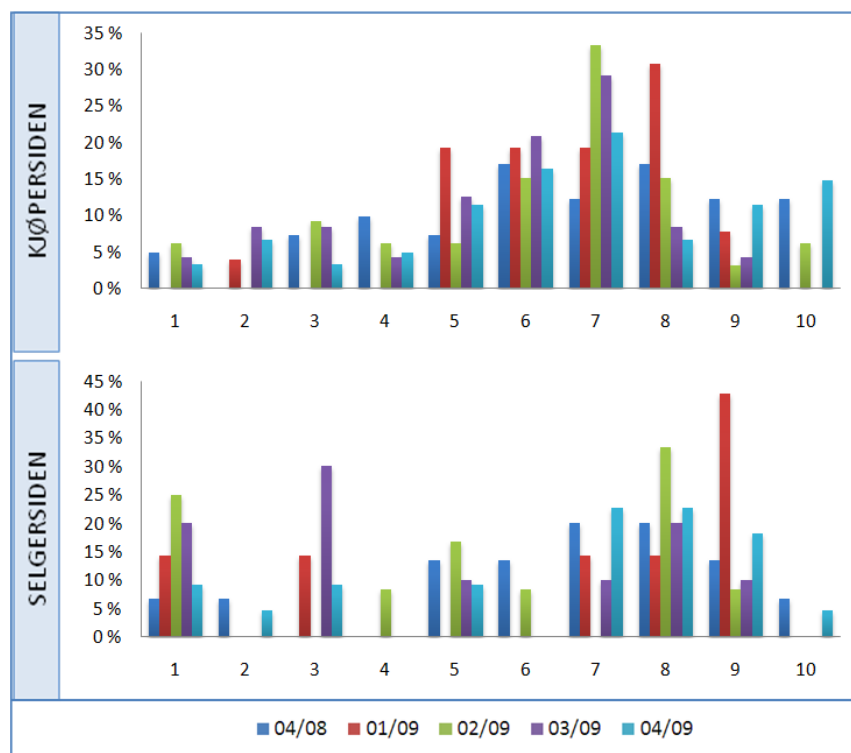
Kvartalsvis gjeldsgrad

På lik linje som i kapittel 4.2.4 der vi delte opp periode 3 i fem kvartaler, ønsker vi å gjenta analysen, men denne gang med hensyn på utviklingen i gjeldsgrad mellom kvartalene. Vi startet med å gjøre dette med hensyn på de aggregerte dataene (vedlegg 2f). Denne analysen bygger på unike transaksjoner og inkluderer finansielle transaksjoner, ekstreme verdier så vel som transaksjoner som inkluderer selskaper med negativ gjeldsgrad. Vi gjør oppmerksom på at de inngående gjeldsgradene fortsatt er de samme da dette regnskapstallet rapporteres årlig, men at transaksjonene er delt inn i kvartalet de ble gjennomført. På kjøpersiden viser

medianen at gjeldsgraden forholder seg stabil mellom kvartalene. Selgersiden er igjen preget av et svært lite utvalg selv om det representerer hele populasjonen. Dog viser også her medianen en nokså konstant og god gjeldsgrad mellom kvartalene. Videre tok vi utgangspunkt i gjeldsgradsbolkene de ulike selskapene havnet i, og så på utviklingen fra kvartal til kvartal (vedlegg 2g). Kjøpersiden forblir også her stabil, mens selgersiden varierer mer. Allikevel er selgende selskaper i nokså like bolker hvis vi sammenligner siste kvartal i 2008 med siste kvartal i 2009 – nemlig bolk 7 som signaliserer en relativt god soliditet.

Med nevnte argumentasjon som basis, ønsker vi i denne delen å rette oppmerksomheten mot figur 4.3.4i og j. Disse figurene samsvarer med figurene 4.3.4g og h, bortsett fra at vi her ser utviklingen mellom kvartalene i periode 3.

Figur 4.3.4i og j – Kvartalsvis gjeldsgradsutvikling i hver bolk, (i) kjøper- og (j) selgersiden



Kvartalsvis oppdelt, bolker – Kjøpersiden

Vi minnes at utgangspunktet fra datasettet i 2003 er 10 prosent i hver bolk. Her er det en nokså klar tendens mot at kjøpende selskaper faller i bolker med bedre gjeldsgrad – i alle kvartalene. Det forteller oss at kjøpende selskaper har en bedre gjeldsgrad enn norske selskaper generelt, basert på sammenligningen med året 2003. Utviklingen mellom kvartalene sier lite om hvorvidt hardt rammede selskapene handlet tidlig/sent under Finanskrisen.

Kvartalsvis oppdelt, bolker – Selgersiden

På selgersiden er igjen utvalget lite, noe som er tydelig ut fra denne figuren. Det er en svak tendens til det samme som på kjøpersiden, nemlig at også selgende selskaper i perioden under Finanskrisen har bedre økonomi i kraft av bedre gjeldsgrad enn norske selskaper generelt i 2003. Utviklingen mellom kvartalene er vanskelig å si noe om basert på denne fremstillingen.

4.3.5 Bransjespesifikk soliditetsanalyse

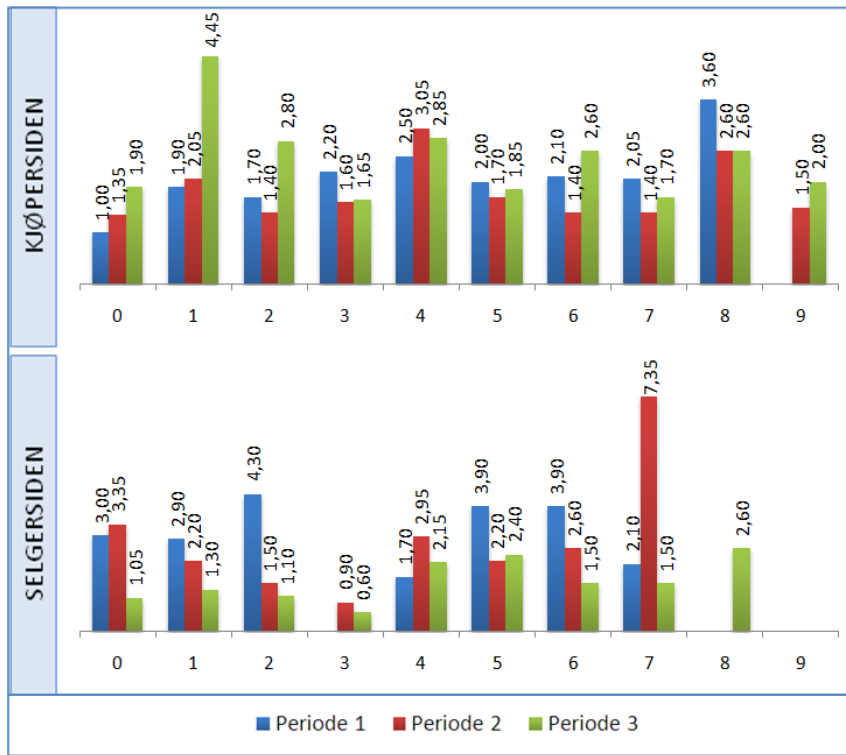
Vi har nå kontrollert om det er variasjoner i gjeldsgrad mellom periodene, og innen periode 3. Vi vil nå gå fra et overordnet nivå som omfavner alle selskaper i populasjonen, ned til et mer detaljert nivå som deler populasjonen inn i bransjer. Dette gjør vi fordi vi ønsker å undersøke om ulike bransjer er truffet forskjellig av Finanskrisen, avhengig av hvilken del av næringskjeden de tilhører. Med referanse til kapittel 4.1.1 er eksportnæringen spesielt hardt truffet av krisen, da spesielt med henblikk på ordretilgang og ordreserver. Dette er et eksempel på forhold som vi ønsker å avdekke med denne analysen.

Bransjeinndelingen i NACE systemet á 2007 er svært omfattende hvis vi skal bruke denne på firesifret nivå, i tillegg til at utvalget i enkelte grupper blir svært små. For å bruke inndelingen fornuftig har vi valgt å dele inn bransjene på ensifret nivå. En slik kategorisering deler hovedtypene virksomhet fra hverandre, som råvareutvinning, industri og tjenesteyting, og er med det på et relativt aggregert nivå. Likevel vil vi kunne se om det er ulikheter mellom forskjellige deler av næringskjeden, samt utviklingen innen hver bransjegruppe. Som mål brukes median, da den er mindre sensitiv for ekstreme og negative verdier. Vi gjør oppmerksom på at x-aksen nå indikerer ensifret bransjetilhørighet (figur 4.3.5a og b).

Kjøpersiden

Endringene fra periode 1 til periode 3 ser som forventet ut til å være moderat, i likhet med gjeldsgradsanalysene etter forutsetningene, illustrert i figur 4.3.4b. Forskjellen mellom ulike næringskoder ser heller ikke ut til å være store, muligens med unntak av kategori 1 i periode 3. Denne kategorien innebefatter industri, herunder produksjon, og det er med referanse til kapittel 4.1, og vedlegg 2e spesielt, ikke overraskende at denne bransjegruppen lider under høyere gjeldsgrad enn resten av populasjonen under Finanskrisen.

Figur 4.3.5a og b – Median gjeldsgrad per ensifret bransjegruppe for (a) kjøpersiden og (b) selgersiden



Selgersiden

Også i denne analysen lider selgersiden av et lite utvalg. Dog er det relativt klart at de fleste næringene har en fallende gjeldsgrad, enkelte med opptil 75 prosent. Denne reduksjonen er i tråd med det vi fant i kapittel 4.3.4, og som vises i figur 4.3.4b. Det store utslaget i periode 2 for kategori 7 – tjenesteyting, er grunnet et utvalg på kun to selskaper, og må derfor tolkes varsomt. På selgersiden kommer industrien og primærnæringene relativt bedre ut.

4.4 Bransjenøytral soliditetsanalyse

I litteraturen om kapitalstruktur så vi at ulike bransjer er ulikt finansiert, slik at gjeldsgraden varierer med bransjetilhørighet. En naturlig kritikk av analysene gjort hittil, er derfor at bransjesammensetningen i ulike tidsperioder endrer seg. Siden de tre periodene vi har brukt ikke består av identiske utvalg med hensyn på bransjetilhørighet, blir de gjennomførte analysene derfor ikke fullt ut generaliserbare til andre perioder eller andre lignende kriser. Vi ønsker derfor å vaske ut slike forskjeller slik at analysene ikke er farget av bransjeulikheter. Resultatene av analysen vil styrke utredningen som helhet.

For å gjøre soliditetsanalysen bransjenøytral, var vi nødt til å gå systematisk til verks. Vi startet med å ta utgangspunkt i gjeldsgraden til et selskap i populasjonen vår. La oss kalle dette selskapet x , og gjeldsgraden til selskapet $GG(x)$. På dette tidspunkt er $GG(x)$ farget av gjeldsgraden til bransjen (b) selskapet tilhører. La oss kalle bransjens gjeldsgrad $GG(b)$. For å fjerne de bransjemessige effektene som bransje b har hatt på gjeldsgraden til selskap x , trakk vi simpelthen bransjens *median* gjeldsgrad fra selskap x sin gjeldsgrad og fikk en bransjenøytral gjeldsgrad for selskap x , her kalt $GG(bnx)$:

$$[GG(x) - GG(b) = GG(bnx)]$$

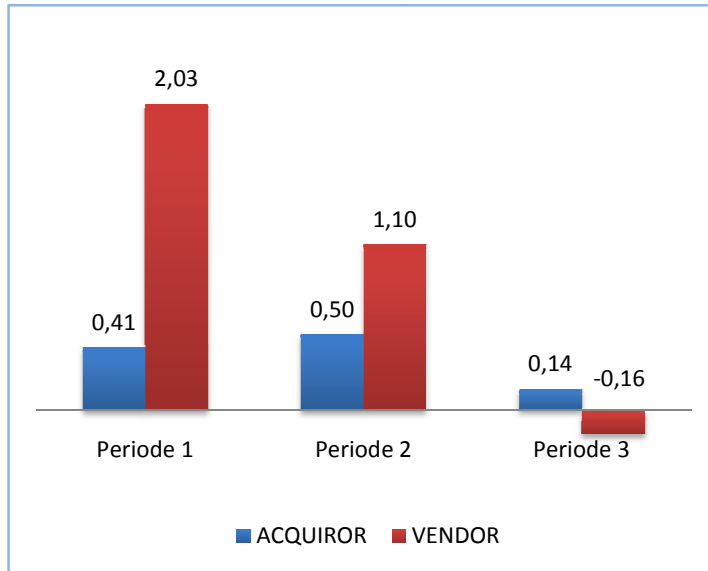
For å finne de ulike bransjenes median gjeldsgrad har vi brukt dataene fra SNF. Disse inneholder også bransjetilhørighet, men med utgangspunkt i NACE-inndelingen fra 2002. Siden resten av vårt datasett bruker NACE 2007, har vi konvertert bransjekodene fra SNF-databasen så de er sammenlignbare. Denne konverteringen ble gjort på bakgrunn av Statistisk Sentralbyrå sin konverteringsmodell (Statistisk Sentralbyrå v/Ida Skogvold, 02.03.2010). Selv om konverteringsmodellen er troverdig, kan den inneholde en del feil. Inndelingen i bransjekoder ved hjelp av NACE 2007 gir en mer detaljert inndeling enn ved hjelp av NACE 2002. En konvertering fra firesifret NACE 2002 til firesifret NACE 2007 vil derfor inneholde unødvendig mange feil, og vi valgte derfor å konvertere de firesifrede bransjekodene fra SNF-databasen til tosfrede koder i NACE 2007. Den påfølgende analysen er derfor gjort på *tosifret nivå i NACE 2007*. Vi presiserer at vi fortsatt benytter inngående gjeldsgrad for hvert selskap, og bransjens median i det aktuelle året transaksjonen fant sted så disse målene samsvarer.

Et annet moment er at vi her ikke måler de relative forskjellene mellom $GG(x)$ og $GG(b)$, men forskjellen i absolutte tall. Selskaper som tilhører bransjer med relativt høy gjeldsfinansiering, vil da gi forskjeller som i absolutte tall er store, men der den relative forskjellen ikke er stor. Eksempelvis vil et selskap med $GG(x) = 30$ og der $GG(b) = 20$, ha en absolutt forskjell på 10 (som er en stor forskjell), men hvor $GG(x)$ er 150 prosent av $GG(b)$. Tilsvarende vil selskaper som i bransjer med lav gjeldsfinansiering gi lave absolutte forskjeller, men der de relative forskjellene kan være større; eksempelvis der $GG(x) = 4$ og $GG(b) = 1$, er den absolutte forskjellen 3, mens $GG(x)$ er 400 prosent av $GG(b)$ d. Dette representerer en mulig feilkilde.

I tillegg til å fjerne bransjemessige ulikheter vil denne analysen avsløre om selskapene som er involvert i transaksjoner i de ulike periodene har bedre eller dårligere økonomi enn øvrige norske selskaper. Siden SNF-databasen inneholder informasjon om samtlige norske selskaper, vil en positiv differanse bety at de involverte selskaper har høyere gjeldsgrad enn norske

selskaper generelt, og med det dårligere økonomi. Tilsvarende vil en negativ differanse bety at selskapene i vår populasjon har bedre økonomi enn øvrige norske selskaper. Resultatet av analysen er visualisert i figur 4.4a.

Figur 4.4a – Median gjeldsgrad fratrukket bransjens median på tosiffernivå



Kjøpersiden

På kjøpersiden er utviklingen nokså jevn, idet vi observerer at kjøpende selskaper i periode 1 og 2 har hatt litt høyere gjeldsgrad – og med det dårligere økonomi enn øvrige norske selskaper (differansen er positiv). Denne reduseres i periode 3, hvor kjøpende selskaper har hatt tilnærmet lik gjeldsgrad som øvrige norske selskaper. Dette strider med forventningen om at kjøperne under Finanskrisen har bedre soliditet enn resten av næringslivet – differansen skulle da vært negativ. Riktignok er ikke avvikene store. Utviklingen over tid på kjøpersiden i denne analysen samsvarer med utviklingen vi fant tidligere i analysen der bransjens median ikke er fratrukket (figur 4.3.4b).

Selgersiden

Selgersiden har i periode 1 et vesentlig større avvik i gjeldsgrad med +2 enheter sammenlignet med øvrige norske selskaper. Et slikt avvik forteller oss at selgende selskaper i denne perioden led under dårligere økonomi enn resten av selskapene i Norge. Denne trenden hadde vi forventet at fortsatte og i tillegg ble forsterket av Finanskrisens inntog. Tallenes tale er dog klinkende klar. Selgende selskapers gjeldsgrad blir stadig forbedret i forhold til det norske næringslivet spesielt, og i periode 3 er disse selskapenes gjeldsgrad *bedre* enn øvrige norske selskaper. Fordi norske selskaper opp til krisen har hatt en stadig stigende gjeldsgrad,

betyr ikke dette funnet at gjeldsgraden til selgende selskaper nødvendigvis er lav. Det betyr at selgende selskaper ikke har lidd under dårligere økonomi enn andre norske selskaper, som var utgangspunktet for vår forventning i kapittel 2. Også utviklingen på selgersiden samsvarer med det vi fant i kapittel figur 4.3.4b, der selgende selskaper opplever en reduksjon i sin gjeldsgrad mellom periodene. Ikke bare er selgende selskapers gjeldsgrad lavere enn før Finanskrisen, men også lavere enn andre norske selskapers gjeldsgrad. Dette er oppsiktsvekkende og strider mot forventningene om at differansen skulle være positiv, høy, og i tillegg høyere enn for kjøperne.

Kjøpersiden og selgersiden sammenlignet

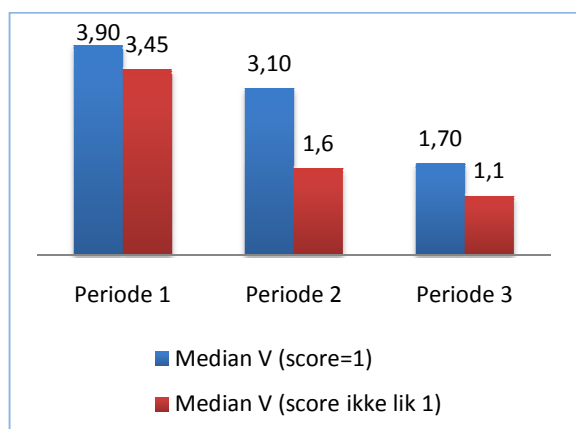
Kanskje det mest oppsiktsvekkende i denne analysen er forskjellen mellom kjøpersiden og selgersiden. Ikke bare hadde vi forventet at utviklingen på selgersiden skulle gått i motsatt retning, men vi hadde også forventet at selgende selskaper under Finanskrisen hadde vesentlig dårligere økonomi enn kjøpende selskaper, og var derfor nødt til å selge virksomheten. Resultatene vi fant i kapittel 4.3.4 står fortsatt ved lag etter at vi har fjernet bransjemessige ulikheter, på lik linje med forskjellen mellom kjøpersiden og selgersiden.

4.5 Relaterthet og soliditet

I dette delkapitlet kobler vi analysene over for å se om det er en sammenheng mellom grader av relaterthet blant selgerne og den gjeldsgraden de selskapene har. Vi vil sammenstille relaterthetsanalysene og gjeldsgradsanalysene i samme analyser som vi håper vil svare på om det er en sammenheng mellom relaterthet og soliditet i datasettet.

4.5.1 Salg av kjernevirksomhet vs. salg av annen virksomhet

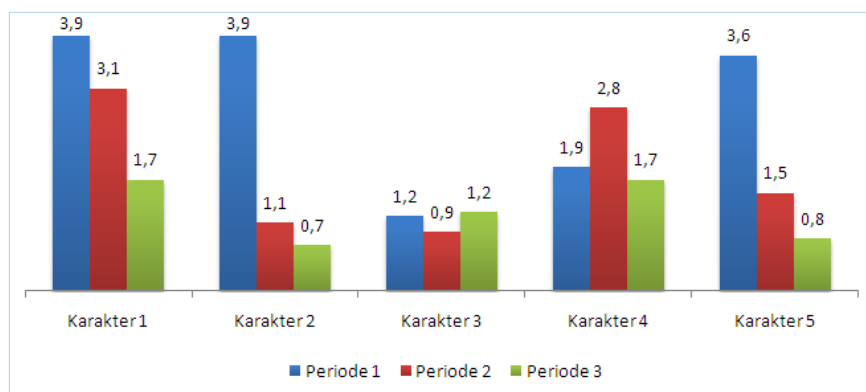
For å undersøke hvorvidt selgerne i transaksjonene har så store likviditetsproblemer at de er tvunget til å selge, ser vi i denne analysen på graden av relaterthet på selgersiden og hvilken gjeldsgrad selgerne har. Vi sammenligner selgere av kjernevirksomhet (karakter 1) med selgere av virksomhet med lavere grad av relaterthet (karakter 2, 3, og 4) samt urelatert (karakter 5). Dermed vil vi kunne se ulikheter i gjeldsgrad avhengig av hvor relatert den solgte virksomheten er til morselskapet (figur 4.5.1). Fra kapittel 2 forventet vi at de som selger kjernevirksomhet sliter mest økonomisk, og at dette er siste instans for overlevelse.

Figur 4.5.1 – Gjeldsgrad til selgere av kjernevirksomhet vs. selgere av annen virksomhet

Først og fremst er gjeldsgradene i de tre periodene for begge kategorier ikke spesielt dårlig, så det ser ikke ut til å være et stort finansielt press på disse selskapene. Ser vi på tabell 4.3.4 – Oppdeling i bolker, vil selgere i periode 3 falle i kategori 7 og 8 som indikerer relativt god soliditet. Når det er sagt, er gjeldsgraden til de selgere av kjernevirksomhet (karakter 1) jevnt over høyere enn øvrige selgere. I periode 2 er denne forskjellen størst, der selskaper selgere av kjernevirksomhet har dobbelt så høy gjeldsgrad som øvrigheten. Det er i denne sammenheng verdt å nevne at blant alle selgerne i periode 3 (45 stykker), har åtte negativ gjeldsgrad, og ti har svært høy positiv gjeldsgrad. Dette gjør medianen av populasjonen relativt lav, men spredningen svært høy. Disse to grupperingene kan mistenkes å være tvunget til å selge grunnet en uhandterlig gjeldssituasjon.

4.5.2 Gjeldsgrad for selgende selskap oppdelt i ulik grad av relaterthet

I kapittel 4.5.1 fokuserte vi på å sammenligne selgere av kjernevirksomhet med øvrige selgere. I denne analysen vil vi dele opp selskapene basert på grad av relaterthet som selger har til salgsobjektet, og se på utviklingen i gjeldsgrad mellom periodene (figur 4.5.2).

Figur 4.5.2 – Gjeldsgrad for selgere oppdelt i ulik grad av relaterthet

Den første grafen samsvarer naturligvis med den venstre søylen i graf 4.5.1a, da dette er selskaper som selger kjernevirksomhet. Utvalget i denne analysen er som tidligere varierende, fra ett selskap i periode 3 med karakter 2 til 63 selskaper med karakter 1 i samme periode. Allikevel synes konturene av en trend der selgere av kjernevirksomhet har systematisk høyere gjeldsgrad enn øvrige selgere. Riktignok er disse soliditetstallene relativt gode.

Kapittel 5: Diskusjon av resultater

I dette kapitlet vil vi se kritisk på resultatene vi presenterte i forrige kapittel, og søke forklaringer på disse. Flere av våre funn står i sterk kontrast til de forventningene vi presenterte i litteraturdelen, og vi vil derfor starte med å sammenstille disse forventningene med våre funn, og synliggjøre eventuelle avvik (5.1).

