

Fusjoner og oppkjøp i krisetider

*En studie av finanskrisens påvirkning på det amerikanske
markedet for selskapskontroll*

**Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon med
hovedretning i Finansiell økonomi og Strategi og ledelse**

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Veileder: Lasse B. Lien

Utarbeidet av:

Magnus Arstad Idland og Benedicte Ankersen Engnestangen

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I denne utredningen ønsket vi å avdekke hvordan finanskrisen har påvirket det amerikanske markedet for selskapskontroll. Til å gjennomføre studien har vi benyttet sekundærdata fra den anerkjente produsenten Bureau van Dijk. Vi har vektlagt forhold som antall og verdi på transaksjonene, relatertheten mellom transaksjonspartene og egenskapene til de selskapene som var involvert. Analysene er foretatt i perioden år 2005 til år 2009. Årene 2005-2007 har vi betegnet som perioden før krisen, mens år 2009 er perioden under krisen.

I analysen har vi sammenlignet de to periodene. For det første har vi utarbeidet deskriptiv statistikk over transaksjonsverdi og transaksjonsvolum. Videre har vi benyttet bransjekoder til å utforme en relaterthetsanalyse. Til å identifisere egenskaper ved bedrifter har vi gjennomført en logistisk regresjonsanalyse basert på forklaringsvariablene lønnsomhet, soliditet, vekst og størrelse. Analysene er foretatt i absolutt forstand og med bransjejustering av variablene. Absolutt betyr at tallene ikke er justert for bransjemessige effekter.

Våre funn indikerer at finanskrisen har ført til et fall i antall og aggregert verdi på transaksjonene. Samtidig var gjennomsnittlig transaksjonsverdi faktisk høyere under krisen enn i perioden før. En årsak til dette funnet var stor spredning i standardavvikene under krisen. Det kan derfor tyde på at det var en større nedgang i små transaksjoner enn i store. Relaterthetsanalysen viste en jevn økning i kjøp av relatert virksomhet i perioden 2005-2008. Denne trenden snudde under finanskrisen, og selskaper kjøpte mer urelatert virksomhet. Dette kan indikere at det fant sted en viss branssalgseffekt.

Fra den logistiske regresjonsanalysen fant vi at typiske karakteristika ved *kjøper* under krisen var at den generelle lønnsomheten var lavere, men relativt til bransjens gjennomsnitt hadde kjøper faktisk bedre lønnsomhet. Kjøper var større målt i omsetning både i absolutt forstand og justert relativt til egen bransje. Soliditeten var bedre målt på absolutt form, men relativt til egen bransje var den kun bedre to år før transaksjonen. Kjøper opplevde lavere vekst i omsetning to år før transaksjon, mens bransjejustert vekst virker å ha lite betydning.

For *oppkjøpsmålene* var typiske karakteristika under finanskrisen at lønnsomheten var lavere både i absolutt forstand og sammenlignet med bransjens gjennomsnitt. Oppkjøpsmålene var større målt i omsetning både i absolutt verdi og justert i forhold til egen bransje. Soliditeten var sterkere målt på absolutt form, men relativt til egen bransje var den kun bedre ett år før transaksjonen. Oppkjøpsmålene opplevde lavere vekst i omsetning ett år før transaksjon, mens den bransjejusterte variabelen for vekst ikke ga meningsfulle resultater.

Forord

Denne utredningen er skrevet som et ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole i Bergen. Oppgaven er skrevet innenfor hovedprofilene Finansiell økonomi og Strategi og ledelse, og produsert høsten 2012.

Finanskrisen som inntraff år 2008 har blitt viet stor oppmerksomhet både i internasjonale politiske debatter og i en rekke kurs vi har avlagt ved NHH. Hovedtematikken i disse kursene har vært rettet mot makroøkonomiske konsekvenser av krisen. Grunnet lite forskning på mikroøkonomiske konsekvenser av finanskrisen, ble vi inspirert til å utlede en utredning hvor dette var tematikken. I samarbeid med forskningsprosjektet ”Krise, omstilling og vekst” besluttet vi å skrive en avhandling med fokus på finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i USA.

Forskningsprosjektet ”Krise, omstilling og vekst” startet opp i 2009 med det formål å avdekke årsaker til den internasjonale økonomiske krisen, virkninger av krisen på kort og lang sikt, og betydningen krisen har hatt for omstillingsbehov og vekstmuligheter i næringslivet.

I forbindelse med utredningen har vi fått god hjelp og innspill fra en rekke personer. Vi vil først og fremst takke vår veileder Lasse B. Lien ved institutt for strategi og ledelse, som gav oss muligheten til å delta i forskningsprosjektet og for gode tips til tematikk for oppgaven. Underveis i prosessen har han vært behjelpelig med gode innspill og råd. Vi håper vår avhandlingen vil være et nyttig bidrag i forbindelse med hans videre forskning. Vi vil videre takke Eirik Pedersen for hans uvurderlige hjelp med bearbeidelse av data i Excel. Avslutningsvis vil vi takke våre nærmeste for positivt engasjement og gode forslag underveis i prosessen.