I kapittel 5.2 diskuterer vi mulige forklaringer på resultatene. Som nevnt tidligere innehar denne avhandlingen elementer av induktivitet, og det er ingen tidligere forskning som kan forklare nettopp de funnene vi har kommet fram til. Av den grunn trekker vi på annen relatert litteratur, meninger fra fagfolk og egne resonnement, og vinkler dette spesifikt mot vår kontekst for å bygge oppunder mulige sammenhenger.

5.1 Oppsummering av resultater og avvik fra forventninger

Den induktive prosessen som ligger til grunn for denne avhandlingen har vært svært omfattende, og har gitt opphav til mange interessante funn. I dette kapitlet vil vi starte med å oppsummere en del av de viktigste resultatene (5.1.1). Deretter trekker vi fram de initielle forventningene vi utledet i litteraturkapitlet, sammenstiller disse med de respektive funnene i analysedelen, og synliggjør eventuelle avvik (5.1.2).

5.1.1 Oppsummering av viktigste funn

A) Aktivitetsnivå

Vi forventet at mindre tilgang på kapital ville føre til en reduksjon i aktivitetsnivået. Paradoksalt nok finner vi at den gradvise veksttrenden vi har observert det siste tiåret fortsetter også under krisen. Sammenlignet med periode 2 faller antall transaksjoner dramatisk, men dette skyldes at året 2006 er trendavvikende.

B) Transaksjonsverdi

Under Finanskrisen faller total transaksjonsverdi ned til 2002-nivå sammenlignet med årene før. Siden aktivitetsnivået har gått opp impliserer dette at gjennomsnittlig transaksjonsverdi

også har gått ned. Analysen bekrefter dette, og illustrerer at verdien per transaksjon i gjennomsnitt også faller til 2002-nivå under krisen.

C) Relaterthet

Kjøpersiden

Konklusjonen fra relaterhetsanalysene på kjøpersiden er de samme ved bruk av kun primærkoder og ved bruk av sekundærkoder i tillegg. Utviklingen *mellom* periodene, er den samme ved begge analysene; andelen helt relaterte oppkjøp stiger noe mellom periodene, og andelen urelaterte oppkjøp synker. De mest aktive bransjene under krisen er 4711-Butikkhandel og 6499 – Finansieringsvirksomhet. Dette støtter vår opprinnelige forventning.

Selgersiden

Som på kjøpersiden forblir konklusjonen på selgersiden den samme ved bruk av primærkoder og sekundærkoder. Andelen helt relaterte salg stiger dramatisk mellom periodene, og økningen går på bekostning av de salgene der partene er mindre relaterte enn på firesiffernivå. Andelen urelaterte salg er nokså stabil mellom periodene. Vi finner derfor ingen støtte for vår forventning om at selgende selskaper i økende grad vil selge urelatert virksomhet. De mest aktive bransjene på selgersiden under Finanskrisen er 4711 – Butikkhandel, private individer og 6499 – Finansieringsvirksomhet, som representerer til sammen 60 prosent av selgerne.

Forutsetninger og kontroller

De innledende analysene er overraskende, og vi gjennomførte derfor flere kontroller av datasettet og forutsetningene for å se om konklusjonene stod ved lag.

Ved kontroll av transaksjonsnivået i periode 2, fant vi at resultatene ble utjevnet etter manipulering av datasettet, men at det ikke forsvarte å fjerne de aktuelle enkelttransaksjonene. Kontrollen av finansielle transaksjoner konkluderte med at endringen mellom periodene forble den samme på tross av utelukkelsen, i tillegg til at risikoen for menneskelige feil økte. Også her beholdt vi datasettet som det opprinnelig var. Observasjonsperioden, periode 3, ble kontrollert kvartalsvis og uten bransjegruppen 4711 - Butikkhandel. I likhet med de to øvrige kontrollene, ble datasettet også her beholdt som det opprinnelig var.

D) Soliditet

Kjøpersiden

Kjøpers gjeldsgrad ser ut til å være stabil, både før og etter forutsetninger, og ved bruk av bolker. Tilsvarende forholdet gjeldsgraden seg nokså stabilt også når bransjens median trekkes fra. Vi finner dermed ingen støtte for forventningen som sier at kjøpende bedrifter vil ha noe svakere soliditet under Finanskrisen. Sammenlignet med øvrige norske selskaper, der vi trekker fra bransjens median, har kjøpende selskaper dårligere soliditet i alle periodene – også under Finanskrisen. Resultatet motstrider vår opprinnelige forventning.

Selgersiden

Selgerne får vesentlig bedre økonomi representert ved en reduksjon i gjeldsgrad. Dette gjelder også her både før og etter forutsetningene tas, samt ved bruk av bolker. Når bransjens median trekkes fra, bekreftes denne utviklingen. Gjeldsgraden til selgerne fratrukket bransjens median forteller oss at deres gjeldsgrad forbedres, og under Finanskrisen er gjeldsgraden deres *bedre* enn gjeldsgraden til øvrige norske selskaper – og dessuten bedre enn kjøpernes gjeldsgrad. Oppsiktsvekkende nok strider disse resultatene mot vår opprinnelige forventning.

Forutsetninger og kontroller

På samme måte som med relaterthet sikret vi også her at datasettet kunne brukes videre i analysen i sin helhet. Vi gjennomgikk derfor forutsetningene og flere kontroller. Vi valgte å fortsette med å inkludere finansielle transaksjoner. Videre valgte vi konfigureringen ”unike transaksjoner” til det som gir et mest mulig korrekt bilde av utviklingen, og vurderte å utelate selskaper med negativ gjeldsgrad og ekstreme verdier som kontroll. Dette gjelder svært få tilfeller, men forstyrrer datasettet på en slik måte at feil konklusjoner kan trekkes.

E) Relaterthet og gjeldsgrad kombinert

Når vi analyserer de selgende selskapene med hensyn på både relaterthet og gjeldsgrad, finner vi selgerne ikke ser ut til å være under et stort finansielt press. Medianen taler tvert imot for at disse selskapene har en sunn økonomi, ved at den er relativt lav under Finanskrisen. Heller ikke dette resultatet støtter vår forventning, som var at selgere av kjernevirksomhet har svært svak soliditet. Dog finner vi også at av 45 selgende selskaper har åtte negativ gjeldsgrad, og ti veldig høy positiv gjeldsgrad. Dette gjør spredningen tilsvarende høy. Disse to grupperingene kan mistenkes å være tvunget til å selge grunnet en uhåndterlig gjeldssituasjon. Dette funnet isolert støtter opp om nevnte forventning, som gjør funnene i denne analysen noe tvetydig.

5.1.2 Avvik fra forventninger

Vi ønsker å samle funnene og sammenligne disse med våre opprinnelige forventninger. Dette vil sette scenen for de videre diskusjonene som kommer senere i kapitlet. Under følger derfor en oversikt (tabell 5.1.2) som inneholder de opprinnelige forventningene fra kapittel 2 (hvit bakgrunn), samt de funnene vi har gjort med hensyn på disse (farget bakgrunn).

Tabell 5.1.2 – Forventninger og tilhørende funn

	Kjøpersiden	Selgersiden
Relaterthet	Kjøpende bedrifter vil i markant økende grad kjøpe relatert virksomhet under Finanskrisen	Selgende bedrifter vil i markant økende grad selge urelatert virksomhet under Finanskrisen
	<i>Andelen helt relaterte kjøp stiger mellom periodene. Andelen urelaterte kjøp synker</i>	<i>Andelen helt relaterte salg stiger. Andelen urelaterte salg er tilnærmet uendret</i>
Soliditet	Kjøpende bedrifter vil ha noe svakere soliditet under Finanskrisen, men relativt til resten av næringslivet er de mindre truffet av krisen	Selgende bedrifter vil ha en markant svakere soliditet under Finanskrisen, og relativt til resten av næringslivet er de hardt truffet. De vil også ha markant svakere soliditet enn kjøperne. Selgere av kjernevirksomhet vil ha særdeles svak soliditet
	<i>Kjøpernes gjeldsgrad går verken særlig opp eller ned under Finanskrisen. I forhold til norske bedrifter har kjøpende selskaper tilnærmet lik gjeldsgrad i alle periodene</i>	<i>Gjeldsgraden til selgerne synker vesentlig under Finanskrisen, og er lavere enn øvrige norske bedrifters gjeldsgrad. De har også bedre soliditet enn kjøperne under krisen. Selgere av kjernevirksomhet ser i henhold til median ikke ut til å være under finansielt press</i>
		<i>En tredjedel av selgere av kjernevirksomhet under Finanskrisen har enten negativ eller høy positiv gjeldsgrad. Dette kan indikere at de er tvunget til å selge</i>
	Kjøpende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som typisk kan finansiere oppkjøp med løpende inntekter og overskudd og som er mindre sykelsensitive	Selgende bedrifter vil i stor grad tilhøre bransjer som har vanskeligheter med å få lån i banken, og som står overfor innsnevrede finansieringsmuligheter fra aksjonærene
<i>Kjøpende bedrifter tilhører bransjer som typisk kan finansiere oppkjøp med løpende inntekter og overskudd, som for eksempel butikkhandel</i>	<i>Selgende bedrifter tilhører bransjer som er lite sykelsensitive og som lettere kan hente finansiering fra løpende inntekter og overskudd, for eksempel butikkhandel</i>	

5.2 Mulige forklaringer på resultater

I de følgende vil vi diskutere mulige forklaringer på de avvikene vi nå har vært vitner til. Vi vil gjøre oppmerksom på at de momentene vi trekker fram ikke nødvendigvis er de faktiske forklaringene, men fungerer som *mulige* årsak-virkningsforhold. Den induktive prosessen denne avhandlingene har vært igjennom har ledet oss til en mengde mulige tanker, men vi vil kun gjennomgå de fire områdene vi mener er mest relevante. Etter ønske fra veileder og NHH i forbindelse med forskningsprosjektet ”Krise, omstilling og vekst”, vil disse forklaringene utgjøre potensial for fremtidig forskning internt ved forsknings- og utdanningsinstitusjonen. De utvalgte forklaringsområdene er forklaringer på relaterthet (5.2.1), forklaringer på soliditet (5.2.2), momenter innen finansiell atferd som spesielt er ment å forklare aktivitetsnivået under Finanskrisen og gjeldsgradsforskjellene mellom kjøperne og selgerne (5.2.3) og avslutningsvis viktige egenskaper ved datagrunnlaget (5.2.4).

5.2.1 Forklaringer på relaterthet

På kjøpersiden så vi at dataene støttet våre initielle forventninger, mens på selgersiden gikk trenden i motsatt retning – det selges i økende grad helt relatert virksomhet under Finanskrisen. Under dette avsnittet vil vi fokusere på å forklare dette forventningsavviket, og trekker frem tre momenter som kan bidra til å forstå resultatene bedre; vi (1) ser på hvordan relatertheten er målt, (2) kombinerer relaterthetsanalysene for kjøper- og selgersiden for å lete etter fokuseringstrenden som startet på 1980-tallet, og avslutningsvis spekulerer vi i (3) hvorvidt effektivitet i markedet for selskapskontroll kan ha ledet til resultatene vi fant.

(1) Mål på relaterthet

Som vi var inne på i kapittel 2 er det stort empirisk sprik i hvordan relaterthet er målt, og herav hvilke resultater ulike forskningsmetoder gir. ”*Empirisk litteratur er plaget av svake mål på relaterthet*” (Lien & Klein, 2006: 9). Igjen poengterer vi at vi ikke er så opptatt av størrelsen på effektene vi ser i avhandlingen, men trendutviklingen over tid, og heller retningen på effektene. Både de to kontrollperiodene vi ser på og observasjonsperioden står overfor de samme problemene når det gjelder måling av relaterthet, så om *trendene* hadde endret seg ved bruk av andre mål er uvisst. Det sentrale her er at vi må tolke resultatene med varsomhet, og være bevisst på hvilke svakheter bruken av bransjekoder står overfor. Vi vil ikke utrede alternative mål på relaterthet, men bruke de til å illustrere kritikken av bruk av

bransjekoder. I litteraturen henvises det til Standard Industrial Classification (SIC), som er et alternativt bransjekodehierarki, men NACE-kodene opererer på tilsvarende måte.

Relaterthet er vanskelig å definere og måle, og siden diversifiseringsbeslutninger er endogene er det vanskelig å isolere de relevante årsak-virkningsforholdene. Når man måler effektivitet i forbindelse med relaterthet er det breddefordeler man er interessert i, som hviler på forutsetninger om at ressurser er (a) substituerbare på tvers av industrier, (b) at de er delvis udelelige og (c) at det er transaksjonskostnader i markedet for overskuddskapasitet. Svært vesentlig er også (d) komplementaritet, altså at ressurser som brukes på tvers av bransjer gir positive gevinster på tvers av hverandre. Relaterthetsmålet må se på alle disse aspektene ved breddefordeler (Constantinos & Williamson, 1994). Bruken av bransjekoder er svært populært og lett tilgjengelig, og anerkjennes gjerne som en grei proxy siden den er mindre kostbar og tidkrevende enn andre mer ideelle mål. Systemet er også mindre utsatt for subjektive vurderinger enn mange andre tradisjonelle mål. I tillegg inkorporeres substituerbarhet, og man kan måle relaterthet over intervaller ved å se nettopp på 1-,2-,3- og 4-siffernivå, slik vi har gjort i denne avhandlingen. Dog antar bransjekodene homogenitet innad i de ulike bransjegruppene, og at industrier som har like stor avstand til hverandre er tilsvarende ulike – noe som blir feil (Lien & Klein, 2006; 2009; Lien & Foss, 2009). Det er ikke nødvendigvis slik at industrier med bransjekodene 2020 og 3020 er tilsvarende (u)like som industrier med kodene 4020 og 5020. Videre inkorporeres ikke udelelighet og transaksjonskostnader, som er de to siste kravene for verdiskaping. Ikke minst undervurderes komplementariteten; ser vi nøye gjennom datasettet vårt finner vi at mange selskap innenfor primærnæringene, som for eksempel fiskeoppdrett, gjør flere helt urelaterte oppkjøp sett ut fra bransjekodene. Ser vi videre på oppkjøpsmålene er disse nettopp aktører som foredler og distribuer disse råmaterialene. Bransjekodene utelukker gevinster ved vertikal integrasjon, som det å kunne styre hele verdikjeden og redusere ”time-to-market” for produkter med lav holdbarhetstid. Det er ikke tvilsomt at disse aktørene vil ha relevant markedskunnskap om sine oppkjøpsmål.

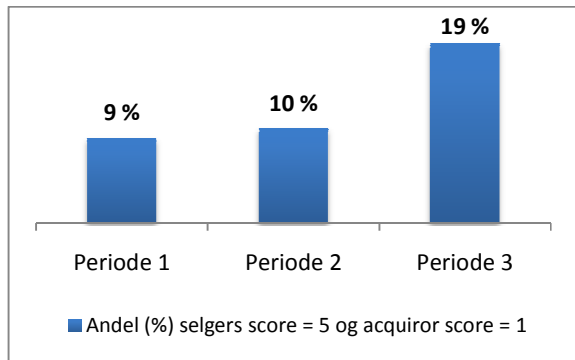
Komplementaritet blir også svært viktig i kunnskapsproduksjon. Selskaper som driver med høy grad av forskning og utvikling vil gjerne stå overfor de største potensielle breddefordeler, nettopp fordi det å kombinere hittil separerte kunnskaper kan skape helt ny kunnskap mer effektivt. Disse kan tjene på å eie og koordinere selskaper med ulik kompetansebase, men som kommer ulikt ut av bransjegrupperingen (Cantwell & Santangelo, 2004). Siden graden av relaterthet ikke nødvendigvis tilsvarer avstanden mellom bransjekodene for alle industrier, ser vi ofte at *”...enkelte industrier domineres av diversifiserte foretak, mens andre av*

spesialister” (Lien & Klein, 2009:30). Det sentrale fra denne argumentasjonen er at bruken av bransjekoder kan være misvisende. Som regel overdriver den relatertheten, men som vi så i forbindelse med komplementaritet kan den underdrive potensielle synergier ved urelatert diversifisering.

En alternativ tilnærming til relaterthet kunne vært det såkalte ”survivor-based approach”, som overlater definisjonen av relaterthet til konkurranseprosessen og kunnskapen til lokale beslutningstakere. Ved å anta at (1) negativ profitt gjennom dårlige kombinasjoner av bransjer over tid leder til utryddelse i konkurranseutsatte markeder (derav ”survivor”), og at (2) ønske om profitt gir et insentiv til å følge suksessfulle porteføljebeslutninger, vil konkurransekraftene filtrere for effektivitet gjennom naturlig seleksjon. Metoden går ut fra at industrier som ofte er kombinerte i konkurranseutsatte markeder er nærmere relaterte enn industrier som sjelden er kombinerte. Dette måles ved å se på antall ganger som firesifrede bransjekoder er kombinerte. Framgangsmåten tar innover seg alle aspektene ved breddefordeler, inkludert komplementaritet, men siden det finnes andre motiver bak fusjoner og oppkjøp enn det som er i eiernes interesser, kan metoden være kontaminert av andre mekanismer enn relaterthet. (Lien & Klein, 2009; Klein & Lien, 2009; Lien & Foss, 2009).

(2) Fokuseringstrend

I litteraturkapittelet la vi frem en forventning om at det ville være en akselerasjon av fokus på kjernevirksomhet, og som følge av dette en restrukturering internt i ulike bransjer slik at der selgende selskap selger noe helt urelatert, fanges dette opp av en kjøper som er helt relatert til oppkjøpsmålet. I denne avhandlingen har vi analysert kjøper- og selgersiden separat, men datasettet kan forstås som en slags ”rubiks kube” – alle variabler kan analyseres sammen i ulike kombinasjoner. Det overraskende resultatet på selgersiden om at det selges mer kjernevirksomhet tar fokus vekk fra det faktum at det også selges ut noe som er helt urelatert. Figur 5.2.1a viser andelen transaksjoner hvor selgeren selger noe helt urelatert (karakter 5) og som kjøpes av en aktør som er helt relatert til oppkjøpsmålet (karakter 1). Dermed er det en direkte indikasjon på fokuseringstrenden. Analysen tar hensyn til både primær- og sekundærkoder.

Figur 5.2.1a – Andelen urelaterte salg som snappes opp av relaterte kjøpere

Det er lite endring mellom kontrollperiodene. Stigningen på ett prosentpoeng kan skyldes tilfeldigheter eller være et resultat av den gradvise konsolideringstrenden vi har vært inne på. Det spennende her er en fordobling i slike fokuseringstransaksjoner under Finanskrisen. Hvert femte urelaterte salg går nå over i hendene til aktører som har dette som sin kjernevirksomhet (lik på firesiffernivå). I avsnitt 5.1.2 så vi at på selgersiden gikk relatertheten mot forventning, men det betyr ikke nødvendigvis at næringslivet nå går vekk fra fokuseringen. Vi kan konkludere med at der hvor det selges ut urelatert virksomhet snappes dette i økende grad opp av relaterte kjøpere, og at det foreligger en akselerasjon i fokuseringstrenden.

(3) Privat informasjon i markedet for selskapskontroll

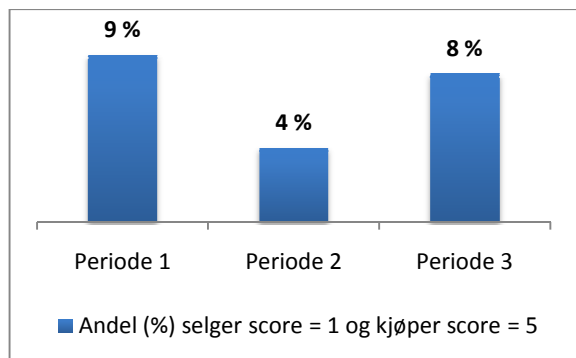
Ovenfor forklarte vi salgene av urelatert virksomhet, og så at fokuseringstrenden har tatt seg opp under Finanskrisen. Her ønsker vi å besvare mulige årsaker til det økende antallet *relaterte* salg, som er det mest oppsiktsvekkende resultatet i relaterthetsanalysen. Som vi var inne på i litteraturkapittelet i forbindelse med potensiell superprofitt gjennom oppkjøp, må markedet for selskapskontroll være imperfekt for at kjøperne skal oppnå gevinst. Dette kunne blant annet skyldes privat informasjon om potensielle synergier, noe som er mest sannsynlig i relaterte oppkjøp. I forbindelse med dette ønsket vi å teste to utsagn:

- (i) *Den økende graden av relatert salg skyldes at eierne har god kunnskap om sin kjernevirksomhet, og forutser at salgsmålet ikke vil kaste av seg profitt i framtiden. De selger derfor disse til uvitende aktører som ikke er kjent med den gjeldende bransjen.*
- (ii) *Finanskrisen skaper økt press på bedrifter. Konsernheter som tidligere har opprettholdt eierskap over forretningsenheter de ikke er beste eier av har muligens klart å skjule sine manglende eierskapsfortrinn i de gode tidene i forkant av krisen, men i etterkant er presset såpass hardt at den positive oppsplittingsgevinsten synliggjøres i*

markedet for selskapskontroll. Selgerne selger altså ut mer relatert virksomhet, men disse overføres til kjøpere innenfor samme bransje som er bedre eiere.

Igjen kan vi teste disse påstandene ved å koble relaterthetsanalysen på kjøper- og selgersiden. For å sjekke påstand (i) ser vi på andelen relaterte salg som fanges opp av kjøpere som ikke har noen kobling til oppkjøpsmålets bransje (helt ulik bransjekode) (Figur 5.2.1b)

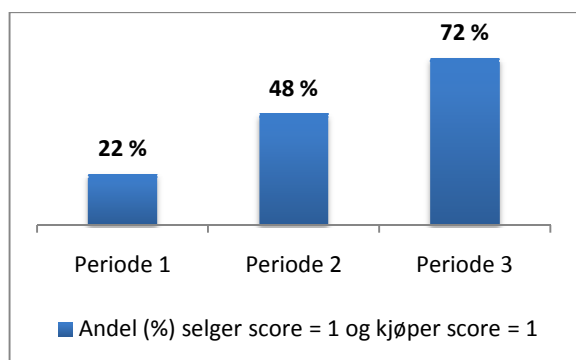
Figur 5.2.1b – Andelen relaterte salg som kjøpes av helt urelaterte kjøpere



Figuren viser ingen indikasjon på at det under krisen er unormalt høy grad av relaterte salg til urelaterte kjøpere. Kun i underkant av 10 prosent av tilfelle er kjøperen helt urelatert, og det er ingen vekst under krisen, i alle fall sammenlignet med periode 1. Det er ingen grunn til å tro at den høye andelen relaterte salg skyldes en overføring av "syke barn" til uvitende aktører. Privat informasjon i markedet for selskapskontroll synes ikke å være forklarende.

Hva med påstand (ii)? Vi har analysert det finansielle presset på morselskapene i gjeldsgradsanalysen, men kan Finanskrisen ha synliggjort de relativt svake eierne i markedet for selskapskontroll, uavhengig av hvorvidt soliditeten raskt er svekket? Figur 5.2.1c viser andelen relaterte salg som selges til kjøpere som også er helt relaterte.

Figur 5.2.1c – Andelen relaterte salg som kjøpes opp av helt relaterte kjøpere



Vi ser en tydelig positiv utvikling i transaksjoner der både kjøper og selger er helt relaterte til oppkjøpsmålet. Sammenlignet med periode 1 stiger andelen med 50 prosentpoeng under Finanskrisen, altså med nesten 230 prosent. Veksten er også overveldende mellom periode 2 og 3. Denne figuren kan indikere at det er en rekke transaksjoner som gjennomføres under Finanskrisen grunnet overføring av kontrollrettigheter til bedre eiere. Det er selvsagt umulig å konkludere med hvorvidt dette er den faktiske årsaken til handlene, men fungerer som en indikasjon. I den deskriptive analysen i kapittel 4 så vi dessuten at antallet transaksjoner steg under Finanskrisen relativt til de foregående årene, sett bort fra 2006 som var trendavvikende. Mange hadde forventet en markant reduksjon i aktiviteten under Finanskrisen, men det viser seg å ikke stemme. Man kan spekulere i om aktivitetsnivået skyldes overføring av kontrollrettigheter til bedre eiere – markedet for selskapskontroll i aksjon.

5.2.2 Forklaringer på soliditet

På kjøpersiden så vi at gjeldsgraden ikke steg fra kontrollperiodene til observasjonsperioden, mens vi forventet en liten økning. Avviket er riktignok lite, og vi velger å fokusere på selgersiden hvor avvikene er større og mer overraskende. Selgerne under krisen har sterkere soliditet enn selgerne før krisen. I tillegg står de sterkt i forhold til kjøpende selskaper i samme perioder samt i forhold til resten av norske selskaper. I dette avsnittet vil vi se på ulike momenter vi mener kan bidra til å forstå disse resultatene bedre; vi (1) ser kritisk på mål på soliditet, (2) diskuterer hvorvidt det er for tidlig å studere soliditeten, og (3) ser på ulikheter mellom selskaper og disse ulikhetenes påvirkning på finansieringsmulighetene deres.

(1) Mål på soliditet

I det følgende vil vi se på valg av soliditetsmål med kritiske øyne og diskutere ulike egenskaper ved gjeldsgrad i forhold til vårt bruk av dette målet. Først og fremst er det sentralt å poengtere at gjeldsgraden er et forholdstall. Med det menes at gjeldsgraden måler forholdet mellom gjeld og egenkapital, og er en måte å illustrere kapitalstrukturen i et selskap. Høy gjeldsgrad betyr at selskapet har høy gjeldsandel i forhold til egenkapitalandelen. Dog tar dette forholdstallet ikke på noen måte høyde for størrelsen på de respektive måltallene. En gjeldsgrad på 1,5 kan likeså godt være et resultat av at et selskap har et forhold mellom gjeld og egenkapital på 300 MNOK / 200 MNOK som et mindre selskap med forhold 3 MNOK / 2 MNOK. Som vi vil komme tilbake til i kapittel 5.2.4, fører mangel på selskapsstørrelser til at

vi mister muligheten til å bruke størrelsen på en virksomhet som variabel i analysene. Denne mangelen fører til at vi mister et viktig referansegrunnlag som kunne bidratt til å forklare hvorfor vi har funnet de resultatene vi har gjort.

Karakterskalaen i tabell 4.3.4, som måler soliditet relativt til øvrige norske selskaper, er et annet viktig aspekt. Det iøynefallende med denne skalaen er mangel på linearitet. En negativ gjeldsgrad får karakteren 1 eller 2, mens verdien null og lave positive verdier får karakteren 10, og karakterene synker ned mot 3 med økende gjeldsgrad. Det er naturlig å spørre seg om en slik skala sammenligner selskapers soliditet på en rettferdig måte. Viser eksempelvis en gjeldsgrad på -0,1 at en virksomhet har så mye dårligere soliditet enn en virksomhet med 0 i gjeldsgrad, som skalaen vi har konstruert tilsier? Bantex AS som i 2006 kjøpte Akka-Sveb AS, hadde en inngående gjeldsgrad på -3,1 i 2006, men hadde allikevel en høy total kapitalrentabilitet (mål på lønnsomhet) samme år på 23,3 prosent. Dette viser at skalaen og gjeldsgrad som soliditetsmål kan være svak med hensyn på negative verdier av gjeldsgrad. Videre kan det påvirke resultatene av analysen som legger denne skalaen til grunn.

Et annet moment i forhold til bruk av gjeldsgrad som soliditetsmål er hvordan vi tolker størrelsene på gjeldsgradsverdiene. Hittil har vi tolket en lav gjeldsgrad som tegn på at et selskap er solid. Tore Nilssen fra Universitetet i Oslo (19.03.2010) hevder på den andre siden at en lav gjeldsgrad faktisk kan være et sykdomstegn for en bedrift. Dette handler om risiko. Det mest åpenbare i denne sammenheng, er at ved gjeldsfinansiering løper også lånegiver risikoen for prosjektet, mens ved egenkapitalfinansiering er det aksjonærene alene. Videre påpeker Nilssen at det ikke alltid er ønskelig med en lav gjeldsgrad, men en risikostyring som resulterer i en optimal risikoeksponering, som sågar kan innebære at selskapet har gjeld. Som Regjeringen understreker: *”Ulike bransjer krever ulik soliditet fordi risikoen i ulike bransjer er forskjellig”* (Regjeringen.no, 2009). Av denne grunn er det viktig å ha et nyansert forhold til gjeldsgrad, og som gjør at resultatene bør kontrolleres opp mot andre mål på soliditet.

Som vi har sett i analysen, har selgernes gjeldsgrad blitt stadig lavere mellom periodene, som vi har tolket dit hen at soliditeten deres har bedret seg. Dog har vi kun vurdert selgende morselskaps gjeldsgrad, og ikke salgsobjektets gjeldsgrad. Dette ville vært relevant å kontrollere. En mulighet er at et datterselskap lider under svake resultater og høy gjeldsgrad, mens morselskapet går godt økonomisk. Det kan tenkes at morselskapet vurderer det som gunstigere økonomisk å selge datterselskapet enn å forsøke å redde det. Videre er det plausibelt at morselskapet kjenner markedet som datterselskapet opererer i godt, noe som gjør

at de kan bruke sin markedskunnskap til å gjøre prediksjoner om fremtiden og oppdage at det vil være gunstig å selge. Det ville derfor vært fornuftig å kontrollere våre funn opp mot utviklingen i salgsobjektene gjeldsgrad.

IFRS – International Financial Reporting Standards er internasjonale regnskapsstandarder som legger føringer for hvordan regnskaper skal se ut. Dette ble vedtatt i EU i 2002, og innført i norske selskapers konsernregnskaper i 2005 (Pareto Securities, 05.03.2010). Som vi husker innebefatter periode 1 hele året 2005, og noen måneder i 2004. Det vil si at vi har transaksjoner både før og etter IFRS ble innført. Konsekvensene av dette systemet var at verdien av eiendeler gikk fra å være vurdert på bakgrunn av lineære avskrivninger til å bli vurdert til markedsverdi. Dermed har verdien av egenkapitalen endret seg regnskapsmessig, og således ledet til en oppjustert egenkapital som derfor videre kan ha forårsaket at gjeldsgraden synes lavere enn det den var tidligere. I tillegg berører innføringen av IFRS bruk av goodwill og badwill, som også har konsekvenser for verdien av egenkapitalen. I våre analyser har vi som kjent sett at gjeldsgraden har gått ned, og innføringen av IFRS kan med det sies å ha hatt påvirkning på denne utviklingen. Vi er usikre på hvor stor denne påvirkningen har vært, og anmoder om at dette tas i betraktning ved videre forskning.

Som nevnt finner vi ikke støtte for alle forventningene, og av den grunn har vi gjennomført flere ulike kontroller, som alle bekrefter de opprinnelige funnene. Allikevel bør resultatene kontrolleres opp mot andre mål på soliditet. Selskapet Bantex AS sin lønnsomhet på tross av negativ gjeldsgrad er et eksempel på at enkelttransaksjoner bør studeres. Forskningsprosjektet ved NHH bør videre oppdatere de verdiene vi har brukt for gjeldsgrad og andre nøkkeltall for å kontrollere at utviklingen vi har funnet i våre analyser fortsetter i tiden fremover, eller om funnene vi er basert på andre forhold enn de vi har lagt frem i denne avhandlingen.

(2) Tidspunkt for soliditetsanalyse

Denne analysen benytter inngående gjeldsgrad for å måle gjeldsgraden til et selskap før transaksjonen gjennomføres. Dette gjør at vi er sikre på at transaksjonen i seg selv ikke påvirker den gjeldsgraden vi bruker i analysene. Metoden har også sine ulemper, og en av disse har konsekvens for vårt analysetidspunkt. Fordi vi kun har data ut 2009 og siden vi bruker inngående gjeldsgrad, betyr det at vi kun får fire måneders effekt av Finanskrisen inn i våre analyser – nemlig de fire siste månedene i 2008. Dette fordi at vi for selskaper involvert i transaksjoner i 2009 bruker gjeldsgraden fra 2008. Det er stor sannsynlighet for at mange av

krisens effekter kom *etter* årsskiftet 2008/2009, og disse effektene ligger derfor utenfor vårt datasett. Som vi så i analysen av Finanskrisens starttidspunkt, kom de fleste konkursene et stykke ut i år 2009, noe som bekrefter at insolvens og soliditetsproblemer er noe som utvikles over tid. Fremtidig forskning burde inkludere regnskapstallene for 2009 når de er tilgjengelige, og se på transaksjonene også fra 2010.

Tore Nilssen (19.03.2010) understreker at det er en god mulighet for at vi er for tidlig ute med våre analyser til å fange opp Finanskrisens effekter, og at tilsvarende analyse i 2011 ville omgått denne problematikken. Videre baserer våre analyser seg på selskapenes regnskapstall, og Jens Askehaug (Pareto Securities, 05.03.2010) påpeker at det tar lang tid før nedgangstider reflekteres i disse. Dette styrker poenget med analysetidspunktet ytterligere, og gjør at anbefalingene om videre analyser med regnskapstall fra 2010 står ved lag.

(3) Ulikheter mellom selskaper og dens påvirkning på finansieringsmuligheter

Vi har tidligere i avhandlingen vært inne på at det er til dels store ulikheter mellom bransjer med hensyn på gjeldsgrad og hvordan nedgangstider påvirker de ulike bransjene. Litteraturen ledet oss til å forvente at bransjemessige forskjeller ville gi ulikheter i Finanskrisens effekter. Vi har vært inne på at dette skyldes forskjeller i om virksomheten har materielle eller immaterielle eiendeler, og hvorvidt de er sykelsensitive. Bakgrunnen for slike forskjeller ligger i hvordan selskapene er finansiert. Som Lien (2010) påpeker er det bransjemessige ulikheter i om de finansierer prosjekter med intern eller ekstern kapital. I tillegg husker vi fra kapittel 2 at det i krisetider er vanskeligere å oppnå ekstern finansiering. Bankene vil i større grad velge å finansiere store selskaper med lav vekst og lav gjeld fremfor små selskaper med mye gjeld og stort potensial.

På bakgrunn av dette er det plausibelt å tro at enkelte selskaper med stort behov for ekstern finansiering vil være nødt til å velge en rask utgang i form av et salg som resultat av Finanskrisen, og i ytterste konsekvens vil disse selskapene være nødt til å selge sin kjernevirksomhet. Når vi i kapittel 4.4.2 analyserer relaterthet og gjeldsgrad sammen, finner vi ingen støtte for at det har vært en økning i gjeldsgraden til de som selger kjernevirksomheten. På den andre siden ser vi at spredningen er svært stor, som skyldes både positive og negative ekstremverdier. Dette kan vitne om finansielt press, og kan til en viss grad støtte nevnte tankerekke og bidra til å forklare resultatene i den kombinerte analysen i kapittel 4.4.

5.2.3 Finansiell atferd

Med finansiell atferd mener vi fagområdet ”behavioural finance”, som ser på psykologi og sosiologi i forbindelse med finansiell atferd og effekten av dette på effektiviteten i markeder (Sewell, 2007). Slik atferd, som i flere tilfeller kan lede til avvik fra finansiell rasjonalitet, er spesielt viktig i fusjoner og oppkjøp fordi det gjerne oppstår auksjonssituasjoner, og fordi det er mennesker som står bak beslutningene om ekspansjon/kontraksjon. Her vil vi trekke fram noen viktige aspekter innen dette fagområdet som kan bidra til å forklare hvorfor våre resultater i stor grad avviker fra forventningene. Spesielt tenker vi på (1) det høye aktivitetsnivået i markedet for selskapskontroll under Finanskrisen, og (2) den fallende gjeldsgraden til selgerne, som også ligger godt under kjøpernes gjeldsgrad.

(1) Høyt aktivitetsnivå under Finanskrisen

Fra den deskriptive analysen så vi at bortsett fra i år 2006 steg antall transaksjoner jevnt mot, og også under, Finanskrisen. Her ønsker vi å trekke inn psykologiske begreper som kan lede til atferd utover det som antas å være finansielt rasjonelt. Ifølge Bazerman & Moore avviker menneskelige vurderinger fra rasjonalitet. Med rasjonell atferd mener vi ”...*beslutningstakingsprosessen som logisk leder til det optimale resultatet, gitt en nøyaktig vurdering av beslutningstakerens verdier og risikopreferanser*” (Bazerman & Moore, 2009:4).

Saueflokkatferd er noe som kan spille inn i alle periodene i datasettet vårt, ikke kun under Finanskrisen. Likevel er det kanskje nettopp da det slår ut for fullt – forventningene i markedet er preget av stor usikkerhet, og store verdier står på spill. I slike tilfeller blir komparative vurderinger viktig – man ser på det ”de andre” gjør – og saueflokkatferden kan komme i to ulike former (se for eksempel Maholtra & Bazerman (2007)); Den første går ut på straffen ved å fremstå som ”taper”. Under Finanskrisen blusset det opp mye prat om fusjoner og oppkjøp, at dette var et strategisk riktig tidspunkt å vokse på, og at man kunne gjøre mange rimelige oppkjøp. Mye fokus lå også på å komme bedre ut på andre siden, altså oppnå en sterkere konkurransemessig situasjon i markedet når krisen tok slutt. Samtidig, på selgersiden, skapte mediaoppmerksomhet et enda dystre bilde av fremtidsutsiktene, noe som kan ha overbevist nervøse aktører til å selge. Ifølge Rognes, Bjerkan & Ingerø er forhandlinger i forbindelse med fusjoner og oppkjøp som regel en en-gang-i-livet-hendelse for selger, og spesielt familieselskaper vegrer seg for å sette seg rundt forhandlingsbordet. ”*Erfaringsmessig er det mange oppkjøp som ikke gjennomføres fordi mange selgere ikke tør å gjennomføre*

transaksjonen” (Rognes, Bjerkan, & Ingerø, 1998:164). Det kan tenkes at med det finansielle presset Finanskrisen ga, og det faktum at ”alle andre gjorde det”, overbeviste selskaper som ellers ikke ville solgt virksomheten sin, til å selge. Til sammen skaper disse effektene en massesuggesjonseffekt – man ønsker ikke å skille seg ut. Hvis kjøp/salg viser seg å ha vært en god idé og man ble med på denne bølgen så står man positivt ut sammen med resten av flokken, mens hvis man da ikke hadde kjøpt/solgt skiller man seg negativt ut som ”taperen”. Dersom kjøp/salg viser seg å ha vært en dårlig idé og man ble med på denne bølgen, gjelder dette for alle de andre også, og man skiller seg ikke negativt ut. Som eksempel viser vi til tiden da alle bankene kjøpte forsikringsselskaper.

Med vårt datasett og relativt aggregerte analyser er det vanskelig å tre inn i enkelttransaksjoner og vurdere årsakene til hvorfor de kjøpte/solgte virksomhet. Vi har for eksempel sjekket andelen transaksjoner uten registrert selger i hver periode, og med det antatt at disse utgjør majoriteten av familieselskaper og mindre selskaper, som ellers ville vegret seg for å selge. Andelen slike transaksjoner var på 29 prosent, 21 prosent og 37 prosent for henholdsvis periode 1, 2 og 3. Vi finner altså ingen støtte for denne hypotesen med de antagelsene vi har gjort om at familiebedrifter ikke er en del av en større konsernenhet. Vi ønsker riktignok å presisere at denne undersøkelsen er ufullstendig – et søk på ”Eftf” på oppkjøpsmål, altså et søk på familiebedrifter med etterfølgere, gir oss for eksempel et treff på en familiebedrift som selger sine aktiviteter, men hvor den registrerte selgeren er selve navnet på familiebedriften. Altså kan vi ikke anta at familieselskaper ikke har en registrert selger.

Den andre formen for saueflokkatferd er relatert til det høye usikkerhetsnivået i markedet når krisetider slår inn. I slike situasjoner tror mange at andre vet mer om fremtiden enn det man selv gjør. Resultatet er at man trekker ut informasjon fra hverandre og kopierer hverandres atferd, slik at informasjonskvaliteten totalt sett i markedet blir verdiløs. Dette kan lede til tilsvarende atferd som den første formen for saueflokkatferd, og kan derfor bidra som en mulig forklaring til det høye aktivitetsnivået under Finanskrisen.

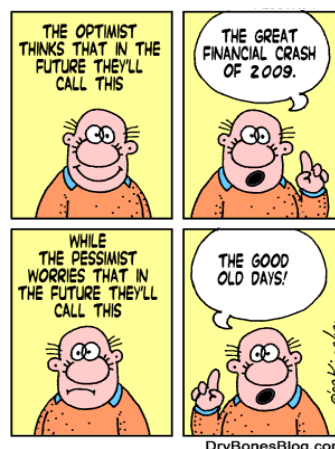
Som vi var inne på over gir krisetider også opphav til muligheter for å komme styrket ut på den andre siden. Fordi mennesker er forskjellige når det kommer til optimisme, vil enkelte aktører være mer overbevist om at nettopp *de* har bedre forutsetninger for å komme seg gjennom Finanskrisen på en god måte. Overmodighet når det kommer til egne evner, såkalt **overconfidence**, og **irrasjonell optimisme** i forbindelse med egen skjebne, bidrar til at noen anser sin fremtid som lysere enn andres (Maholtra & Bazerman, 2007). Disse vil være ekstra

velvillige til å gå til forhandlingsbordet – ”de som tror de kan lykkes med fusjoner og oppkjøp vil mer sannsynlig gjøre et forsøk” (Kummer & Steger, 2008: 48). Man kan altså tenke seg at når en finanskrisen inntreffer vil en del overmodige aktører gjøre oppkjøp som ellers ikke ville blitt gjennomført, altså at aktivitetsnivået stiger. Hvorvidt disse transaksjonene er verdiskapende ligger utenfor denne avhandlingen. Empiri viser riktignok at ”overconfidence” kan være ”...en barriere for effektiv beslutningstaking” (Bazerman & Moore, 2009:37).

(2) Finansiell atferd og gjeldsgrad

Under dette avsnittet vil vi fortsette å se på det høye aktivitetsnivået, men vi vil også trekke enda litt videre på begrepene knyttet til optimisme, og bruke disse til å spekulere i årsaker til resultatene fra soliditetsanalysen. Vi ser ikke bare en sterk og styrkende soliditet blant selgerne under Finanskrisen, men også at deres gjeldsgrad ligger godt under kjøpernes. Hva kan være grunnen til at de som har gjort oppkjøp har en markant høyere gjeldsgrad enn selgerne, og hvorfor selger noen ut sine forretningsenheter når de har relativt god soliditet? Vi vil her legge frem de vi kaller for **optimist-pessimist-hypotesen**, som er et resultat av å kombinere litteratur knyttet til ”behavioural finance”, forhandlinger, og egne drøftelser.

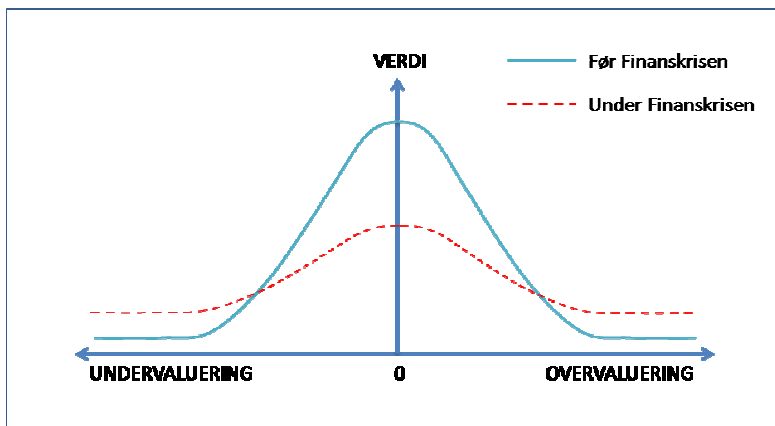
Som nevnt er mennesker forskjellige når det kommer til forventninger, og noen ser på Finanskrisen som en mulighet mens andre ser på den som en trussel. Som den amerikanske forfatteren Bill Vaughan sa; *“an optimist stays up until midnight to see the new year in – a pessimist stays up to make sure the old year leaves”* (Vaughan, u.d.). Dette sitatet fanger essensen i hypotesen om at optimistene ser framover og fokuserer på mulighetene, noe også Winston Churchill uttalte; *“the pessimist sees the difficulty in every opportunity – the optimist sees the opportunity in every difficulty”* (Churchill, u.d.). I krisetider vil altså optimistene være mer villige til å gjøre oppkjøp, fordi de ser muligheter i de problemene som eksisterer, mens pessimistene sannsynligvis er mer tilbøyelige til å selge, fordi de ikke ser lys i andre enden av tunnelen. Dermed møtes flere ved forhandlingsbordet, og flere transaksjoner gjennomføres som en følge av dette.



Vi kan også knytte dette til forventningene i markedet og verdivurdering av potensielle oppkjøpsmuligheter. Når det kommer et sjokk som Finanskrisen representerer, dannes det usikkerhet

rundt verdsettelse. Hvis man antar at et oppkjøpsmåls "sanne" verdi ligger i origo, og at noen systematisk under- og overvaluerer, kan vi tegne en forventningsrett fordeling tilnærmet lik normalfordelingskurven (figur 5.2.3a). Det er ingen korrekt/sann verdi her – det er usikkerhet som driver disse forventningene.

Figur 5.2.3a – Spredning i verddivurdering av potensielle oppkjøpsmål



Den blå kurven representerer før Finanskrisen, hvor toppunktet som ligger over origo tilsvarer den nøytrale verdien. Potensielle kjøpere ligger langs kurven, og som vi ser faller den raskt på begge sider. Dette impliserer at det bare er kjøpere som ligger nært opp mot origo som vil være aktuelle i en videre forhandlingsfase. De andre vil gi bud som ligger for langt under hva selgeren er villig til å vurdere. Hva skjer så når Finanskrisen blir en virkelighet? Som vi ser fra den røde stiplede linjen faller toppunktet ned, noe som er naturlig i slike tider – verdien faller på grunn av devaluering av oppkjøpsmålets aktiva, forverrede fremtidsutsikter og andre forventninger i markedet. Vi kan fortsatt ha en forventningsrett fordeling under Finanskrisen, men toppunktet reduseres i verdi og halene blir "tykkere". Som en konsekvens av dette øker spredningen i forventningene, og da kan det bli større gevinster ved handel mellom de med positive og negative forventninger. Det trenger altså ikke nødvendigvis å være slik at aktørene er irrasjonelle, men at de er uenige om hvordan fremtiden ser ut. Med den nye fordelingen er det flere aktuelle aktører som ligger relativt nært opp mot origo, og av den grunn vil flere transaksjoner gjennomføres. Dette resonnementet kan forklare det høye aktivitetsnivået.