Bergen, 17. desember 2012

Magnus Arstad Idland

Benedicte Ankersen Engnestangen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	1
Forord.....	2
Figurliste.....	7
Tabelliste.....	8
1. INNLEDNING.....	9
1.1. Begrunnelse for valg av oppgaven.....	9
1.2. Problemstilling.....	9
1.3. Avgrensninger.....	10
1.4. Avhandlingens struktur.....	11
2. TEORI.....	12
2.1. Markedet for selskapskontroll.....	12
2.1.1. Gevinst- og tapsfordelingen ved oppkjøp.....	13
2.1.2. Motiver for fusjoner og oppkjøp.....	15
2.2. Diversifiseringstrategier.....	17
2.2.1. Relatert versus urelatert diversifisering.....	17
2.2.2. Historisk perspektiv på ekspansjonsstrategier.....	19
2.3. Hvordan reagerer typisk markedet for selskapskontroll på finanskriser?.....	20
2.3.1. Konsolidering.....	21
2.3.2. Brannsalg.....	21
2.4. Fusjoner og oppkjøp i bølger.....	22
2.4.1. Den første bølgen (1897-1904): Horisontal konsolidering.....	23
2.4.2. Den andre bølgen (1916-1929): Økt konsentrasjon.....	23
2.4.3. Den tredje bølgen (1965-1969): Konglomeratbølgen.....	24
2.4.4. Den fjerde bølgen (1981-1989): Konglomeratoppløsning.....	24
2.4.5. Den femte bølgen (1992-2000): Strategiske ”mega-oppkjøp”.....	25
2.5. Finanskrisen 2007 – 2010.....	25

2.5.1.	Hva er en finanskrise?	25
2.5.2.	Opptakten til krisen på det amerikanske finansmarkedet.....	26
2.5.3.	Avgjørende hendelser under finanskrisen	27
2.6.	Valg av kapitalstruktur	28
2.6.1.	Valg av kapitalstruktur i en M&M-verden.....	28
2.6.2.	Trade-off-teorien	30
2.6.3.	Pecking-order-teorien.....	31
2.7.	Egenskaper ved bedriften	31
2.7.1.	Lønnsomhet.....	31
2.7.2.	Soliditet	32
2.7.3.	Størrelse.....	32
2.7.4.	Vekst.....	33
3.	FORVENTNINGER TIL FUNN	34
3.1.1.	Transaksjonsvolum og transaksjonsverdi.....	34
3.1.2.	Lønnsomhet.....	35
3.1.3.	Soliditet	36
3.1.4.	Størrelse.....	38
3.1.5.	Vekst.....	39
3.1.6.	Relaterthet	40
4.	METODE	41
4.1.	Utvikling av problemstilling.....	41
4.2.	Analysemodell	42
4.2.1.	Avhengig variabel	43
4.2.2.	Uavhengige variabler	43
4.3.	Forskningsdesign	47
4.3.1.	Forskningsfilosofi.....	49
4.3.2.	Fremgangsmåte	49

4.3.3.	Forskningsstrategi	50
4.3.4.	Metodevalg	50
4.3.5.	Tidshorisont.....	51
4.3.6.	Datainnsamling.....	51
4.3.7.	Dataanalyse	56
4.4.	Validitet og reliabilitet.....	61
4.4.1.	Intern validitet	61
4.4.2.	Ekstern validitet.....	62
4.4.3.	Reliabilitet	63
4.5.	Forskningsetikk	63
5.	ANALYSE AV DATA OG DRØFTING AV RESULTATER	64
5.1.	Datering av finanskrise	64
5.2.	Deskriptiv statistikk.....	71
5.2.1.	Antall transaksjoner.....	71
5.2.2.	Aggregert transaksjonsverdi.....	72
5.2.3.	Gjennomsnittlig transaksjonsverdi og median transaksjonsverdi	73
5.2.4.	Mest aktive bransjer	75
5.2.5.	Oppsummering av deskriptiv analyse	79
5.3.	Relaterthet.....	80
5.3.1.	Oversikt over fordelingen mellom relatert og urelatert virksomhet.....	81
5.3.2.	Analyse hvor bransjer med størst aktivitet ekskluderes	82
5.3.3.	Analyse basert på to-siffernivå.....	83
5.3.4.	Analyse hvor bransjer med størst aktivitet ekskluderes – To-siffernivå.....	84
5.3.5.	Analyse basert på økning av tidsperioden.....	85
5.3.6.	Tolkning av resultater fra relaterhetsanalysen.....	86
5.4.	Logistisk regresjon	87
5.4.1.	Resultater fra logistisk regresjon.....	89