Optimisme og pessimisme er begreper som kan sammenlignes med **risikoaversjon**. Noen er av natur mer optimistiske enn andre, og vice versa. Man kan da tenke seg at optimistene har en høyere risikovillighet, mens pessimistene er mer risikoaverse. En person er ikke nødvendigvis like risikovillig/-avers i enhver situasjon, "... de fleste av oss er risikoaverse i

forhold til noen beslutninger, og risikovillige i forhold til andre” (Bazerman & Moore, 2009:67). Disse påstandene kan hjelpe oss med å forstå hvorfor kjøperne i vårt utvalg har markant høyere gjeldsgrad enn selgerne, og hvorfor selgerne under Finanskrisen har lavere gjeldsgrad sammenlignet med kontrollperiodene. Med risiko mener vi i denne konteksten eksponeringen man står overfor ved å ha en høy gjeldsgrad. Risikovillige aktører assosieres altså med høy gjeldsgrad, mens risikoaverse aktører assosieres med lavere gjeldsgrad. Sistnevnte vil ønske å benytte seg av intern egenkapitalfinansiering, mens “...selskaper ledet av optimistiske og/eller overmodige personer vil velge mer lånefinansiert kapitalstruktur enn andre, ceteris paribus” (Barros & Da Silveira, 25.02.2007:2). Vi kjenner også igjen begrepet ”overmodighet” i dette sitatet, som vi var inne på over. Selgerne i vårt utvalg har god soliditet, men dette kan skyldes at majoriteten av disse er pessimister av natur, og at de selger fordi de ikke ser lys i enden av tunnelen heller enn at de er presset til å selge av økonomiske årsaker.

Vi har vært inne på forhandlinger og forhandlingsteori. Spesielt snakket vi om at det i krisetider kan være flere aktører som er interessert i å kjøpe eller selge forretningsenheter i markedet for selskapskontroll, blant annet på grunn av større spredning i forventninger knyttet til verdivurdering som vi utledet over. Videre kan man tenke seg at flere transaksjoner gjennomføres også fordi **forhandlingssonen** øker. I samtale med professor i forhandlinger og organisasjonsatferd ved NHH, Jørn Rognes (vedlegg 3), kom vi fram til følgende poeng med tanke på risikovillighet/-aversjon i forhandlinger; vi ser jo at kjøperne har mye høyere gjeldsgrad enn selgerne, og det er dette som muligens kan forstørre en forhandlingszone og lede til at handler gjennomføres som ellers ikke ville blitt gjennomført. Risikovillige aktører har som sagt gjerne høyere gjeldsgrad, mens risikoaverse bruker mer intern egenkapital. I krisetider kan det tenkes at risikoaverse aktører er villige til å selge for en lavere pris enn de ellers ville gjort, både som direkte følger av krisens innvirkning på selskapets markedsverdi, og av forventninger om egen skjebne. På samme måte kan det tenkes at risikovillige aktører er villige til å kjøpe til en høyere pris enn de ellers ville gjort, for eksempel fordi de vurderer sine evner og potensielle synergier høyere. I atferdspsykologi og forhandlingsteori snakker man om irrasjonell optimisme, illusjon om overlegenhet, og overconfidence, begreper vi har vært inne på tidligere (Maholtra & Bazerman, 2007). Det er ikke nødvendigvis slik at kjøperne er irrasjonelle, men det kan være mer fremtredende i krisetider.

Når kjøperne er villig til å betale høyere pris, og selgerne er villige til å selge for lavere pris, vil forhandlingssonen øke. I Figur 2.1.3a – Selskapsverdier vil dette si at differansen mellom verdi for kjøper og markedsverdi av oppkjøpsmålet stiger. Når det er flere aktører som nå er

aktuelle transaksjonsparter vil flere transaksjoner kunne bli gjennomført, noe som kan forklare det høye aktivitetsnivået under Finanskrisen.

Vi ser altså parallellene mellom risikovillighet og optimisme, og risikoaversjon og pessimisme. Dette er kunnskap overført fra kognitiv teori – se for eksempel Bazerman & Moore (2009). Optimistene vil ha høyest gjeldsgrad og pessimistene lavest gjeldsgrad. Optimistene tenker at de kan kjøpe billig i krisetider, samtidig som enkelte overvurderer egne evner og synergier. Pessimistene tenker utelukkende negativt på nedgangstider og føler at de må selge. Med andre ord er optimistene ivrigst på å kjøpe og pessimistene ivrigst på å selge. Dette kan forklare resultatene knyttet til gjeldsgrad. Siden optimistene har høyere gjeldsgrad vil naturligvis kjøperne i vårt utvalg ha en høyere gjeldsgrad enn selgerne. Motsatt, siden pessimistene har lavere gjeldsgrad, vil selgerne i vårt utvalg ha en lavere gjeldsgrad. Dette vil også gjelde under normale tider, men når et sjokk som Finanskrisen kommer, vil effektene bli mer fremtredende, og dette kan være årsaken til at gjeldsgraden til selgende selskaper faller under finanskrisen – det er enda flere pessimister som nå selger unna virksomhet.

Det kan selvsagt argumenteres mot denne presumpsjonen siden det som regel ikke er bare én enkelt person som tar beslutningen om ekspansjon/kontraksjon. Ledergruppen, styret og aksjonærene har alle en finger med i spillet. Som Williams (21.04.2004) argumenterer for: *”det er riktignok ikke vitenskap, men verdivurdering i fusjoner og oppkjøp er i dag drevet av nøkterne kalkulasjoner av lønnsomhet heller enn irrasjonell optimisme”*. På den andre siden er det faktisk vist at eierne ofte ikke tar del i beslutningene om oppkjøp, men at toppledelsen i stedet er ansvarlig for dette (Besanko et al, 2007). Dette åpner for flere motiver for ekspansjon utover det som er i eiernes interesser, samt at overmodighet og andre former for atferdspsykologi blir relevant. Vi mener derfor at resonnementet over fortsatt stiller sterkt som forklaringskandidat for resultatene i analysedelen.

5.2.4 Egenskaper ved datagrunnlaget

Som vi har sett er det store avvik mellom opprinnelige forventninger faktiske funn, noe som gjør avhandlingen ekstra spennende. Dette øker også behovet for å kontrollere dataene og vurdere svakheter, for å kunne slå fast om dette faktisk er sannheten. Til dette henviser vi til kapittel 4 hvor vi vurderte forutsetningene for analysen og gjennomgikk kontroller av datasettet. I det følgende vil vi diskutere andre egenskaper ved datasettet som vi ikke har vurdert, og som kan ha effekter på analysene og resultatene av disse.

Rekordåret 2006

Dette er et fenomen som vi tidlig fattet interesse for, og som vi også har vært inne på tidligere i oppgaven. Kapittel 4.2.2 har som mål å kontrollere transaksjonsnivået i periode 2, som også inkluderer de fire siste månedene i rekordåret 2006. Ved å ta for seg de mest aktive bransjene i perioden, finner analysen at 4711 – Butikkhandel utmerker seg som en aktiv bransje. Kapittelet undersøker effektene av å fjerne transaksjoner med selskaper innen nevnte bransje, men finner ingen forklaring på *hvorfor* 2006 peker seg ut som et så spesielt år.

Vi vil nå søke etter mulige forklaringer på hvorfor så mange transaksjoner fant sted i 2006. På bakgrunn av datagrunnlaget og de påfølgende analysene, var det naturlig å starte med butikkhandel som bransje, og ICA Detalj AS spesielt. Valg av selskap falt naturlig fordi de er involvert i majoriteten av transaksjonene som representerer den dominerende bransjegruppen butikkhandel. Ved å se nærmere på oppkjøpene deres, finner vi at oppkjøpsobjektene er matvareforretninger drevet av franchisetakere. ICA som selskap har lidd under svært tøff konkurranse fra andre norske aktører, og disse oppkjøpene kan tyde på at oppkjøpsobjektene ikke hadde resultater med positivt fortegn. Fra ICAs nettsider står det at franchising er en del av forretningsideen bak driften av deres butikker (ICA Norge, 2007). Det er derfor besynderlig at konsernet tar over driften. Det kan også ha sammenheng med den pågående trenden med kraftig restrukturering i matvarebransjen som gjør at matvarekjedene blir større og færre. Dette leder oss til å tro at disse oppkjøpene er selskapsspesifikke av natur, og ikke har å gjøre med makroøkonomiske forhold, noe som gjør dette til en dårlig kandidat for å forklare det høye transaksjonsnivået i 2006.

Et naturlig neste steg var å ta kontakt med Apotek1, som var involvert i flere transaksjoner i det aktuelle året. Deres uttalelse gikk i all hovedsak ut på at bakgrunnen for deres oppkjøp var endringer i reglementet som omfatter arbeidsgiveravgift. Dette sporet tok vi med oss videre inn i samtaler med førsteamanuensis i skatterett ved NHH, Arthur Brudvik (19.02.2010), som avkreftet at en slik regelendring vil kunne påvirke oppkjøp på en slik måte at 2006 ble et så aktivt år. Videre ble skattereformen i 2006 også avkreftet som kilde til et slikt aktivitetsnivå.

Vi gjorde deretter søket bredere ved å se på uttalelser i media rundt temaet, og fant at 2006 ble forklart å være et særskilt godt år for transaksjoner av flere årsaker. Den lave styringsrenten ble ment å være en av disse, da denne hadde vedvart i lengre tid. Dette støttes av figur 4.1.1a, som viser at styringsrenten i Norge har vært stabilt lav fra begynnelsen av 2004 til utgangen av 2006. Videre menes økende aktivitet innen hedgefond (langsiktige verdipapirer) og

interesse for private equity å lede til økt aktivitet innen fusjoner og oppkjøp (CNNMoney.com, 20.12.2005). En annen kilde tar for seg markedet i Norge spesielt, og lister en rekke indikatorer til at ”2006 blir et rekordår for fusjoner og oppkjøp” (Bridgehead AS, 01.2006). Blant de ytterligere indikatorene finnes høy oljepris, sterk børsutvikling, økt interesse blant bankene for oppkjøpsfinansiering og økt inntjening blant selskapene. Disse kildene gir oss muligheten til å konkludere med at 2006 simpelthen var et godt år for fusjoner og oppkjøp. I denne sammenheng er det viktig å presisere at vi er opptatt av endringen mellom periodene, og konklusjonen som vi her trekker vil ikke påvirke utviklingen mellom periode 1, 2 og 3 annet enn de nevnte effektene under kapittel 4.2.2 om relaterhet.

Manglende organisasjonsnummer

Datagrunnlaget er stort og har vært tilnærmet fullstendig utfyllende i forhold til de analysene vi har gjort. Allikevel inneholder datasettet en vesentlig mangel – organisasjonsnummer. Vi vil i det følgende sammenfatte en konsekvensutredning av å mangle denne informasjonen.

”Organisasjonsnummer er et unikt nummer på ni posisjoner som identifiserer foretak og bedrifter entydig” (Statistisk Sentralbyrå, 23.04.2010). Identifikasjonen til et foretak i datasettet fra Zephyr består utelukkende av selskapsnavn. En av svakhetene til kun å benytte selskapsnavnet som identifikasjon, er at det i sammenheng med fusjoner og oppkjøp ikke er uvanlig at navn på foretakene endres, eller at foretakene simpelthen slettes. De kan derfor være vanskelig å finne igjen, gitt at transaksjonen skjedde for en stund siden. Hadde datasettet inneholdt et unikt organisasjonsnummer, ville dette ikke vært et tema.

Manglende organisasjonsnummer gjør det vanskelig å koble virksomheten med geografisk beliggenhet, noe som kunne ha gitt informasjon om det var ulikheter i resultatene avhengig av lokasjon. Enkelte områder kan ha større konsentrasjon av noen typer virksomheter enn andre, som kan gi forskjeller i hvordan Finanskrisen har påvirket norsk næringsliv. Dette begrenser også evnen til å koble foretaket med bransjetilhørighet, som ville gitt en mer nøyaktig bransjeanalyse. Fra samplingdelen i kapittel 3 så vi imidlertid at andelen manglende data på bransjetilhørighet er liten.

I kapittel 4.1.3 gjennomførte vi en kontroll av datasettet med hensyn på selskapsform. Siden vi ikke har organisasjonsnummer, valgte vi i denne analysen å benytte de siste bokstavene i selskapsnavnet som indikator for hvilken selskapsform virksomheten tilhørte. Dette gir naturligvis grobunn for mangler, da selskapsnavnet ikke alltid inneholder selskapsformen.

En annen viktig svakhet som følge av manglende organisasjonsnummer er at vi ikke har hatt muligheten til å oppdrive selskapsstørrelse. Vi har derfor ikke kunnet se hvilken effekt selskapsstørrelsen har hatt på evnen til å skaffe seg gjeld i de aktuelle periodene, eller hvorvidt det er systematiske forskjeller mellom sammensetningen av selskaper mellom de ulike periodene. Litteraturen tyder på at selskapsstørrelse har stor betydning for evnen til å belåne og for investors avkastningskrav. Mindre selskaper kan derfor støte på større problemer i en likviditetskrise enn større selskaper. Som vi så har gjennomsnittlig transaksjonsverdi falt under krisen, noe som kan indikere at det er mange små bedrifter i observasjonsperioden relativt til i kontrollperiodene. Med organisasjonsnummer ville vi kunnet svare på hvilke effekter Finanskrisen har hatt på selskaper med ulik størrelse basert på datasettet, samt sjekke sammensetningen. Det er viktig å presisere at det er mulig å innhente data der virksomhetenes størrelse fremkommer, eksempelvis omsetningstall, men at vi innenfor gitte rammer ikke har hatt muligheten til dette.

Med organisasjonsnummer i datasettet ville vi kunnet trekke inn andre soliditetsmål og regnskapstall i etterkant. Siden gjeldsgraden til samtlige selskaper ble innhentet manuelt for hvert enkelt selskap, har vi hatt muligheten til å gjøre en slik innhenting kun én gang. I noen tilfeller oscillerer gjeldsgraden til virksomhetene rundt null. Som vi husker fra kapittel 4.3.4 kategoriserer vi virksomheter med gjeldsgrad ned mot null som sunne. Videre kategoriserer vi selskaper med gjeldsgrad rett under null som usunne. Det blir derfor utslagsgivende hvilken gjeldsgrad selskapene har for hvilken konklusjon vi trekker. Hadde vi hatt muligheten til å kontrollere funnene på bakgrunn av disse kategoriseringene, eksempelvis ved hjelp av total kapitalrentabilitet eller andre mål, ville konklusjonene vært mer robuste. Omsetningstall på virksomhetene kunne videre bidratt til å stadfeste når Finanskrisen slo til i Norge mer eksakt, og også for innhenting av disse tallene hadde organisasjonsnummer vært å foretrekke. Omsetningstall rapporteres dessuten kvartalsvis slik at utviklingen over tid er lettere å studere.

Andre perspektiver

Fra samtaler med ulike har vi funnet at det er mange faktorer som spiller inn på om et selskap skal kjøpe eller selge virksomhet. Selv om dette er en relativt intuitiv tanke, fortjener den en utdyping. Vi ønsker her å gi et innsyn i andre perspektiver som vi ikke har vært inne på tidligere i oppgaven for å tegne et mer nyansert bilde.

Det finnes ulike vinklinger på Finanskrisen som fenomen. Jens Askehaug i Pareto (Askehaug, 2010) hevder at Finanskrisen er mer en slags frykt i markedet enn en realitet. Dette støttes av et lavt rentenivå, lav arbeidsledighet og regjeringens krisepakker. Eksportnæringen er som vi har vært inne på et unntak. Effektene på lengre sikt er noe annet, noe som fører oss tilbake til tankene i kapittel 5.2.2 om at analysen muligens har blitt utført for tidlig.

Et annet perspektiv gitt oss av Weibull AS (Amundsen & Simonsen, 2010) er at i sine mange år som rådgivere for selskaper involvert i fusjoner og oppkjøp, har de aldri hørt om selskaper som har gjennomført transaksjoner med likviditetsproblemer som hovedmotiv, eller sågar som motiv i det hele tatt. Dette støttes av analysene vi har gjennomført og presentert i kapittel 4, hvor selgerne ikke synes å være finansielt presset til å selge under krisen.

Med hensyn på datasettet og de påfølgende analysene, er de svært aggregerte av natur. Det er med stor sannsynlighet mange faktorer som spiller inn, og som med vårt utgangspunkt er umulige å vaske ut for å se effektene isolert. Flere av dem er nevnt tidligere i kapitlet. Et eksempel på en slik faktor, er at det i mange transaksjoner er tale om interne restruktureringer. Vi har i kapittel 4.2.3 diskutert omstendighetene rundt finansielle transaksjoner, og slike interne restruktureringer vil ha samme karakter som en slik finansiell transaksjon – nemlig at kontrollrettighetene ikke skifter hender. Den 09.oktober 2007 kjøpte DNO International ASA selskapet NOIL Energy ASA fra Det Norske Oljeselskap ASA. Uten å være bastant i det følgende, er det grunn til å tro at kontrollrettighetene over NOIL Energy ASA ikke i dramatisk grad har skiftet hender. Ingen av selskapene har en finansiell bransjetilhørighet. Slike interne handler er det vanskelig å vaske ut av datasettet, men kan allikevel påvirke resultatene i den ene eller andre retningen. Også ICA Detalj AS har som nevnt foretatt en del restruktureringer de siste årene.

Kapittel 6: Konklusjon

Denne avhandlingen har studert Finanskriseens effekt på markedet for selskapskontroll i Norge ved å sammenligne fusjoner og oppkjøp før og under krisen. Våre hovedvariabler har vært relatertheten mellom, og soliditeten til kjøpende og selgende selskaper.

Som det har gått frem av analysen, har våre resultater i stor grad stridt mot de forventningene litteraturen har gitt oss. Grunnet innsnevret kapitaltilgang og usikkerhet knyttet til forventninger i markedene, skulle man forvente en kraftig reduksjon i fusjons- og oppkjøpsaktivitet under Finanskriseen. Fra den deskriptive analysen så vi tvert imot at det har vært en jevn stigning i antall transaksjoner de siste 10 årene, inkludert under Finanskriseen. I kapittel 5 diskuterte vi mulige forklaringer på dette, med fokus på finansiell atferdsteori. Vi så at saueflokkatferd, optimisme versus pessimisme og forhandlingsteori kan bidra til å forstå hvorfor flere transaksjoner enn ellers kan bli gjennomført.

I forbindelse med relaterthet har vi sett en fokuseringstrend siden 1980-tallet som skulle forventes å bli akselerert etter et finansielt sjokk. På kjøpersiden var graden av relaterthet riktignok nokså upåvirket av Finanskriseen og viser derfor verken en kontinuitet i fokuseringstrenden, eller en akselerasjon slik vi hadde forventet. Dog er det er på selgersiden at resultatene er mest oppsiktsvekkende – stikk i strid med forventningene ble det i økende grad solgt helt relatert virksomhet under Finanskriseen. Ikke bare finner vi manglende støtte for en forventning om en akselerasjon i urelaterte salg, men utviklingen går de facto i motsatt retning. Disse helt relaterte salgene var *ikke* et resultat av at bedriftene var tvunget til å selge for å overleve. Vi fant heller ikke støtte for at selgerne kvittet seg med ”syke barn” til uvitende kjøpere utenfor bransjen – det virker i stedet som at markedet for selskapskontroll utfører en effektivisering der kontrollrettigheter overføres til bedre eiere, siden helt relaterte salg i markant økende grad snappes opp av helt relaterte kjøpere.

Vår andre hovedvariabel, soliditet, ble analysert gjennom gjeldsgraden til de involverte partene. Man skulle man forvente at likviditetskriseen har direkte innvirkning på selskapers soliditet, og at enkelte selskaper derfor er tvunget til å selge. Samtidig, siden bankene har stengt slusene, vil kjøpende selskaper måtte ha en stor intern kapitaltilgang for å kunne finansiere oppkjøp. Det var derfor en forventning om at kjøpende selskaper har god soliditet, og lavere gjeldsgrad enn selgende selskaper. Vi fant at soliditeten til kjøperne fortsatt var sterk under Finanskriseen – igjen er det på selgersiden at resultatene er spesielt interessante.

Selgerne fikk en sterkere soliditet sammenlignet med kontrollperiodene, og relativt til øvrige norske selskaper var de mindre truffet av krisen. Deres soliditet var dessuten mye sterkere enn kjøpernes, og de synes derfor ikke å være tvunget til å selge sine forretningsenheter. Også i forbindelse med disse resultatene har vi vært inne på finansiell atferdsteori. Det at noen mennesker av natur er mer optimistiske/pessimistiske og risikovillige/-averse enn andre, vil kunne forklare hvorfor resultatene går i motsatt retning av forventningene. Ut fra et forhandlingsperspektiv så vi også at forhandlingssonen som et resultat av dette kan vokse under krisetider og lede til at flere transaksjoner gjennomføres.

Avslutningsvis er det viktig å se resultatene i en større sammenheng. Analysene går på overordnet og aggregert nivå, og det er høyst sannsynlig mange effekter som samspiller og skaper det totale bildet. Denne avhandlingen har bidratt til å sette søkelyset på andre aspekter ved fusjoner og oppkjøp enn ren konsernstrategisk- og finansiell teori. Resultatene viser at psykologiske og sosiologiske faktorer også kan ha stor innvirkning på porteføljebeslutninger. Vi poengterer at som ledd i forskningsprosjektet ved NHH søker ikke denne utredningen å gi fasitsvar på årsakene til resultatene vi finner, men å utarbeide forslag til mulige forklaringer som kan studeres nærmere senere i prosjektet.

Svakheter ved avhandlingen og forslag til fremtidig forskning

Vi vil anbefale å se også på andre mål på relaterhet enn bransjekoder. Som vi har diskutert er det stor uenighet i forskningsmiljøet omkring hva som utgjør det beste målet. Siden eksempelvis Weibull ikke kjenner seg igjen i at noen kvitter seg med sin kjernevirksomhet er det naturlig å undersøke resultatene om at selgerne selger ut stadig mer relatert virksomhet. Vi mener at man bør se på mål som også tar høyde for komplementaritet og andre hensyn.

Videre vil vi anbefale å gjøre soliditetsanalysen på nytt inkludert de nye regnskapstallene for 2009, for å se på hvorvidt effektene av Finanskrisen slo inn noe senere. Som nevnt har krisen direkte innvirkning på likviditeten, men insolvens er resultat av sviktende likviditet over tid. Vi anbefaler derfor å se på transaksjonene for 2010 med tilhørende inngående gjeldsgrad fra regnskapsåret 2009. I tillegg vil vi anbefale bruk av alternative soliditetsmål som for eksempel total kapitalrentabilitet, og kvartalsvise omsetningstall, hvor Finanskrisens effekter raskere slår inn. Avslutningsvis vil det å trekke inn selskapsform og selskapsstørrelse bidra til et mer nyansert bilde av ulikheter i kapitalstruktur.

Kapittel 7: Bibliografi

- Accenture. (09.2006). *Tross problemer med å oppnå forventet verdiskaping: En av tre nordiske bedrifter sier oppkjøp er nødvendig for å overleve*. Hentet 03.03.2010 fra http://www.accenture.com/Countries/Norway/Research_and_Insights/TrossOverleve.htm
- Aghion, P., Bond, S., Klem, A., & Marinescu, I. (2004). Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different? *Journal of the European Economic Association*, April-Mai 2004, Vol.2, No. 2/3, ss. 277-288.
- Almazan, A., & Molina, C. (2002). Intra-Industry Capital Structure Dispersion. *McCombs School of Business - McCombs Research Paper Series No. FIN-11-02 (27. November 2002)*, Hentet 13.04.2010 fra <http://ssrn.com/abstract=292699>
- Amundsen, T. & Simonsen, P. A. (2010). Semistrukturert intervju om Finanskrisen, relaterthet og gjeldsgrad. Se vedlegg 3 (J. L. Schwartz, Intervjuer)
- Andrews, K. R. (1971). *The Concept of Corporate Strategy*. Homewood, IL:Irwin.
- Askehaug, J. (2010). Semistrukturert intervju om Finanskrisen, relaterbarhet og gjeldsgrad. Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)
- Barney, J. B. (2007). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (3. utg.). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Barney, J. B. (1988). Returns to Bidding Firms in Mergers and Acquisitions - Reconsidering the Relatedness Hypothesis. *Strategic Management Journal* (9), ss. 71-78.
- Barros, L. A., & Da Silveira, A. D. (25.02.2007). Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure. Hentet 28.03.2010 fra <http://ssrn.com/abstract=953273>.
- Bazerman, M. H., & Moore, D. (2009). *Judgement in Managerial Decision Making* (7. utg.). John Wiley & Sons.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1989). Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*, 79 (1), ss. 14-31.
- Bernanke, B., & Gertler, M. (1990). Financial Fragility and Economic Performance. *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1), ss. 87-114.

- Bertelsen, A. M. (15.03.2010). Korrespondanse pr. e-post om Zephyr som database. Se vedlegg 3 (J. L. Schwartz, Intervjuer)
- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., & Schaefer, S. (2007). *Economics of Strategy* (4. utg.). John Wiley & Sons.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance* (9. utg.). Boston: McGraw-Hill/Irwin.
- Bridgehead AS. (01.2006). *2006 blir et rekordår for fusjoner og oppkjøp (M&A)*. Hentet 08.04.2010 fra www.bridgehead.no/downloads/Across_Januar_2006.pdf
- Brudvik, A. (19.02.2010). Kommentarer på skattereformen av 2006 og endringer i regler om arbeidsgiveravgift. Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)
- Brønnøysundregistrene. (29.04.2010). *Brønnøysundregistrene: Registeretat og Datakilde*. Hentet 29.04.2010 fra <http://www.brreg.no/>
- Bureau van Dijk. (02.05.2010). *Company information and business intelligence*. Hentet 02.05.2010 fra <http://www.bvdinfo.com/Home.aspx>
- Bureau van Dijk. (29.04.2010). *Zephyr*. Hentet 29.04.2010 fra <https://zephyr.bvdep.com/>
- BusinessDictionary.com. (u.d.). *Definisjon av finanskrise*. Hentet 13.04.2010 fra <http://www.businessdictionary.com/definition/financial-crisis.html>
- Byrkjeland, M., & Langeland, O. (2000). Kapittel 4 Hva betyr eierskapet? *Hentet fra Fafo-notat 2000:22, "Statlig eierskap i Norge 1945-2000"*. Hentet 12.04.2010 fra <http://www.fafo.no/pub/rapp/655/655.pdf>
- Bøhren, ., & Michalsen, D. (2001). *Finansiell konomi - Teori og Praksis* (2. utg.). Skarvet Forlag.
- Cantwell, J., & Santangelo, G. D. (2004). M&As and the Global Strategies of TNCs. *The Developing Economies* (XL-4), ss. 400-434.
- Chatterjee, S., & Lubatkin, M. (1990). Corporate Mergers, Stockholder Diversification, and Changes in Systematic Risk. *Strategic Management Journal* (Vol. 11, No. 4, Mai-juni 1990), ss. 255-268.

- Churchill, W. (u.d.). *Quotation about pessimists and optimists*. Hentet 27.04.2010 fra <http://www.brainyquote.com/quotes/quotes/w/winstonchu156899.html>
- CNNMoney.com. (20.12.2005). *Outlook rosy for 2006 M&A activity*. Hentet 08.04.2010 fra http://money.cnn.com/2005/12/20/markets/mergers_acquisitions_2006/index.htm
- Colley, J. L., Doyle, J. L., & Hardie, R. D. (2004). *Corporate Strategy: The McGraw-Hill Executive MBA Series*. New York: McGraw-Hill Professional.
- Constantinos, M. C., & Williamson, P. J. (1994). Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance. *Strategic Management Journal* (15), ss. 149-165.
- Eniro Norge AS. (29.04.2010). *Proff Forvalt*. Hentet 29.04.2010 fra <http://www.forvalt.no/Default.aspx>
- Epiq Bankruptcy Solutions (u.d.). *Lehman Brothers Holding Inc. (Ch. 11)*. Hentet 09.04.2010 fra <http://chapter11.epiqsystems.com/LBH/Project/default.aspx?DMWin=7b772ab5-ba03-45f2-ae6d-fe5240bbe529>
- Feldstein, M. S. (1991). The Risk of Economic Crisis. *National Bureau of Economic Research*.
- forvalt.no. (u.d.). *Vurdering av nøkkeltall - Gjeldsgrad*. Hentet 29.01.2010 fra http://www.forvalt.no/public/ordliste/OrdListe.aspx?show_page=v15.html
- Georgia State University. (u.d.). *Diversification Strategy*. Hentet 15.03.2010 fra Presentation in BA8993 week 10: www2.gsu.edu/~wwwsmg/BA8993week10.ppt
- Goold, M., & Luchs, K. (2003). *Why Diversify? Chapter 18 in Faulkner & Campbell (eds): The Oxford Handbook of Strategy*. Oxford: Oxford University Press.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2007). *Metode og dataanalyse - Med fokus på beslutninger i bedrifter* (4. utg.). Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Grytten, O. (20.05.2008). *Krakk og Kriser i historisk perspektiv*. Hentet 13.04.2010 fra Vårkonferansen NHH: <http://www.nhh.no/no/forskning-og-fagmiljø/seminar-og-konferansar/vårkonferansen/tidligere-år/program-2008.aspx>
- Haugland, S. A. (2004). *Samarbeid, allianser og nettverk* (2. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.

- ICA Norge. (2007). *Mål og Strategier*. Hentet 23.04.2010 fra http://www.ica.no/FrontServlet?s=om_ica&state=om_ica_dynamic&viewid=7842&showMenu=om_ica_0_7
- Ingebrigtsen, T. M., & Rogstad, G. A. (1997). Parenting Advantage - En regulerende idé for analyse og utvikling av konkurransekraft og konsernstrategi i FESIL. *Masterutredning i fordypningsområdet Strategisk analyse ved Norges Handelshøyskole*, Utr. 9631.
- Investorwords.com. (u.d.). Definisjoner av økonomiske nedgangstider. Hentet 13.04.2010 fra <http://www.investorwords.com/4086/recession.html>;
http://www.knowledgerush.com/kr/encyclopedia/Economic_downturn/; <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Economic+downturn>
- Isachsen, A. J. (2009). *Finanskrisen - Hvem skal betale gildet?* Hentet 15.03.2010 fra Handelshøyskolen BIs nyhetsarkiv 2009 - publisert i Arne Jon Isachsens vinterbrev 2009: <http://home.bi.no/fag87025/pdf/2009.02.Finanskrisen.pdf>
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *Ekspansjon - Strategi for forretningsutvikling* (1. utg.). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Johansen, S. T. (30.01.2008). *SOL040 Strategisk ledelse - Forelesning i forretningsenhetsstrategi*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Johnsen, Ø. (15.02.2010). Kategorisjef Rema 1000. Se vedlegg 3 (J. L. Schwartz, Intervjuer)
- Johnson, G., Scholes, K., & Whittington, R. (2005). *Exploring Corporate Strategy* (7. utg.). Harlow, England: Pearson Educated, Prentice Hall.
- Kindleberger, C. P., Aliber, R., & Solow, R. (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (5. utg.). Wiley.
- Klein, P. G., & Lien, L. B. (2009). Can the Survivor Principle Survive Diversification? *Working paper. Department of Management and Strategy, Norwegian School of Economics and Business Administration, Norway*. Hentet 12.03.2010 fra http://mora.rente.nhh.no/conferences/TCEWorkshop2003/papers/Klein_Lien.pdf.
- Klein, P. G., & Lien, L. B. (2009). Diversification, Industry Structure, and Firm Strategy: An organizational economics perspective. *Advances in Strategic Management* (26), ss. 289-312.

- Knivsflå, K. H., Rud, L., & Sættem, F. (2000). Kapitalnettverk for små og mellomstore bedrifter. *Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning, Bergen Oktober 2000* (SNF-Rapport Nr. 72/00), SNF-Prosjekt nr. 7855: "Forretningsmessig tjenesteyting i informasjonsnettverk" finansiert av Telenor.
- Kummer, C., & Steger, U. (2008). Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure. *Strategic Management Review*, 2 (1), ss. 44-63.
- Levesen, E.-K. (1998). En konsernstrategisk analyse av Orkla og Rieber & Søn. *Masterutredning i fordypningsområdet Strategi og ledelse ved Norges Handelshøyskole, våren 1998*, Utr. 10586.
- Lien, L. B. (2008). Kap. 3 - Gevinster og tap i markedet for selskapskontroll. I K. Boye, & C. B. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. 36-49). Cappelen Akademisk Forlag.
- Lien, L. B. (2010). Recessions Across Industries: A Survey. *Skrevet som ledd i Norges Handelshøyskoles forskningsprosjekt "Krise, omstilling og vekst"*, Foreløpig utkast (Rev.3) av 08.03.2010. Artikkelen er enda ikke publisert - ønskes tilgang ta kontakt med Lasse B. Lien på Tlf: +47 55 959 726 eller e-post: lasse.lien@nhh.no.
- Lien, L. B. (19.08.2009). *STR428 Konsernstrategi: Forelesning 1 - Introduksjon*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Lien, L. B., & Foss, N. J. (2009). The Determinants of Industry Concentration: Two New Empirical Regularities. *Managerial and Decision Economics* (30), ss. 503-511.
- Lien, L. B., & Klein, P. G. (2006). Relatedness and Acquirer Performance. *Advances in Mergers and Acquisitions* (5), ss. 9-24.
- Lien, L. B., & Klein, P. G. (2009). Using Competition to Measure Relatedness. *Journal of Management* (35), ss. 1078-1107.
- Lien, L. B., & Klein, P. G. (2008). *Why there? A Decomposition of the Choice of Target Industry*. Hentet 13.02.2010 fra <http://www.nhh.no/en/research---faculty/department-of-strategy-and-management/research-and-publications/discussion-papers/2009.aspx>
- Lunde, A. L., & Eliassen, A. (2009). Årsaker til Finanskrisen 2007-2009: En empirisk undersøkelse av finanskrisen i Norge ut fra etablert kriseteori. *Masteroppgave i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole*.

- Maholtra, D., & Bazerman, M. H. (2007). *Negotiation Genius: How To Overcome Obstacles And Achieve Brilliant Results At The Bargaining Table And Beyond*. Harvard Business School, New York: Bantam.
- Manne, H. G. (1965). Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* (11), 110-120.
- Martin, J. D., & Sayrak, A. (2003). Corporate Diversification and Shareholder Value. *Journal of Corporate Finance* (9), ss. 37-57.
- Mjøs, A., & Øksnes, K. (10.2009). *Arbeidsnotat nr.38/09: Dokumentasjon og kvalitetssikring av SNFs og NHHs database med regnskap og foretaksinformasjon for norske selskaper*. Bergen: Samfunns- og næringslivsforskning AS.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance an the Theory of Investment. *American Economic Review* (06.1958/48).
- Mæland, J. (25.05.2010). Semistrukturert intervju om renteendringer og kredittvolum. Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)
- na24.no. (01.10.08). *Hva er virkelig verdi? (Av Arne Lunde)*. Hentet 14.04.2010 fra <http://arkiv.na24.no/Nyhet/327591/Hva+er+virkelig+verdi%3F.html>
- Nilssen, T. (19.03.2010). Semistrukturert intervju om gjeldsgrad og relaterthetsanalyser. Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)
- Norges Bank. (23.01.2006). *Norges Bank - Rentestatistikk*. Hentet 20.04.2010 fra http://www.norges-bank.no/templates/article___41607.aspx
- Norges Bank. (2010, mars 24). *Norges Bank: Oversikt over rentemøter og endringer i styringsrenten*. Hentet 09.04.2010 fra http://www.norges-bank.no/templates/article___67652.aspx
- Paraplyen. (16.04.2009). *Paraplyen - Internavis for NHH-miljøet: "NHH-miljøet med satsingsprogram om krise, omstilling og vekst"*. Hentet 09.04.2010 fra http://paraplyen.nhh.no/paraplyen/arkiv/2009/april/nhh_miljoe/
- Pareto Securities, J. A. (05.03.2010). Ustruktureert intervju om gjeldsgrad og relaterthetsanalyser. Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)

- Peng, M. W. (2008). *Global Strategy* (2. utg.). Mason, Ohio, USA: South-Western Cengage Learning.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M. (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review* (Mai/Juni 1987), ss. 43-59.
- Prahalad, C. K., & Hamel, G. (1990). The Core Competence of the Organization. *Harvard Business Review* (90), ss. 79-91.
- Prahalad, C., & Bettis, R. (1986). The Dominant Logic: A New Linkage Between Diversity and Performance. *Strategic Management Journal* (7), ss. 485-501.
- Prestnes, A. (1999). "Frå naust til konsern" - ein analyse av konsernstrategien i HMR Group i eit Parenting Advantage perspektiv. *Masterutredning i fordypningsområdet Strategi, organisasjon og ledelse ved Norges Handelshøyskole, våren 1999*, Utr. 10653.
- Proctor, R. (2006). *Managerial accounting for business decisions* (2. utg.). Harlow, England: Pearson Education Limited.
- qFinance.com. (u.d.). *Understanding Capital Structure Theory: Modigliani and Miller*. Hentet 14.04.2010 fra <http://www.qfinance.com/balance-sheets-checklists/understanding-capital-structure-theory-modigliani-and-miller>
- Regjeringen.no (2009). Bedriftsøkonomiske lønnsomhetsmål. Hentet 22.04.2010 fra <http://www.regjeringen.no/nb/dep/ad/dok/nouer/2009/nou-2009-7/4/3.html?id=558795>
- Reve, T. (1990). *The Firm as a Nexus of Internal and External Contracts*. Hentet fra Aoki, M., Gustafsson, B. & Williamson, O. E. (red.), "The Firms as a Nexus of Treaties", London: Sage, 133-161.
- Reve, T., & Stokke, P. (1993). *Grunnleggende konsepter for konsernstrategi - Arbeidsnotat nr. 54/1993*. Bergen: Stiftelsen for samfunns- og næringslivsforskning.
- Reve, T., Haugland, S. A., & Grønhaug, K. (1995). *Internasjonalt konkurransedyktige bedrifter*. Oslo: Tano Aschehoug.

- Rognes, J., Bjerkan, J. B., & Ingerø, B. B. (1998). Kapittel 6 - Forhandlinger i fusjoner og oppkjøp. I K. Boye, & C. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. ss. 162-178). Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston: Harvard Business School Press, (utgitt på ny i 1986).
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research Methods for Business Students* (5. utg.). Harlow: Prentice Hall.
- Schleifer, A., & Vishny, R. W. (1991). Takeover in the '60s and the '80s: Evidence and Implications. *Strategic Management Journal* (12), ss. 51-60.
- Sewell, M. (2007). Behavioural Finance. *University of Cambridge*, hentet 26.04.2010 fra <http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>.
- Shim, J. K., & Siegel, J. G. (2009). *Shaum's Outline of Financial Management* (3. utg.). McGraw-Hill.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate Acquisitions and Economic Performance. *Strategic Management Journal* (8), ss. 377-386.
- Skjeret, F., & Sjørgard, L. (2002). Fusjoner og oppkjøp - er det lønnsomt? *SNF-Rapport Nr. 29/2002*.
- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010a). *Tabell 07221 - Boligprisindeks*. Hentet 20.04.2010 fra http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?Productid=08.02&PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/MenuSelP.asp&SubjectCode=08
- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010b). *Tabell 07165: Konkurser (K) etter region, næring (SN2007), organisasjonsform, tid og statistikkvariabel*. Hentet 20.04.2010 fra <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/>
- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010c). *Tabell 04713: Nøkkeltall for børsnoterte foretak (prosent)*. Hentet 20.04.2010 fra <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/>
- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010d). *Tabell 04471: Registrert ledige ved utgangen av måneden, etter kjønn (prosent)*. Hentet 20.04.2010 fra <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/>

- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010e). *Tabell 07103: Ordrestatistikk. Industri, etter næring. SN2007 (2005=100)*. Hentet 20.04.2010 fra <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/>
- Statistisk Sentralbyrå. (20.04.2010f). *Tabell 07166: Konjunkturbarometeret (diffusjonsindeks), SN2007*. Hentet 20.04.2010 fra <http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/>
- Statistisk Sentralbyrå. (23.04.2010). *Detaljert variabelinformasjon fra Registerbasert sysselsetjingsfil*. Hentet 23.04.2010 fra <http://www.ssb.no/mikrodata/datasamling/sysselsetting/variabler/main/kodelister>
- Statistisk Sentralbyrå v/Ida Skogvold. (02.03.2010). *Konverteringsmodell fra SN2002 til SN2007 (Excel-dokument)*. Oslo: Statistisk Sentralbyrå.
- Stenbek, T. (1999). Utviklingen innen konsernstrategi - illustrert ved Norsk Hydro. *Masterutredning i fordypningsområdet Strategi, organisasjon og ledelse ved Norges Handelshøyskole, våren 1999*, Utr. 10733.
- Sættem, O. (11.02.2010). Hvordan oppstår negativ gjeldsgrad? (pr. e-post). Se vedlegg 3 (J. S. Reiten, Intervjuer)
- TheFreeDictionary.com. (u.d.). *Definisjon av "economic downturn" – Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor by David L. Scott. Houghton Mifflin Company*. Hentet 13.04.2010 fra <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Economic+downturn>
- Thoresen, P. (u.d.). *Grunnleggende likviditetsforståelse*. Hentet 14.04.2010 fra Forelningsnotater ved Høyskolen i Oslo: <http://home.hio.no/~ingeea/FORELESNINGER/likviditet-nettopp.biz.pdf>
- Vaughan, B. (u.d.). *New Year Quotes - Bill Vaughan*. Hentet 27.04.2010 fra http://www.finestquotes.com/select_quote-category-New%20Year-page-0.htm
- Veland, G., & Andersen, B. (2008). *Finansnæringen i Norge - Betydning, omfang og utviklingsmuligheter*. FAFO-rapport 2008:1.
- Williams, M. (21.04.2004). *M&A Valuations: Negotiating A Truce - Financier Worldwide. NERA Economic Consulting*, hentet 25.03.2010 fra http://www.nera.com/MediaCoverage.asp?pr_ID=2046.

VEDLEGG

Vedlegg 1: Logg for datainnsamling

Hensikten med denne loggen er å gjøre kildebruken og analysene i utredningen så gjennomsluktig som mulig. Etter ønske fra NHHs satsingsprosjekt, ”Krise, omstilling og vekst”, vil denne loggen fungere som et manuskript som gjør at analysene i utredningen er lette å bygge videre på. Vi vil starte med å gi en oversikt over de kildene vi har brukt, inkludert bakgrunnsinformasjon om de enkelte kildene. Videre følger en kronologisk fremstilling som på lik linje som utredningen er bygget opp i den rekkefølgen analysene ble gjennomført. Denne delen har ikke til hensikt å legge frem resultatene av analysene, men fokuserer på de forutsetningene og den bakgrunnen som analysene bygger på. Der forutsetningene følger naturlig av de funnene som ble gjort, er de aktuelle resultatene henvist til.

V1.1 Oversikt over datakilder

NAVN	BESKRIVELSE
Zephyr	Gjennom biblioteket på NHH har vi tilgang til en Zephyr-databasen (Bureau van Dijk, 29.04.2010) hvor alle fusjoner og oppkjøp i hele verden registreres. Ønskes det å besøke denne databasen bør det altså gjøres gjennom skolens hjemmesider. Vil man gjøre dette hjemmefra må man først logge seg inn via skolens portal. Det er mye informasjon som ligger i denne databasen, men eksportfunksjonen som ligger innebygget gir kun et begrenset utvalg variabler. Disse er: transaksjonsnummer (internt for Zephyr), transaksjons-ID, oppkjøpers navn og opprinnelsesland, oppkjøpsmålets navn og opprinnelsesland, ryktedato, annonseringsdato, avtaletype og avtaleverdi. I denne utredningen har vi valgt å begrense søket til visse kriterier som finnes i Vedlegg 2: Søkekriterier i Zephyr.
Proff Forvalt	Proff Forvalt (utvidet firma- og regnskapsinformasjon) (Eniro Norge AS, 29.04.2010) ”...gir deg blant annet oversikt over

	<p><i>regnskapstall, panteheftelser, betalingsanmerkninger, aksjonærer, konsernrelasjoner, rolleoversikt med styreverv, kredittkommentarer, rating, konkursprediksjon</i>". Her kan man klikke på regnskapsanalyse og få opp utviklingen i sentrale nøkkeltall for hver enkelt bedrift med rapporteringsplikt. Gjennom kontakter har vi fått tilgang til en pluss-konto her og kan derfor gjøre avanserte søk og få opp meget bedriftssensitive data. Vi har brukt denne kilden primært til å søke opp gjeldsgrad for våre bedrifter. Samtidig har de bransjekoder på 5-sifret nivå som har vært til hjelp der Zephyr ikke har vært utfyllende.</p>
Brønnøysundregistrene	<p>Har blitt brukt til å finne selskaper, organisasjonsnumre og bransjetilhørighet. Brønnøysundregistrene tilbyr oppslag i sine registre, slik at man kan sende dem en liste over organisasjonsnumre og få dem til å krysse variabler som for eksempel bransjetilhørighet.</p>
Statistisk Sentralbyrå	<p>Har gitt oss fullstendig oversikt over alle bransjekodene (hierarkiet). Dette har vi fått for både NACE rev.1 og rev.2. Videre har SSB blitt brukt for å se på når finanskrisen slo inn i Norge. For alle bransjer finner vi antall konkurser, driftsmargin, gjeldsgrad mv. for hvert kvartal, og kan derfor se når "knekken" kommer. Kilden har også blitt brukt i mindre analyser og oppslag.</p>
SNF-database med regnskaps- og foretaksinformasjon for norske selskaper	<p>SNF Arbeidsnotat nr. 38/09: "Dokumentasjon og kvalitetssikring av SNFs og NHHs database med regnskaps- og foretaksinformasjon for norske selskaper" (Mjøs & Øksnes, 10.2009). Databasen inneholder [.dta]-filer for Bransjeinfo, Foretaksinfo og Regnskapsinfo. Dataene ble hentet ut med programmet Stata. Bransjekodene er SN2002, omgjort til SN2007 ved bruk av SSB sin konverteringsmodell</p>
Andre kilder	<p>Google for oppslag (bl.a. der selgende selskap ikke er norsk for å finne årsrapporter), www.proff.no (miniutgave av Proff Forvalt som ikke krever innlogging), www.gulesider.no, m.fl.</p>

V1.2 Logg for utarbeidelse av datadokument

Nedenfor følger en trinnvis forklaring av hvordan vi har samlet inn og jobbet med data for å utarbeide masterdokumentet der alt datagrunnlag finnes, og hvor de fleste analyser er utført. Dette masterdokumentet (Excel) kan skaffes ved å kontakte forfatterne av utredningen, eller veileder. Dokumentet er brukervennlig og dynamisk ved at den inneholder en innholdsfortegnelse over alle regneark som gir bakgrunnsinformasjon om analysene som er gjort i arkene. Dette er gjort med hensyn på mulig videre forskning ved NHH og SNF.

V1.2.1 Søk i Zephyr

For å gi leser innsikt i hvordan databasen er bygget opp, vil vi først gi en oversikt over søkemotorens utseende og valgmuligheter. Her har vi tatt 'print screen' av søkemotoren der vi uthever de kriteriene som er valgt. Denne oversikten finnes nederst i dette vedlegget under overskriften "Figurer til vedlegg". Den inkluderer figurene V1.1.1 og V1.1.2. Sistnevnte omfatter en utvidet søkemåte som ved behov kan være nyttig ved videre bruk av databasen.

Søkekriterier i Zephyr

Under vil vi ta utgangspunkt i søkemotorens startside og fremheve hvilke valg vi har gjort. Vi starter i figur V1.1.1 med det uthevede vinduet "Quick deal search".

1. Urørt (siden vi ønsker hele populasjonen)
2. For hver av periodene (én observasjonsperiode og to kontrollperioder) velger vi de aktuelle tidsrommene (fra 01.september i årene 2004, 2006 og 2008 til 31.desember i hhv. 2005, 2007 og 2009). I figuren er observasjonsperioden brukt som eksempel.
3. Vi velger "completed", da vi kun ønsker gjennomførte transaksjoner
4. Oppgaven omhandler fusjoner og oppkjøp, og begge disse kategoriene velges
5. Urørt
6. Siden vi vil studere markedet for selskapskontroll i *Norge*, bruker vi kun transaksjoner der alle parter er norske. Vi velger allikevel å la "vendor" (selger) stå urørt fordi det kun er oppgitt selger på rundt en tredjedel av transaksjonene. Hvis vi her skulle valgt at også selger skulle være norsk, ville vi gått glipp av alle transaksjoner som ikke har en oppgitt selger, men som like fullt er en transaksjon vi ønsker å inkludere. Etter å ha

gjennomført analysene, viser det seg at ingen av selgerne er av utenlands opprinnelse, gitt at kjøper og oppkjøpsmål er norske.

Sortering, filtrering og eksportering av søkeresultatene

Vi sorterer på resultatene med "date announced" som filter som vist i figur V1.1.3. Hvis Zephyr hadde inkludert "date completed" i denne oversikten, ville vi brukt en slik sortering, men i de aller fleste tilfellene er "date announced" og "date completed" den samme, og vi kan derfor nøye oss med å sortere etter "date announced".

I oversikten dukker det også opp transaksjoner som har "date announced" utenfor vårt tidsintervall (punkt 1. i figuren), og disse fjernes. I tillegg fjerner vi minoritetstransaksjoner og finansielle transaksjoner ved å se på "deal type". Vi skal kun ha der det er skifte av eierskapskontroll, altså der oppkjøper går fra å ha <50 prosent til å ha 50 prosent eller mer. Vi bruker inkludert 50 prosent da dette er konsistent med litteraturen (punkt 2. i figuren). Når datasettet i Zephyr så ut som vi ønsket, eksporterte vi dataene til Excel via Zephyr's eksportfunksjon som vist i figur V1.1.1.

V1.2.2 Innledende håndtering av rådatasettet i Excel

Innledningsvise kolonner

Etter vi fikk importert dataene fra Zephyr til Excel, fikk vi en tilsvarende liste som i figur V2.1.2. Vi gikk deretter inn på hver enkelt transaksjon og la til følgende variabler;

1. Primærbransjekoden til Acquiror, Target og Vendor
2. Sekundærbransjekodene til Acquiror, Target og Vendor
3. Navn på Vendor

Siden Zephyr er kopibeskyttet kan man ikke bruke normal "kopier og lim inn"-funksjon. Vi var derfor nødt til manuelt å gå inn på *hver enkelt* transaksjon for å finne kjøper, selgers og oppkjøpsmålets bransjekoder, samt navn på vendor. Det er også viktig at man klikker seg inn på hver enkelt bedrift for å sjekke bransjekodene og ikke bruker hurtiglinken da den har en feil i seg og gir US SIC-code i stedet for NACE Rev.2.

Vi har brukt NACE Rev.2 da dette er det nye systemet som har tatt over for bransjegruppering. SSB gikk over til dette f.o.m. 01.01.2007, og "Rev.2" angir at vi bruker de

sist oppdaterte kodene, altså SN2007. Kodehierarkiet og de ulike versjonene finner man her: <http://www3.ssb.no/stabas/ClassificationFrames.asp?ID=342101&Language=nb>. Man kan importere hele hierarkiet til Excel om ønskelig.

Aker ASA er den med flest bransjekoder, med i alt 8 sekundærkoder. Vi har derfor valgt å bruke 8 kolonner for sekundærkodene. Som kontroll for å passe på at vi ikke gjør tastefeil har vi også en kolonne for hver part som heter "Primary NACE text". Denne sjekker primærkoden opp mot hierarkiet til SSB, og gir beskrivelsen av bransjens aktivitet så snart primærkoden tastes (ved hjelp av [=finn.rad]-funksjonen i Excel)

For alle bransjekodene har vi lagt på nuller der de ikke er på 4-siffernivå. Zephyr angir bransjekodene med 4 sifre, men for enkelte bedrifter er de kun på 2 eller 3 sifre. For å få konsistens ønsker vi alle på 4-siffernivå og har derfor lagt inn nuller på slutten der dette er nødvendig. Dette er i samsvar med det vi finner at andre kilder gjør. Grunnen til at vi gjør dette er for å kunne gi karakter (score) på om bedriftene er like på 2,3,4-siffernivå, som er en av hovedanalysene vi skal gjøre senere. Formlene for =HØYRE() og =VENSTRE() kan da kopieres nedover i datasettet. Disse formlene tillater oss å trekke ut deler av verdien i en celle, slik at vi kan sammenligne relatertheten på 2-,3- og 4-siffernivå. F.eks 2413: =VENSTRE(Der 2413 står;2) gir oss de 2 første tallene fra venstre.

Forberedelse av datasettet for gjeldsgradsanalysene

Deretter har vi lagt inn gjeldsgradene til acquiror og vendor. Vi er ikke interessert i gjeldsgraden til target her, da vi er opptatt av det finansielle presset på den juridiske eieren (morselskapet = vendor). Dette har vi gjort ved å slå opp i Proff Forvalt. Da er det noen viktige momenter å legge merke til:

- Zephyr eksporterer ikke organisasjonsnummer, kun bedriftenes navn. Siden man ikke kan ta "kopier og lim inn" på sidene deres heller er det for tidkrevende å registrere alle org.numre. Vi har derfor søkt på Proff Forvalt med firmanavn
- Gitt at dette dreier seg om fusjoner og oppkjøp skjer det en del navneendringer, samt at det er en del oppløsninger og konkurser i bildet. Det er derfor ikke alltid lett å treffe på riktig selskap. F.eks finner man ikke lenger Pan Fish ASA, da dette nå heter Marine Harvest ASA. Altså må man lete seg litt fram, men Proff Forvalt søker også på "tidligere selskapsnavn" slik at man greit finner riktig selskap
- Der vi har vært usikre har vi valgt å skrive N/A, men dette gjelder ytterst få selskaper

- Vi er interessert i den inngående gjeldsgraden og har derfor sett på "date announced". Vi bruker denne datoen av to grunner. For det første eksporterer Zephyr kun denne datoen og ikke "date completed". For det andre er vi interessert i det finansielle presset da *beslutningen* om M&A ble tatt. Derfor ser vi på årstallet til "date announced" og velger gjeldsgraden for året før som dermed blir inngående gjeldsgrad for året da transaksjonen finner sted.

Gjeldsgradsanalysen finnes i kapittel 4.3 i utredningen, og går i hovedsak ut på å følge utviklingen av kjøpers og selgers gjeldsgrad fra kontrollperiodene inn i Finanskrisen.

Forberedelse av datasettet for relaterthetsanalysene

For å forberede datasettet for den todelte relaterthetsanalysen (kjøpersiden og selgersiden) der vi (1) skal lage score på hvorvidt acquiror-target og vendor-target er lik på 1,2-,3- eller 4-siffernivå eller ulik på alle nivå kun ved å sammenligne primærbransjekodene, og (2) finne minimumsscoren mellom target og acquirors/vendors nærmeste beslektede virksomhet, altså velge minimumsscoren mellom acquirors/vendors primær- eller sekundærkoder mot targets primær- eller sekundærkoder. Dette fordi vi vil avdekke den virksomheten i konsernet som ligger nærmest opp mot target. Dette impliserer en rekke nye kolonner og støttekolonner.

- Vi gir karakteren 5 der bransjekodene er helt ulike, 4 der de er like på første siffer, 3 på 2-siffernivå, 2 på 3-siffernivå og karakteren 1 dersom de er helt like på 4-siffernivå
- Pri-Pri er der vi kun sammenligner primærkodene, mens Pri-Alle også inkorporerer sekundærbransjekodene. Her er det en rekke støttekolonner som sammenligner score'ene mellom samtlige sekundærkoder og primærkoder, og til slutt velges =Minimum(de ulike alternativene)
- Noen transaksjoner får karakteren 0 (null), som impliserer at den ene parten i analysen enten er "PRIV" (ikke juridisk enhet med bransjekode, men snarere en privatperson eller en gruppe privatpersoner) eller "N/A" (finner ikke bransjekode på selskapet). Ved å gi disse karakteren 0 (null) blir de ikke telt med i totalen og utelates også fra hele score-systemet. Mao. ignoreres disse transaksjonene i analysen – vi ser kun på tilfellene hvor begge parter av transaksjonen har en bransjekode.

Analysen finnes i kapittel 4.2 i utredningen. Den går ut på å summere opp og finne andelen transaksjoner med de ulike karakterene (1-5) for hver av de tre periodene. Deretter illustreres dette i en figur for å se utviklingen over tid.

V1.2.3 Raffinering og forbedring av rådatasettet

Etter interne samtaler og samtaler med veileder ble vi enige om å gjøre enkelte endringer og forutsetninger som hever kvaliteten på datasettet og gjør den klar til bruk for analysene

- Der vi manglet data på bransjekoder forsøkte vi så langt det lot seg gjøre å fylle inn bransjekoder hentet fra Proff Forvalt
- Vi tenkte å gjøre det samme for gjeldsgraden, men de er allerede søkt opp i Proff Forvalt så manglende data her kan ikke gjøres noe med
- Der hvor det er individuals, receiver, management etc, eller navngitte privatpersoner, bytter vi ut "N/A" med "PRIV" for å indikere at disse ikke er juridiske enheter, og derfor heller ikke har bransjekoder eller opplyste gjeldsgrader. Dermed utelates disse fra bransje- og gjeldsgradsanalysene, samt at analysen av manglende data blir mer korrekt når vi korrigerer for disse. Vi har laget dummy-variabler som indikerer hvilke transaksjoner som er "PRIV" både på selger- og kjøperanalysen, slik at vi kun teller med de riktige transaksjonene (og deler på det rette antallet) i de ulike analysene
- Vi undersøkte om det er systematiske forskjeller mellom de transaksjonene vi mangler data på og resten av utvalget. Det finner vi ikke. Analysen av manglende data finnes i arket ved navn 'Relaterthet + Innl. analyser'
- Videre sjekket vi effekten av å fjerne de mest aktive bransjene i periode 2, pga boom i transaksjoner i utgangen av 2006. Dette for å vurdere hvorvidt periode 2 kan brukes i det hele tatt. Som resultatet av analysen i kapittel 4.2.2 dikterer, velger vi på bakgrunn av denne analysen å beholde periode 2 som kontrollperiode. Analysen finnes i arket 'Fjernning av trans. i per.2'
- Vi laget dummy-variabel for streng/myk metode både på selger og kjøper for å kjøre begge analysene. Streng metode er der vi fjerner de finansielle transaksjonene fra datasettet, ved å ekskludere de transaksjonene med bransjekode 6499. Dette fordi vi i utgangspunktet ikke ønsket å inkludere transaksjoner som ikke innebar skifte av eierskapskontroll. Men som det fremgår av diskusjonen om temaet i kapittel 4.2.3, velger vi å beholde alle transaksjonene med denne bransjekoden – det vi har kalt myk metode. Dog var vi nødt til å lage denne dummy-variabelen for å konkludere. Før denne beslutningen ble fattet, gjennomførte vi flere analyser med begge metodene. Det finnes derfor kolonner i "periode"-arkene som inneholder både streng og myk metode

- En annen viktig beslutning gjaldt hvorvidt vi i gjeldsgradsanalysen skulle bruke inngående gjeldsgrad for hver transaksjon, eller for hvert kjøpende eller selgende selskap. Dette er et tema fordi det er flere selskaper som gjør multiple oppkjøp eller salg, og følgelig dukker opp flere ganger i analysen. Kapittel 4.3.3 gir en utfyllende bakgrunn for vårt valg av metode – som endte med å bruke unike gjeldsgrader
- Mange av gjeldsgradsanalysene ble gjort for både streng og myk metode og både basert på transaksjoner og unike selskap. Fremgangsmåten her er veldig enkel og godt forklart i Excel-dokumentet. Kombinasjonene av variablene Myk / Streng og Unik / Trans gir analysene ('Gjeldsgradsanalyse_M_Trans', 'Gjeldsgradsanalyse_S_Trans', 'Gjeldsgradsanalyse_M_Unik', 'Gjeldsgradsanalyse_S_Unik'). I rådata-arkene er det laget 4 kolonner, en for hver kombinasjon – og alle analysene er like, viser kun til sin respektive kolonne. Analysen ser på gjennomsnitt, median, varians og standardavvik, og gjør dette både for 'alle transaksjonene', 'kun med positive tall', samt at den har en versjon der den 'utelukker ekstreme verdier'. Alle disse er nøye markert i regnearkene
- Videre har vi laget et regneark "Per. 3 oppdelt" som inneholder rådataene fra periode 3. Her har vi delt inn disse kvartalsvis (utelater sept-08) slik at vi får 4.kvartal 08, samt 1.-4.kvartal 2009. Et nytt regneark "Per. 3 oppdelt – relaterthet" gjør deretter relaterthetsanalysen på nytt med de ulike 5 kvartalene for å se om krisen treffer inn senere i perioden eller om vi finner andre merkelige effekter. Begge disse analysene, og resultatene vi fikk er gjort rede for i kapitlene 4.2.4 og 4.3.4

V1.2.4 Bruk av SNF database for bransjemessig sammenligning av datasettet

Jamfør SNF Arbeidsnotat 38/09 (Mjøs & Øksnes, 10.2009) og tilhørende database. CD'en inneholder tre typer hovedfiler: bransjeinfo, foretaksinfo og regnskapsinfo. Tabellene kan slås sammen vha felles unike org.numre. Filene er i [.dta]-format og åpnes i programmet STATA. Nedenfor følger en detaljert og kronologisk utledning for hvordan vi har håndtert disse dataene og forberedt dem for videre analyse:

1. Vi startet med å få tilgang til programmet STATA ved hjelp av lisenser som NHH har til programmet på PCene lokalisert på skolen. Deretter ble filene fra databasen lagt på M:, slik at de enkelt kunne hentes av STATA. Vi opprettet så en ".do"-fil, som er et hjelpeprogram for STATA. Her skrev vi kommandoene vi ønsket at STATA skulle utføre. Vi laget en default-kodeliste;

```
clear
set mem
1000m
set more off
cd m:\Stata
use
```

2. Etter "use" skrev vi inn filnavnet på det arket vi ønsket åpnet. Databasen bestod av til sammen 35 filer, hvorav 32 var regnskapsinfo sortert pr. år i perioden 1992 til 2007 – både for eksisterende selskaper og selskaper som har gått konkurs. De resterende filene var; Bransjeinformasjon, Foretaksinformasjon og en brukerhåndbok
3. Vi åpnet "Foretaksinformasjon" først, og fant at den inneholdt 29 ulike variabler, inkludert blant annet Orgnr, Selskapsnavn, og Selskapsform. I tillegg inkluderte filen geografisk og annen informasjon som ikke var av interesse for oss
4. For å gjøre dette håndterlig for oss, ønsket vi å eksportere disse variablene til Excel. Dog så vi at antall rader oversteg én million, noe som ikke Excel ikke ville kunne håndtere. Samtidig så vi at databasen inneholdt mange rader pr. orgnr., og siden vi kun var interessert i å koble orgnr opp mot selskapsformen, trengte vi kun én rad pr. orgnr. For å fjerne duplikatene, valgte vi "Behandle duplikater" fra "Fil"-menyen, og fjernet duplikater på bakgrunn av orgnr. Dette reduserte antall rader til håndterlige 338.926
5. Fra "Fil"-menyen valgte vi "Export", og valgte så "Comma- or "Tab-separated file". Videre valgte vi hvilke variabler vi ønsket å eksportere. Siden vi kun var interessert i Orgnr og Selskapsform, valgte vi disse to. I tillegg valgte vi Navn for kontroll
6. Denne filen åpnet vi i Excel, og fikk der opp én kolonne med all informasjonen i. Ved å bruke Excels "Tekst-til-kolonner"-funksjon, fikk vi separert informasjonen i tre forskjellige kolonner. For å konvertere fil-formatet fra .csv til .xls, valgte vi "Lagre som", og brukte samme navn med et ulikt fil-format. Dermed var dataene vi trengte eksportert til Excel i rett format
7. Neste fil vi åpnet var "Bransjeinformasjon". Her fant vi syv ulike variabler, herunder Orgnr og Bransjekode. Den inneholdt også to sekundærkoder, med svært få registreringer. Vi valgte derfor kun å eksportere Orgnr og Bransjekode ved å følge samme prosedyre som forklart under punkt d) – g). Dette arket inneholdt dermed to kolonner og 337.554 rader
8. Nå var vi klare for å ta for oss de ulike selskapene for de ulike årene. Vi så bort fra filene som inneholdt konkurser, og konsentrerte oss om eksisterende selskaper i hvert

- år. Vi fulgte samme prosedyre som forklart under punkt d) – g). De variablene som vi for hvert år valgte å eksportere, var; Orgnr, År, EK og Sum gjeld (LG og KG). På denne måten kunne vi regne ut gjeldgraden for hvert orgnr (gjeld/EK), sortert årlig
9. Alle årene ble så samlet i ett dokument (ett ark pr. år). Antall observasjoner (orgnr) varierte fra 88.025 i 1992 til 221.815 i 2007. Antallet steg hvert år, bortsett fra etter 2001 da det sank med 6 prosent, for deretter å fortsette på en stigende trend. I hvert ark ble det tillagt to kolonner; gjeldsgrad og bransjekode. Den første fant vi ved å bruke formelen beskrevet under i). Bransjekoden fant vi ved å bruke kommandoen [=finn.rad], som leter opp orgnr fra inneværende år i arket Bransjeinformasjon, og returnerer bransjekoden for det aktuelle orgnr. Disse bransjekodene var på 5-siffer nivå, og siden vi har brukt 4-siffer nivå, fjernet vi siste siffer i koden ved å lage en ny kolonne som ga kommandoen [=venstre] og returnerte de fire første sifrene i koden. Med disse dataene for hånden kunne vi lage en deskriptiv gjeldsgradsanalyse om utviklingen i gjeldsgrad over tid, som finnes i kapittel 4.3.1
 10. Deretter tok vi for oss bransjekodene, og oppdaget raskt at disse kodene var basert på SN2002, altså NACE-systemet fra 2002. Resten av analysen vår er basert på det nyeste NACE-systemet fra 2007. Etter korrespondanse med SSB (Ida Kristine Skogvoll), fant vi at SN2007 er basert på et europeisk system som er helt ulikt SN2002. Dog fantes det en konverteringstabell som de bruker indikativt. Denne fikk vi tilgang til. Vi ble så enige om å konvertere bransjekodene fra databasen (SN2002 på 4-siffer nivå) til bransjekoder basert på det nye systemet. Men siden dette ville innebære noe unøyaktighet, valgte vi å konvertere kodene fra 2002 på 4-siffer nivå til 2007 på 2-siffer nivå. Ved å gjøre dette beholder vi mye av rikdommen i dataene siden vi kan definere innenfor hvilken av de 60 bransjegruppene (på 2-siffer nivå) et selskap tilhører. Vi importerte denne konverteringstabellen inn i det nye Excel-arket vårt. Deretter søkte vi etter bransjekoden (SN2002) i konverteringstabellen, fant den aktuelle koden, og dermed også hvilken kode denne korresponderte til i SN2007. Vi benyttet kun de to første sifrene i SN2007-koden (ved å bruke formelen [=venstre]). Disse SN2007 2-siffer nivå bransjekodene ble så plassert i kolonne ved siden av gjeldsgrad for hvert organisasjonsnummer
 11. Vi skulle i utgangspunktet kanskje skilt ut visse selskaper, for eksempel noen selskapsformer, en viss terskel for størrelse i forhold til omsetning eller antall ansatte osv. Men i Zephyr har vi ikke informasjon om størrelse eller selskapsform (selv om vi ser på firmanavnet hvilken selskapsform mange er). Derfor blir det vanskelig å sette

slike grenser. Vi vet at de fleste i utvalget vårt fra Zephyr er AS og ASA, men også en del andre typer selskaper. I SNF-databasen er 90,56 prosent eksplisitt AS eller ASA og 5,78 prosent er tomme. Men stikkprøver av de tomme via Proff Forvalt viser at også de fleste av disse er AS/ASA. Det er derfor grunn til å tro at ca.90 prosent av disse er AS eller ASA

12. **Kun for året 2003 med formål å beregne "bolker"** valgte vi kun å beholde AS, ASA, og TOMME celler, men fjerne alle andre orgnr med andre selskapsformer. På dette grunnlaget kan vi beregne "bolker" og gjennomsnittlig gjeldsgrad per bransjegruppe. Da har vi 96,35 prosent av alle de norske bedriftene i 2003. Dette er i antall 148.171 bedrifter. Deler vi disse inn i 10 prosent-bolker blir det 14.817 bedrifter i hver gruppe. Men en del av disse har EK=0, og disse utelates fra analysen da de ikke kan brukes for å studere gjeldsgrad. Vi sitter igjen med 147.436 bedrifter. Hver bolk skal da ha 14.744 bedrifter. Den dårligste bolken vil da ha 4 bedrifter mindre enn de andre, men dette er så smått at det kan ignoreres. Det er her viktig å presisere at vi for alle andre formål enn ved bruk av bolker ikke har fjernet noen selskapsformer. Dette fordi de fleste andre selskapsformer enn AS og ASA har begrenset rapporteringsplikt, og at vi da ikke har data på dem uansett
13. Mange av selskapene har gjeldsgrad lik "#DIV/0" fordi deres egenkapital er null (men mange har likevel gjeld). Stikkprøver av disse viser at de fleste er oppløste, slettet osv, men noen er fortsatt aktive. De kan uansett ikke brukes i gjeldsgradsanalysen og vi har derfor erstattet disse cellene med teksten "EK=0". Disse utelates fra analysen. Når vi ser på disse tilfellene er det uansett INGEN systematikk på verken bransjekode eller selskapsform. Mange av selskapene har 0 i gjeldsgrad, så dette kan ha innvirkning på scorene, men vi er uansett ute etter endringene mellom periodene, så lenge vi bruker samme bolker skal vi kunne fange opp det vi er ute etter
14. Vi velger å gi høyest score til de med best soliditet, altså de med gjeldsgrad 0 får karakteren 10, mens de med dårligst soliditet får karakteren 1. Videre sorterer vi slik at selskaper med negativ gjeldsgrad faller i den dårligste gruppen, og jo høyere negativ gjeldsgrad, dess dårligere soliditet, og derav dårligere score
15. Vi kan selvsagt ikke si sikkert at en med gjeldsgrad 3000 har bedre soliditet enn en med gjeldsgrad -3, men dette er noe vi må forutsette. Gjeldsgraden blir veldig påvirket av når egenkapitalen oscillerer rundt null. Da seiler den mellom + og – uendelig
16. Det som er viktig å merke seg når vi lager bolkene er at skillene faller som regel midt i en gruppe med lik gjeldsgrad. Når vi splitter antallet bedrifter inn i 10 like store

grupper har for eksempel mange i score 10 og 9 begge 0,16 i gjeldsgrad. Vi har derfor valgt å se det slik at score 1 går *til og med* -2,40, score 2 går *til og med* 20,7, osv.

17. Vi får følgende bolker:

Score	Intervall
10	$0 \leq G < 0,16$
9	$0,16 \leq G < 0,76$
8	$0,76 \leq G < 1,57$
7	$1,57 \leq G < 2,63$
6	$2,63 \leq G < 4,10$
5	$4,10 \leq G < 6,38$
4	$6,38 \leq G < 8,94$
3	$8,94 \leq G < 20,70$
2	$20,70 \leq G < +\infty$ [OR] $\div 2,40 < G < 0$ Her krysser vi null og får to ulikheter å ta hensyn til...
1	$\div \infty \leq G < \div 2,40$

Gjeldsgradsanalysene basert på disse bolkene finnes i kapittel 4.3.4

18. Videre ønsket vi å benytte disse bransjespesifikke dataene til å skille ut eventuelle systematiske forskjeller mellom ulike bransjers gjeldsgrad. Ved å gjøre dette ville vi kunne studere endringen fra før FK til under, uavhengig av bransjespesifikke trender. Vi valgte her å benytte 2003 som referanseår, fordi dette året falt utenfor periodene våre. Det vil si at vi sammenligner utviklingen i gjeldsgrad i periodene med tallene fra 2003. For å utføre denne analysen, satte vi inn nye kolonner i masterdokumentet. Her satte vi inn tosiffer bransjekode (fra firesiffer) for hver kjøper og selger. Ved bruk av [=finn.rad]-funksjonen fant vi den aktuelle bedriftens bransjespesifikke gjeldsgrad, hhv både gjennomsnitt og median. Deretter kunne vi ta utgangspunkt i bedriftens gjeldsgrad, og trekke fra hhv bransjens gjennomsnittsgjeldsgrad og median. Med denne analysen finner vi da endringene fra periode til periode uavhengig av bransjetilhørighet. Dog må vi gjennom et par steg til før vi kommer til analysen;
19. En videreføring/kontroll av denne analysen innebar at vi laget enda nye kolonner der vi benyttet inngående gjeldsgrad for det aktuelle året. Dvs. for periode 2 brukte vi gjeldsgrad i 2005 (altså inngående for 2006) for de transaksjonene som skjedde i 2006, og gjeldsgrad i 2006 for de transaksjonene som skjedde i 2007. Dette skulle utligne eventuelle årlige særegenheter. Siden vi kun har gjeldsgradsdata til og med 2007, får vi ikke benyttet gjeldsgrader fra 2008 for transaksjoner i 2009, men benytter i stedet gjeldsgrad for 2007 i hele periode 3. Etter oppdatert tallmateriale fikk vi en bedre analyse – se V1.2.5.

V1.2.5 Oppdatering av databasen og innkorporering av denne i våre analyser

15.mars fikk vi også tak i tallene for 2008, dvs. at databasen var oppdatert også for 2008. Det gjør at vi kan bruke inngående gjeldsgrad helt frem til 2009, siden gjeldsgrad for 2008 vil være 2009s inngående gjeldsgrad.

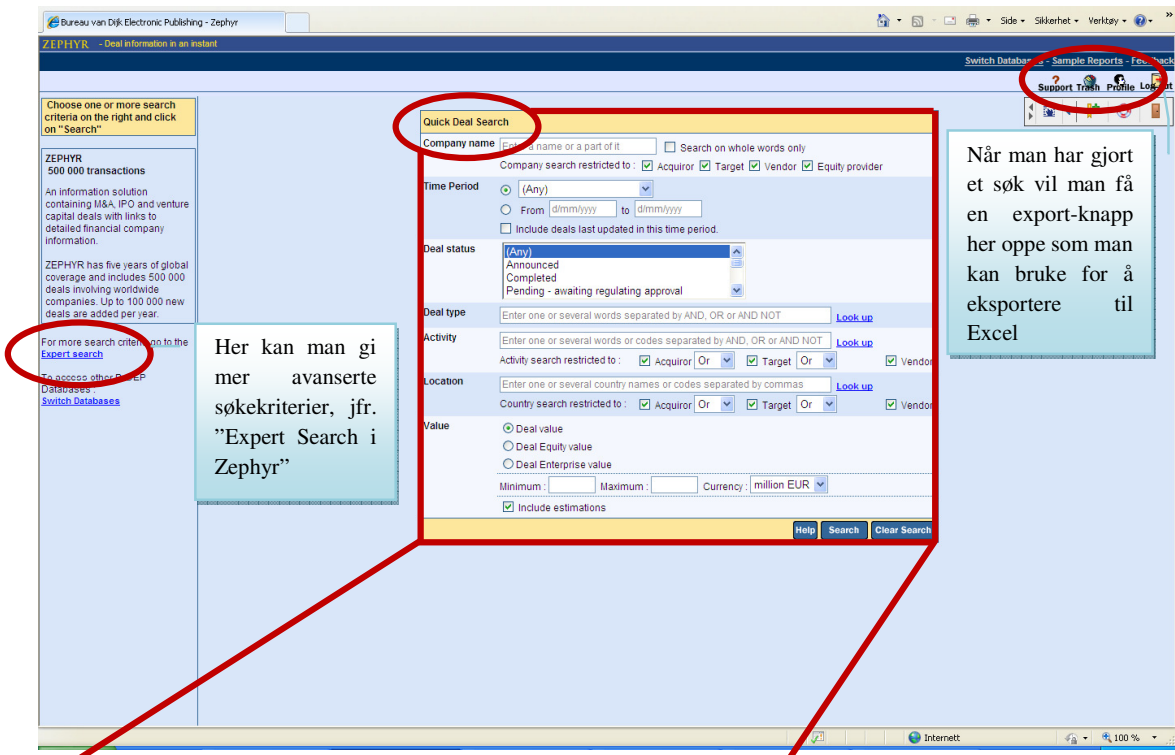
Fremgangsmåten her var veldig lik fremgangsmåten over i kapittel V1.2.4, hvor vi tok for oss de oppdaterte dataene i både "Foretaksinfo" og "Bransjeinfo" ved å bruke org.nr. til å hente frem både gjeldsgrad og bransjekode for hvert selskap i 2008. Disse oppdaterte dataene kunne så settes inn i analysen, slik at punkt 19 ikke lenger vil bruke gjeldsgrad for 2007 to ganger, men heller bruke 2008. Den nye databasen inneholdt også NACE-kodene fra 2007 (SN2007), men var mangelfulle. Vi fortsetter derfor å konvertere SN2002 til SN2007 via konverteringstabellen. Dette sikrer også likhet for alle årene i datasettet. Resultatet av stegene 18 og 19 under V1.2.4 og disse to stegene er analysen i kapittel 4.3.5.

V1.2.6 Sammenstilling av bransjeanalysene og gjeldsgradsanalysene

Hittil i analysen har vi analysert bransjetilhørighet og gjeldsgrad hver for seg. Vi så derfor at det var behov for å relatere bransjetilhørighet og gjeldsgrad. Dette ville vi gjøre på 1-siffer nivå, for å se hvordan ulike ledd i næringskjeden ble truffet av FK med soliditet (gjeldsgrad) som målenhet. For å gjøre dette laget vi et nytt ark i masterdokumentet, 'Gjeldsgradsanalyse_1s', der vi for hver 1-siffer kode fant antall selskaper [=antall.hvis], gjennomsnittlig gjeldsgrad [=gjennomsnitt.hvis.sett], median [tillegg for Excel; digDB] og standardavvik [via PIVOT]. Dette gjorde vi for Acquiror og Vendor for periode 1,2 og 3. I tillegg satte vi periode 1 som referanseperiode, og målte den relative endringen i median fra periode 1 til hhv. periode 2 og 3 for å se utviklingen i gjeldsgraden mellom periodene. Resultatet av denne sammenstillingen finnes i kapittel 4.4.

Figurer til vedlegg

Figur V1.1.1 – Quick search i Zephyr



Quick Deal Search

Company name Search on whole words only
 Company search restricted to: Acquiror Target Vendor Equity provider

Time Period (Any) From 1/09/2008 to 31/12/2009
 Include deals last updated in this time period.

Deal status
 Announced
Completed
 Pending - awaiting regulating approval

Deal type [Look up](#)

Activity [Look up](#)
 Activity search restricted to: Acquiror Or Target Or Vendor

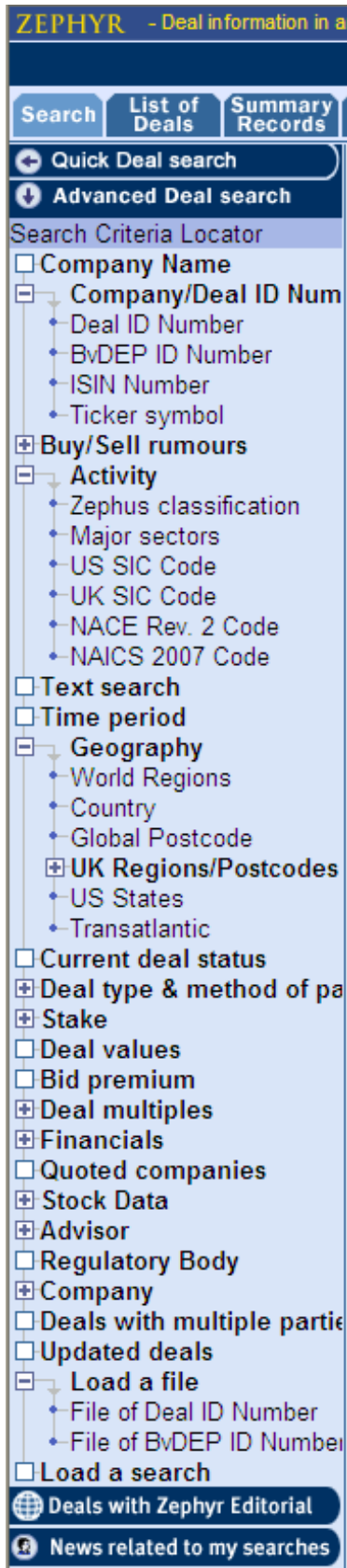
Location [Look up](#)
 Country search restricted to: Acquiror And Target Or Vendor

Value Deal value
 Deal Equity value
 Deal Enterprise value
 Minimum: Maximum: Currency:
 Include estimations

[Help](#) [Search](#) [Clear Search](#)

1. Denne lar vi stå urørt
2. Her spesifiserer vi den av de tre tidsperiodene vi ser på
3. Vi ønsker kun å se på transaksjoner som er gjennomført i den angitte tidsperioden
4. Vi begrenser oss til kun å se på oppkjøp og fusjoner
5. Denne lar vi stå urørt
6. Vi ønsker kun å se på norske selskaper, altså skal både oppkjøper og oppkjøpsmål være norsk. Vi har ikke gjort begrensninger på vendor.
7. Denne lar vi stå urørt

Figur V1.1.2 – Expert search i Zephyr



Ønsker man et mer avansert søk i databasen kan man bruke Expert Search. Har man allerede gjort noen valg i Quick Search vil disse overføres hit, men kan slettes om det ønskes. Expert Search egner seg godt der man følger opp noen spesielle transaksjoner, perioder eller lignende.

Man kan for eksempel velge et utvalg transaksjoner gjennom deres unike 'deal number', søke på spesielle tidsperioder, finne transaksjoner med flere parter ('deals with multiple parties') og velge mellom flere oppkjøpere, oppkjøpsmål eller vendors. Når man har valgt de ulike kriteriene her vil man til høyre få opp en oversikt over hvor mange transaksjoner man har i utvalget, etter at hvert kriterium er valgt. Dermed kan man her gjøre enkle analyser som for eksempel antall transaksjoner i de ulike periodene, antall transaksjoner med flere parter osv.

Figur V1.1.3 – Sortering og filtrering av søkeresultatene i Zephyr

Deal No	Acquirer name	Acquirer country code	Target name	Target country code	Round date	Date announced	Deal type	
1	1001144158	P.O. Pedersen Holding AS	NO	Oppheim Hotell AS	NO	14/10/2009	22/01/2010	Acquisition 100%
2	1001144194	Sana Pharma AS	NO	Immunocore Consumer Health AS	NO	30/12/2009	30/12/2009	Acquisition
3	1001145020	Sørensen og Balchen AS	NO	Oxyn B&B AS	NO	23/12/2009	23/12/2009	Acquisition 100%
4	1001144520	Stoa AS	NO	Uoi Networks AS	NO	22/12/2009	22/12/2009	Acquisition 100%
5	1001145849	Ada Holding ASA	NO	Axix ASA	NO	21/12/2009	21/12/2009	Acquisition 100%
6	1001144556	Solstad Invest AS	NO	Solvay Invest III AS	NO	18/12/2009	18/12/2009	Acquisition increased from 100% to 100%
7	1001147317	Multiconsult AS	NO	Industriplan AS	NO	14/12/2009	14/12/2009	Acquisition 100%
8	1001144035	NG Spar Bæverfjord AS	NO	Oasen Spar Supermarked AS/operations	NO	14/12/2009	14/12/2009	Acquisition 100%
9	1001144503	Mediehuset Digital AS	NO	Telepress AS	NO	11/12/2009	11/12/2009	Acquisition 100%
10	1001144100	Meskonen Norge AS	NO	Motor Norge AS	NO	11/12/2009	11/12/2009	Acquisition 51%
11	1001142954	SEA AS	NO	SEA Holding AS	NO	11/12/2009	11/12/2009	Acquisition increased from 100% to 100%
12	1001145038	Holla Invest AS	NO	Tinfos International AS	NO	10/12/2009	10/12/2009	Acquisition 100%
13	1001144122	AE Sløtshøvd AS	NO	Foodtech Service AS	NO	9/12/2009	9/12/2009	Acquisition unknown majority stake %
14	1001143200	Oras AS	NO	Bergen Tekniske Installasjoner AS	NO	8/12/2009	8/12/2009	Acquisition 100%
15	1001143287	Wogn, Eksampteknik AS	NO	B&E Energiteknik AS	NO	8/12/2009	8/12/2009	Acquisition 100%
16	1001141900	Wæren AS	NO	Mir Kjetil Holta's commercial bank	NO	8/12/2009	8/12/2009	Acquisition 100%
17	1001142419	KIS AS	NO	Bergen Hydrolixx AS	NO	7/12/2009	7/12/2009	Acquisition 100%
18	1001143099	NG Spar Vær AS	NO	Trofe Fønnes AS/operations	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 100%
19	1001142449	Guard Holding AS	NO	Guard Systems Engineering AS	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 95%
20	1001142441	Havsteinen i Bode	NO	Nordlandsbergene AS	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 51%
21	1001142431	Livids Register Norway Holdings AS	NO	Spandover AS	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 10%
22	1001142325	ICA Norge AS	NO	RIMI Danmarksplass operations	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 100%
23	1001141577	Suldal Transport Invest AS	NO	Suldal Biltra AS Holding AS	NO	4/12/2009	4/12/2009	Acquisition 100%
24	1001143068	Standard Marine Nordtjue AS	NO	PR Johnson DA	NO	3/12/2009	3/12/2009	Acquisition unknown stake %
25	1001142358	Rumorsport Mera AS	NO	Fyrtet Leivstad AS	NO	3/12/2009	3/12/2009	Acquisition 100%

Date announced Deal type

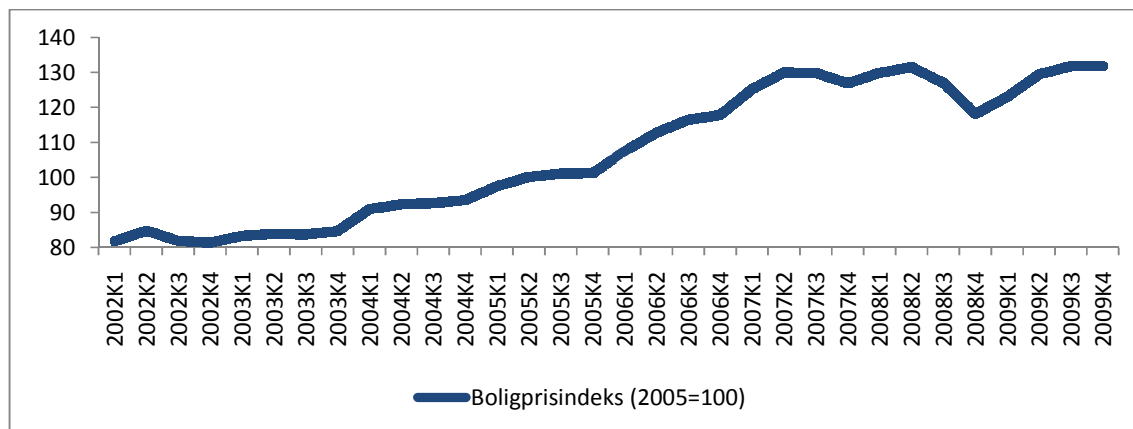
22/01/2010 Acquisition 100%
 30/12/2009 Acquisition
 23/12/2009 Acquisition 100%
 22/12/2009 Acquisition 100%
 21/12/2009 Acquisition 100%
 18/12/2009 Acquisition increased from 100% to 100%
 14/12/2009 Acquisition 100%
 14/12/2009 Acquisition 100%
 11/12/2009 Acquisition 100%
 11/12/2009 Acquisition 51%
 11/12/2009 Acquisition increased from 100% to 100%
 10/12/2009 Acquisition 100%
 9/12/2009 Acquisition unknown majority stake %
 8/12/2009 Acquisition 100%
 8/12/2009 Acquisition 100%
 8/12/2009 Acquisition 100%
 7/12/2009 Acquisition 100%
 4/12/2009 Acquisition 100%
 4/12/2009 Acquisition 95%
 4/12/2009 Acquisition 51%
 4/12/2009 Acquisition 10%
 4/12/2009 Acquisition 100%
 4/12/2009 Acquisition 100%
 4/12/2009 Acquisition 100%
 3/12/2009 Acquisition unknown stake %
 3/12/2009 Acquisition 100%

1. Denne transaksjonen er utenfor vår periode, og blir derfor fjernet før vi går videre med datasettet

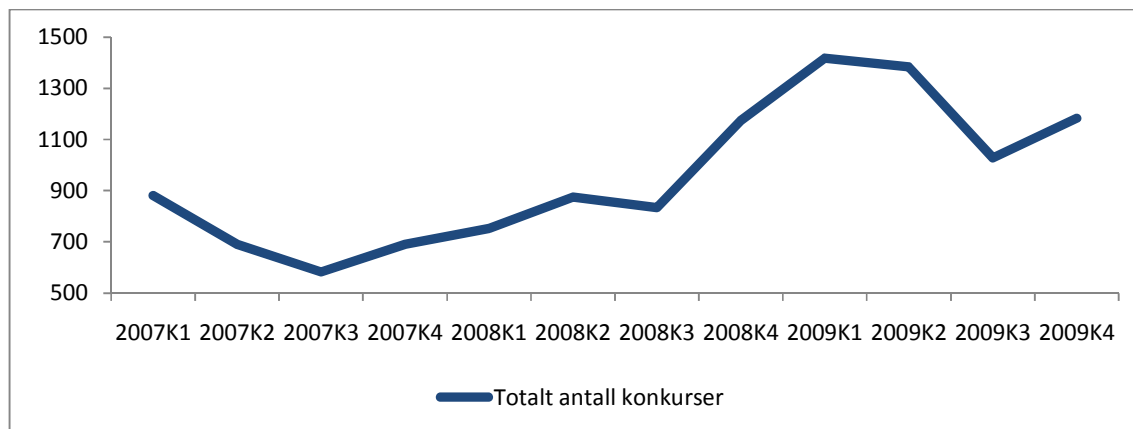
2. Denne transaksjonen definerer vi ikke som skifte av eierskapskontroll, og den fjernes derfor også fra

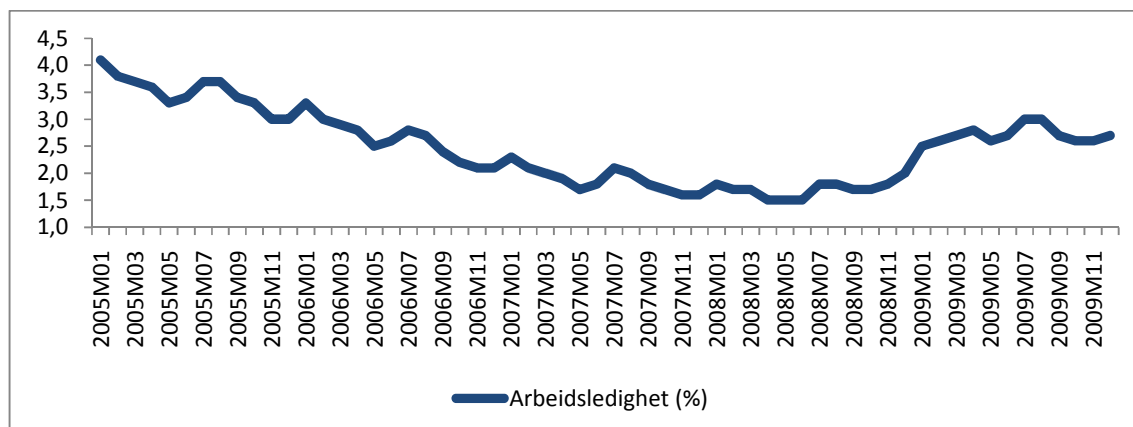
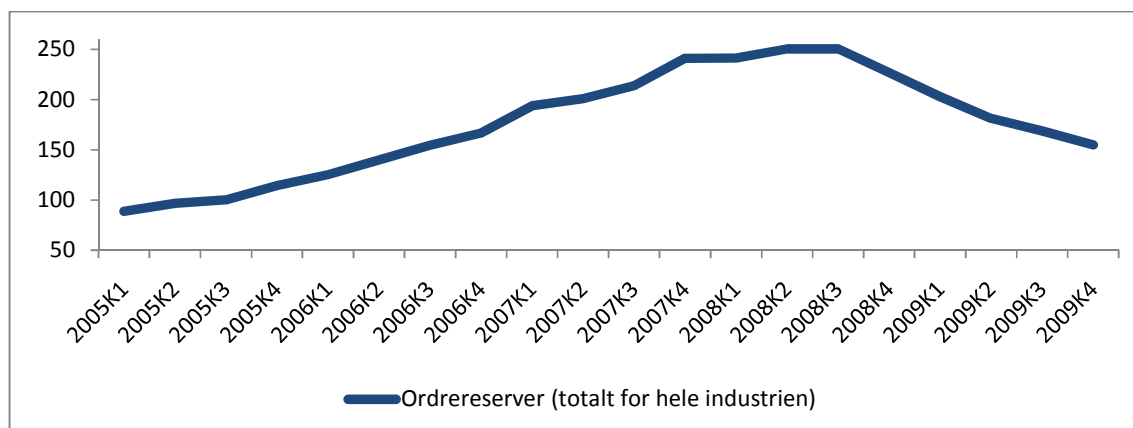
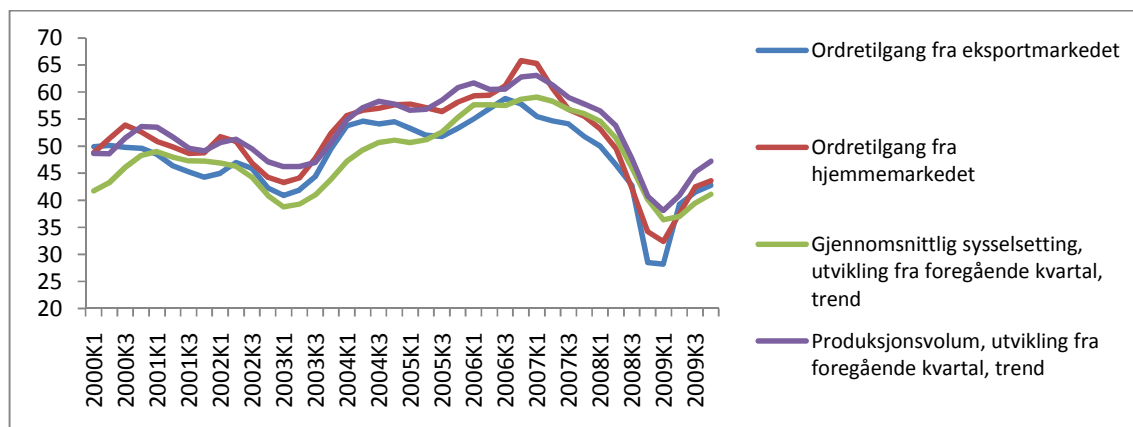
Vedlegg 2: Figurer til kapittel 4.1.1

Vedlegg 2a – Boligprisutvikling i Norge for perioden 1992-2009, tabell 07221 (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010a)

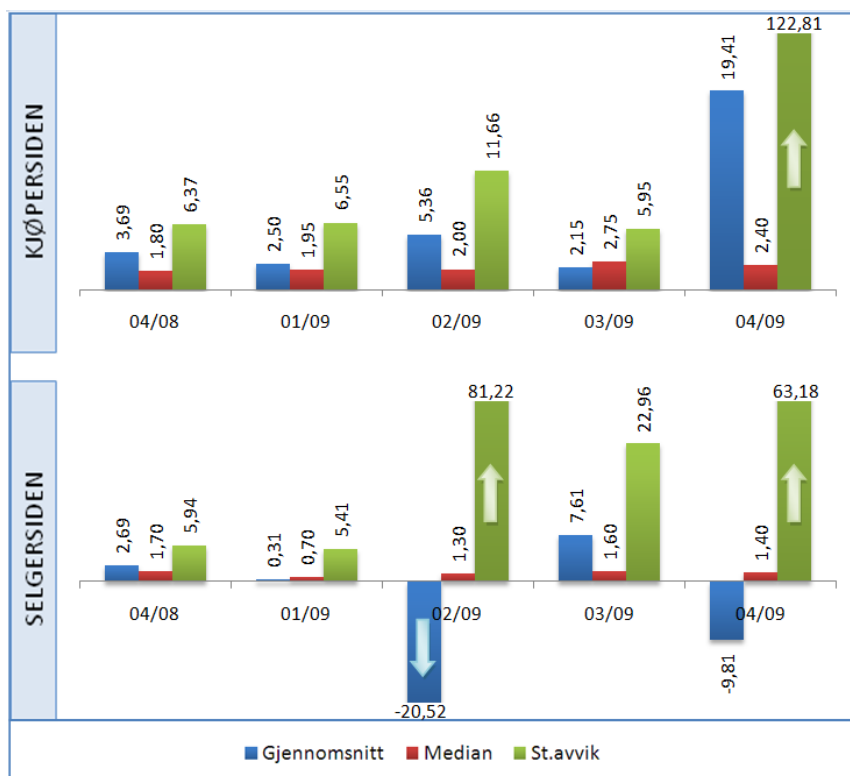


Vedlegg 2b – Konkurser i Norge i perioden 2007-2009, tabell 07165 (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010b)

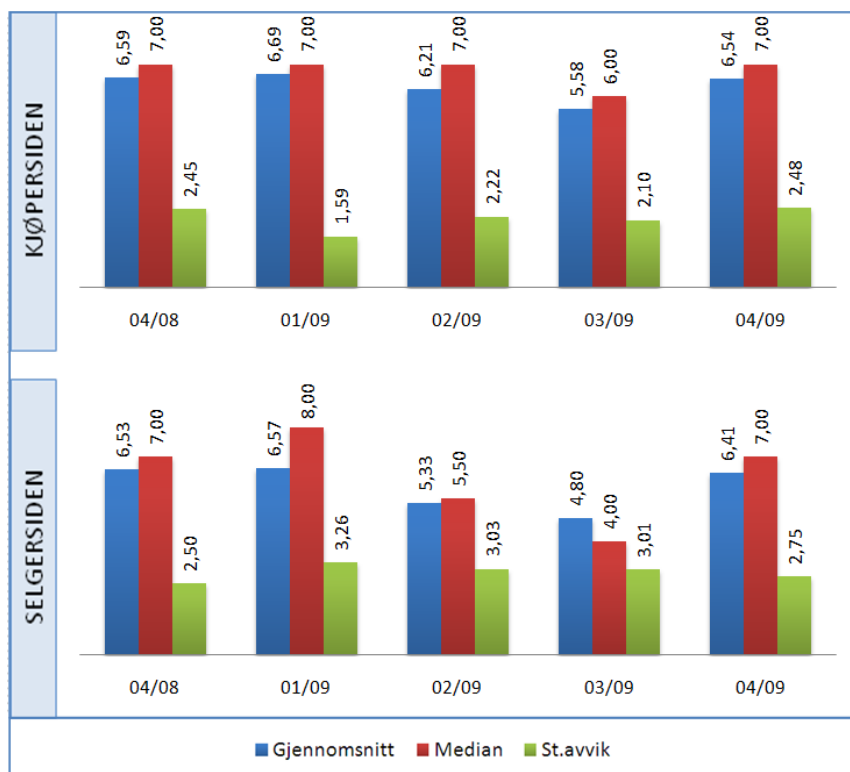


Vedlegg 2c – Arbeidsledighet i prosent (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010d)**Vedlegg 2d – Ordreserver for hele industrien (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010e)****Vedlegg 2e – Konjunkturbarometeret (Statistisk Sentralbyrå, 20.04.2010f)**

Vedlegg 2f – Gjeldsgrad i periode 3 kvartalsvis, aggregert, kjøper- og selgersiden



Vedlegg 2g – Gjeldsgrad basert på bolkinndeling i hvert kvartal, kjøper- og selgersiden



Vedlegg 3: Referat fra intervjuer

V3.1 Intervju med Amundsen og Simonsen i Weibull AS

Klassifikasjon

- Intervjuobjekt:** Tomm Amundsen, senior partner i Weibull AS
Peter A. Simonsen, sjef for Weibull AS sin analyseavdeling
- Intervjumetode:** Semistrukturert telefonintervju
- Intervjuer:** Johan Lindelien Schwartz

Referat

De stusser over forventning om likviditet. Synes den muligens er vanskelig å teste med vårt grunnlag.

Når vi diskuterer fallende gjeldsgrad på selgersiden er responsen: Selgersiden ”forbauser ikke oss! [...] Tallmaterialet sier ikke noe om tvang. [...] Vår erfaring fra vårt marked (ikke børsnoterte selskaper, men små og mellomstore) er at det er lite spørsmål om tvang ved salg av (deler av) virksomhet. Det er andre faktorer som spiller inn. Motivasjonen for å selge er å høste, strategisk valg om å gå ut av industri, generasjonsskifter, skifte av stafettpinne til bedre eiere osv. Vi har heller ikke merket under FK at det er likviditet som er grunnen til å selge.”

Weibull er rådgivere innen M&As og har god oversikt over dette. De har også gjort sine forberedelser til møtet og uttalelsene de kommer med er derfor godt forankret.

Disse (Weibull) bruker også Zephyr-databasen. De spør seg om vårt utvalg har mer store selskaper enn små og mellomstore (SMB) som de er mer borti.

Ift. svært mange transaksjoner i periode 2 har de følgende kommentarer: Veldig varmt marked i periode 2 – ikke overrasket over mange transaksjoner i denne perioden. Nådde et høydepunkt des07 til litt utover i 08. 2006-første halvdel av 2008 var en stor bølge. ”Det er markedsmekanismen som er ut og går her – var et godt marked for kjøp og salg av bedrifter. Både kjøperdrevet og selgerdrevet. Strategisk viktige bedrifter som passer inn i sin portefølje. Mange grunner til at folk finner det som interessant å kjøpe en bedrift, for eksempel

geografisk. Trenger ikke være at det er eksakt samme bransje. Denne kjøpsbølgen ga en selvforsterkende effekt. Bølgen begynte å snu seg allerede i starten av 2008 pga at prisen ble veldig høy. Markedet ble så varmt at prisen på selskaper ble drevet opp til et veldig høyt nivå”.

Han kjenner ikke igjen at likviditet er en årsak til salg. ”Når det oppstår kjemi mellom to miljøer (kjøper selger) så er det strategiske kriterier som gjelder for dette – *vi har ikke vært borti noen selskaper som selger pga likviditetsproblemer.*”

Videre diskuterte vi årsaker til hvorfor stadig mer og mer relatert virksomhet selges ut: Hvorfor selger ut mer og mer relatert virksomhet?: ”Jeg stusser over hvis tallmaterialet ditt viser det”. Skeptisk til bransjeinndelingen – ingen meningsfull info om hva virksomheten driver med. Mange feilkilder med bransjeinndeling. ”Vet ikke hvem som har laget den kodingen, men de har i alle fall ingen peiling på næringsvirksomhet”. ”*Jeg mener ikke å kjenne igjen at de kvitter seg med mye av kjernevirksomheten* – men kan være at vårt primære mål er å fokusere på små og mellomstore, mens du ser mer på store selskaper?”

Tilbake til diskusjon omkring gjeldsgraden til selgerne: Hvor relevant er det å påvise en reduksjon i gjeldsgrad? Hvor betydningsfullt er salget av datterselskapet for morselskapet?: Han trodde først vi så på selskapsnivå (altså endringen i gjeldsgrad til hvert unike selskap før vs. etter transaksjonen), men vi sammenligner alle selgende bedrifter i en periode med andre perioder. Han trodde vi så på et unikt selskaps endring i gjeldsgrad.

Han mener at det kan være at det selgende selskapet får en veldig god pris for selskapet det selger. Ofte selges det for mer enn bokførte verdier. Kan være betydelig høyere. ”Dette vil muligens bedre selskapets situasjon - ikke nødvendigvis inntjeningssevne, men det er ikke det vi undersøker her.”

Når vi sier at vi ser en halvering i gjeldsgrad på selgersiden fra periode 1 til 3 er responsen: ”Oi...ja [...] Selv om Norge og verden har gjennomgått en finanskris har altså gjeldsgraden blitt halvert. Må tenke på hvordan vi skal forholde oss til det...[...] *Kan være mange årsaker til lavere gjeldsgrad... jeg er overbevist om at det er flere effekter som ligger bak dette*”

Han mente vi burde sammenligne de selskapene som er i vårt utvalg med andre selskaper som *ikke* har gjennomført noen kjøp/salg. Altså gå på en annen database med sammenlignbare selskaper som *ikke* har solgt noen bedrifter og kontrollere våre bedrifter opp mot disse. Vi

forklarte at vi har gjort dette mot SNF-databasen med alle norske bedrifter. Han er happy med dette.

Vi forklarte at når vi **trekker fra bransjens median får vi også negativ tall på selgersiden (altså bedre enn de andre i bransjen)** ”Det må jo bety at de selger virksomhet – uansett om det er kjernevirksomhet eller ikke – fordi prisen de får er høyere enn den bokførte verdien av virksomheten?” *Salgsproveny.*

Videre lurte han på om empiri på at ca 60 prosent av kjøp er til kjøpernes ugunst kan hjelpe på å forklare dette? Kjøper de mye ruskrask? Gevinst spist opp av budrunde og dårligere drift? Vi kjenner jo også fra konsernstrategi at kjøperne gjerne kommer dårligere ut fra oppkjøp enn selgerne.

Videre spurte vi om han tror kapitalstruktur og bransjeforskjeller innen dette kan ha noen forklaring på resultatene – altså at utvalget mellom periodene er heterogene ift. bransjetyper og risikoprofil.”Innenfor bransjer og i hele økonomien skjer det ting as you go along. Ganske stort sprang mellom periodene så det kan jo ha skjedd mye.” Som han sier så har vi ikke kontroll på sammensetningen i bedrifter mellom periodene. ”Jeg kan ikke se noe på hvorfor dette skal være særlig annerledes. Alle selskaper kan jo foreta slike strategiske valg. *Mye fremmedkapitalfinansiering fram til 2007 pga billigere enn EK. Tilgangen var der og folk løp etter hverandre.* Kanskje det kan ligge noe der? Ellers har ikke jeg noe orakelsvar på det gitt”

Som en **avsluttende kommentar** sa han: ”Jeg mener jo som en konklusjon at dere skal ha problemer med å bevise hypotese #2. [...] Tror ikke dere får dette til. *Mange andre årsaker til at gjeldsgraden forandrer seg på selskapsnivå, som ikke har noe med makroforandringer å gjøre.* [...] Veldig mange påvirkningsfaktorer her.

V3.2 Intervju med Tore Nilssen, Universitetet i Oslo

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Tore Nilssen, Professor ved Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo

Intervjumetode: Ustrukturert telefonintervju

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

”Her kan det være porteføljehensyn på flere bein (red.amn: flere plan)”. Med **gjeldsgrad** er det viktig å sammenligne med den vanlige norske gjennomsnittsbedrift. Gjeldsgraden har generelt gått ned, så *spørsmålet er om våre selgere viker fra det ”normale”* (resten av den norske populasjon). Kredittmarkedet kollapset → gjeldsgrad gikk ned uvilkarlig.

Hvorfor selgernes gjeldsgrad gikk ned enda mer (når vi trekker fra bransjens median osv [PS når vi trakk fra bransjens median var tallene for det meste positive og det betyr at de har høyere gjeldsgrad enn sine konkurrenter, mens der tallet blir negativt har de lavere gjeldsgrad enn konkurrentene]) *Kan hende disse har problemer med å skaffe EK og at de ikke får kreditt.*

Er gjeldsgrad et godt mål på soliditet? *Det å ha lav gjeldsgrad kan være et sykdomstegn for en bedrift* → Risk management-tenkning i selskapene i porteføljen deres. Presset til å selge ut.

Kan være at analysen er gjort for tidlig, siden inngående gjeldsgrad er 2008 hvor 2/3 av året er før krisen. Riktignok har ikke Nilssen problemer med at vi bruker gjeldsgrad for fjoråret. Han mener at dette burde være en peker på de valgene de gjør i det neste året.

Han mener også at det kan være en sammenheng mellom resultatene vi finner i relaterthetsanalysen og det vi finner i gjeldsgradsanalysen. Gjeldsgraden i fjor kan muligens påvirke relatertheten i år. Lav gjeldsgrad og høy relaterthet kan henge sammen.

Hvis du sliter med EK har man fortsatt noe spillerom. Ønsker man å gjøre et nytt prosjekt kan man legge ned et annet prosjekt. I slike krisetider kan det være at man må tenke overlevelse, og ikke minst ta en vurdering på hva som er vår kjernevirksomhet. Da kommer risk management-tenkningen inn i porteføljen. For eksempel at Norske Skog går ut av avisepapir og lignende.

V3.3 Intervju med Jens Askehaug, Pareto Securities

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Jens Askehaug, ansatt i Pareto Securities – anbefalt som ekspert på markedet for selskapskontroll

Intervjumetode: Ustrukturert telefonintervju

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

Spørsmål: Forklarte hva vi har funnet på relaterthet og gjeldsgrad, og at dette var litt motsatt av hva vi forventet. Ba om åpne refleksjoner rundt mulige forklaringer:

Enig i at resultatene er merkelige og mot forventning. Ingen idéer på relaterhetsanalysen.

Vært en del endringer i regnskapsstandarder som kan ha gitt utslag på gjeldsgraden. (les: IFRS tatt over for børsnoterte selskaper og en del andre med virkning 2005. Kan være at periode 1 har mer etter gammel metode). IFRS – skal reflektere virkelig verdi, ikke lineær AVS slik det var tidligere. F.eks fiskeoppdrett der biomasse skal reflektere markedsverdien, altså hva den vil kunne bli solgt for i neste periode.

Dermed har verdien av egenkapitalen (EK) endret seg regnskapsmessig, og man har gjerne sett at dette har ledet til en oppjustert EK som derfor videre kan ha forårsaket at gjeldsgraden synes lavere.

Kanskje vi bør skille mellom fusjoner og oppkjøp? En del regler her bl.a. ift. oppgjørsmåte. Før var det goodwill og badwill, ikke nå lenger ifølge IFRS

Tar lang tid for en krise å slå ut i regnskapet, og vi ser jo på regnskapstall. Vi ser lite til finanskrisen p.t. Finanskrisen mer en frykt enn en realitet. Vi har lavt rentenivå, lite arbeidsledighetsvekst. De fleste næringer går like bra. Mest eksportnæringen som har blitt truffet. Kan prøve å analysere disse separat.

V3.4 Intervju med Jørn Rognes, NHH

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Jørn Rognes, Professor ved Institutt for Strategi og Ledelse ved NHH

Intervjumetode: Ustrukturert telefonintervju

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

Hvordan kan forhandlingsteori bidra til å kaste lys over effektene av Finanskrisen?: Her tenker vi mer på risikovillighet. Vi ser jo at kjøperne har mye høyere gjeldsgrad enn selgerne, og det er dette som muligens *kan forstørre en forhandlingssone og lede til at handler gjennomføres som ellers ikke ville blitt gjennomført*. Risikovillige aktører har gjerne høyere gjeld, mens risikoaverse har lav gjeld. *I krisetider kan det tenkes at risikoaverse aktører er villige til å selge for en lavere pris, og at risikovillige aktører er villige til å kjøpe til en høyere pris. Dermed blir forhandlingssonen større, og flere transaksjoner kan bli gjennomført.*

Finnes det noe litteratur på dette? Det er *ikke noe empirisk grunnlag for dette. Dette er kunnskap overført fra kognitiv teori. Tankene kan finnes igjen i boken til Max Bazerman: Judgement in Managerial Decision Making.*

V3.5 Korrespondanse pr. e-post med Arthur Brudvik, NHH

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Arthur Brudvik, Førsteamanuensis ved Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap ved NHH

Intervjumetode: Ustrukturert intervju/e-post

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

From: Jørgen Reiten [mailto:jsreiten@hotmail.com]

Sent: 18. februar 2010 11:28

To: Arthur Brudvik

Subject: Spørsmål om skatt i forbindelse med oppkjøp

Vi er to studenter ved NHH som skriver masteroppgave innen fusjoner og oppkjøp, og ser at i (siste kvartal) 2006 var det spesielt mange oppkjøp i Norge. Vi lurer på om dette kan ha noen skattemessig forklaring? Resultat av skattereformen 2006? Annet? Har du noen forklaring på hvorfor det skulle være så lukrativt å gjøre oppkjøp (evt. selge seg ut) i denne perioden? Vi setter stor pris på raskt svar (trenger ikke være langt).

På forhånd, takk for hjelpen.

Mvh Jørgen S. Reiten & Johan L. Schwartz

Subject: RE: Spørsmål om skatt i forbindelse med oppkjøp

Date: Thu, 18 Feb 2010 16:40:33 +0100

From: Arthur.Brudvik@nhh.no

Fritaksmetoden ble innført for gevinst/tap realisert fra og med 26. mars 2004. Fritaksmetoden gjelder for selskaper. Aksjonærmodellen ble innført fra og med inntektsåret 2006.

Aksjonærmodellen gjelder for personlige aksjonærer.

Jeg kan ikke se at fritaksmetoden eller aksjonærmodellen skulle være årsak til at det skulle være så lukrativt å foreta oppkjøp spesielt i siste kvartal 2006. Dere burde kanskje spurt eiere

av selskap som er kjøpt opp i den perioden om det var noen spesielle årsaker for at oppkjøpet skjedde i siste kvartal 2006?

Mvh Arthur J. Brudvik

From: Jørgen Reiten [mailto:jsreiten@hotmail.com]

Sent: 18. februar 2010 16:58

To: Arthur Brudvik

Subject: RE: Spørsmål om skatt i forbindelse med oppkjøp

Hei igjen!

Vi har vært i kontakt med bl.a. Apotek1 som gjorde en del oppkjøp av lokale apotek og de begrunnet det med nye regler for arbeidsgiveravgift f.o.m. 1.1.2007. Vi er litt usikre på hvorfor denne regelen (<http://www.skatteetaten.no/no/Artikler/2006/Endringer-i-reglene-om-beregning-av-arbeidsgiveravgift-for-2007/?chapter=46547#kapitteltekst>) gjør det lurt å kjøpe opp selskap (som trolig tidligere har vært franchise-bedrifter). Har du noen formening om det? er det konsernenhetens lokalisering som legger grunnlaget for arbeidsgiveravgift? For apotek1 ligger i sone 1 med 14,1 prosent avgift...

Mvh Jørgen S. Reiten & Johan L. Schwartz

Subject: RE: Spørsmål om skatt i forbindelse med oppkjøp

Date: Fri, 19 Feb 2010 12:11:12 +0100

From: Arthur.Brudvik@nhh.no

Jeg har litt problemer med å se sammenhengen mellom økningen av oppkjøp i siste kvartal 2006 og endringen i arbeidsgiveravgiftsreglene i 2007.

Jeg går ut fra at arbeidsgiver i et konsern vil være det enkelte datterselskap. Dere bør spørre Apotek1 om de kan forklare nærmere hvorfor de nye reglene om arbeidsgiveravgift spilte en rolle for dem. Neste spørsmål er om man kan trekke noen generelle konklusjoner fra dette. De fleste oppkjøp skjer vel i områder med høy arbeidsgiveravgift fordi det er i disse områder de fleste bedrifter ligger.

Mvh Arthur J. Brudvik

V3.6 Korrespondanse pr. e-post med Oddbjørn Sættem, NHH

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Oddbjørn Sættem, Seniorforeleser på Institutt for regnskaps, revisjon og rettsvitenskap ved NHH

Intervjumetode: Ustrukturert intervju/e-post

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

From: Jørgen Reiten [mailto:jsreiten@hotmail.com]

Sent: Wednesday, February 10, 2010 7:47 PM

Subject: Kort spørsmål om gjeldsgrad

Hei!

Vi er to studenter som skriver masteroppgave ved NHH og lurer på **hvordan et selskap kan få negativ gjeldsgrad?** Når vi søker på regnskapsdata finner vi bedrifter med negativ gjeldsgrad. Vil dette si at de har negativ egenkapital? Hvordan er dette mulig? Hvordan tolker man det?

Setter pris på et raskt svar (trenger ikke være langt).

På forhånd takk for hjelpen.

Mvh Jørgen Reiten og Johan Schwartz

From: Oddbjorn.Satttem@hiMolde.no

Date: Thu, 11 Feb 2010 13:53:08 +0100

Subject: RE: Kort spørsmål om gjeldsgrad

Hei,

Årsaken er nok negativ egenkapital som dere nevner. Det inntreffer når verdien av eiendelene blir mindre enn gjelden (balanseperspektiv), alternativt at akkumulert underskudd overstiger innskutt egenkapital (resultatperspektiv). Hele egenkapitalen er tapt og også deler av gjelden.

Oddbjørn

V3.7 Intervju med førsteamuensis Jøril Mæland

Klassifikasjon

Intervjuobjekt: Førsteamuensis Jøril Mæland ved Norges Handelshøyskole

Intervjumetode: Semistrukturert telefonintervju

Intervjuer: Jørgen Schübeler Reiten

Referat

I forbindelse med å sammenligne utviklingen i styrings- og pengemarkedsrenten med kredittvolum tok vi kontakt med Mæland, som foreleser i kurset Finansmarkeder, for å komme fram til den rette indikatoren, og for å få synspunkter relatert til analysen:

Vi er interessert i å sammenligne endringen i kredittvolum med utviklingen i styrings- og pengemarkedsrenten (jfr. figur 4.1.1a) – hvilke indikatorer er da best egnet?

Endring i gjeldsopptak det som er interessant

Virker som at grafen er fornuftig å bruke (Tabell 07477 i SSBs statistikkbank)

Videre kan vi se på både publikum og fastlandsnorge. Hva er best egnet her?

Se på både publikum og fastlandsnorge hver for seg – ulike mekanismer som virker inn for privatpersoner og næringslivet. For privatpersoner er det gjerne mer koblet til boligmarkedet, mens hos bedriftene er det andre investeringsbehov å ta høyde for.

Vi ser da at allerede i juli 2007 begynte årstransaksjonene å reduseres kraftig, og siden den tid har det bare gått nedover.

Dette kan være en respons på de første signalene i det amerikanske kredittmarkedet

Hvilke andre synspunkter har du på denne analysen?

Bankene skyldte på bedriftene for redusert gjeldsopptak, og omvendt

Mulig Norge ikke ble påvirket så mye av kredittkrisen

Når det er mindre gjeldsopptak hindrer dette veksten i økonomien