5.4.2.	Tolkning av resultater i logistisk regresjon	106
6.	STYRKER OG SVAKHETER VED STUDIEN OG FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	113
6.1.	Styrker og svakheter ved studien.....	113
6.2.	Forslag til videre forskning.....	114
7.	KONKLUSJON	116
8.	APPENDIKS	118
8.1.	Inflasjonstabell.....	118
8.2.	Deskriptiv statistikk.....	118
8.2.1.	Fordelingen mellom kjøper og oppkjøpsmål	118
8.3.	Relaterthet.....	119
8.3.1.	Tabell over bransjer basert på to-siffernivå.....	119
8.3.2.	Oversikt over fordelingen av bransjekodenivå år for år basert på antall transaksjoner.....	119
8.4.	Logistisk regresjon	122
8.4.1.	Test av multikollinearitet ved bruk av Pearsons korrelasjonstest	122
8.4.2.	Test av multikollinearitet for variablene benyttet i analysen	125
8.4.3.	Regresjoner med kontrollvariabler	128
8.4.4.	Kontrollvariabler	129
8.4.5.	Relevante variablers gjennomsnittsverdi og standardavvik	131
9.	Litteraturliste	133

Figurliste

Figur 1: Gevinster ved fusjoner og oppkjøp.....	15
Figur 2: Relaterthet (Meyer, 2008a).....	18
Figur 3: Analysemodell.....	42
Figur 4: Forskningsløken (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009).....	49
Figur 5: Industriell produsjonsindeks (FRED Economic data, 2012a).....	65
Figur 6: Realinntekt (FRED Economic data, 2012b).....	66
Figur 7: Sysselsetting (NBER, 2012a).....	67
Figur 8: Detaljomsetning (NBER, 2012b).....	68
Figur 9: Renteforskjeller (Klovland, 2011).....	69
Figur 10: Kredittkrise - Netto andel banker som strammet inn sine utlånskriterier (The Federal Reserve Board, 2010).....	70
Figur 11: Antall transaksjoner i perioden år 2002-år 2010.....	72
Figur 12: Aggregert transaksjonsverdi.....	73
Figur 13: Gjennomsnittlig transaksjonsverdi.....	74
Figur 14: Transaksjonsverdi basert på median.....	74
Figur 15: Transaksjonsverdi basert på standardavvik.....	75
Figur 16: Topp 3 mest aktive bransjer på kjøpersiden.....	77
Figur 17: Topp 3 mest aktive bransjer basert på oppkjøpsmål.....	78
Figur 18: Bransjenivå år 2005-2009.....	81
Figur 19: Fordeling relatert og urelatert.....	82
Figur 20: Fordeling relatert og urelatert virksomhet med ekskludering av de tre bransjene med flest transaksjoner.....	83
Figur 21: Fordeling relatert og urelatert virksomhet: To-siffer.....	83
Figur 22: Fordeling relatert og urelatert virksomhet med ekskludering av de tre bransjene med flest transaksjoner.....	85
Figur 23: Fordeling av bransjekodenivå i perioden 2002-2010.....	86

Tabelliste

Tabell 1: Nøkkeltall som blir benyttet som forklaringsvariabler	10
Tabell 2: Fordeler og ulemper ved oppkjøp og fusjoner (Meyer, 2008a)	14
Tabell 3: Topp 3 mest aktive bransjer på kjøpersiden	77
Tabell 4: Topp 3 mest aktive bransjer basert på oppkjøpsmål	79
Tabell 5: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-ikke bransjejustert	91
Tabell 6: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-bransjejustert	93
Tabell 7: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-ikke bransjejustert	95
Tabell 8: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1- bransjejustert	97
Tabell 9: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-ikke bransjejustert	99
Tabell 10: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-bransjejustert	101
Tabell 11: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-ikke bransjejustert	103
Tabell 12: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-bransjejustert	105

1. INNLEDNING

1.1. Begrunnelse for valg av oppgaven

Finanskriser har berørt verden ved flere tilfeller, og konsekvensene av slike kriser er mange. Finanskrisen anno 2008 berører oss den dag i dag (år 2012), og er således et dagsaktuelt tema for alle og enhver. De fleste studier foretar analyser av finanskrisen på et makroøkonomisk nivå. Spesielt får finanskrisenes påvirkning på arbeidsløsheten og nedleggelse av foretak mye oppmerksomhet. Men hvordan påvirker egentlig finanskriser på et mikroøkonomisk nivå? Med denne masterutredningen ønsker vi å undersøke hvordan finanskrisen anno 2008 har påvirket markedet for selskapskontroll i USA. Vårt primære fokus har knyttet seg til hvordan oppkjøpene kan relateres til nåværende kjernevirksomhet og nøkkeltall som lønnsomhet, soliditet, vekst og størrelse til berørte aktører. Oppkjøpsstrategier vil variere fra selskap til selskap, og spesielt under krisetider finner vi det interessant å se nærmere på om det finnes noen bransjetrender. Oppkjøp blir ofte betegnet som en overlevelsesstrategi i krisetider. Basert på disse argumentene har vi utarbeidet vår utredning, og håper den blir et tilskudd til dagens forskning.

Vår utredning inngår som et ledd i Norges Handelshøyskoles femårige satsingsprosjekt ”Krise, omstilling og vekst”. Programmet startet i 2009, og det tar opp årsaker til den internasjonale økonomiske krisen, konsekvenser på kort og lang sikt, og betydningen av krisen for omstillingsbehov og vekstmuligheter i næringslivet (Norges Handelshøyskole, 2009).

1.2. Problemstilling

Problemstillingen legger selve grunnlaget for oppgaven, og skal bidra til å skape struktur og fokus i arbeidet. Den skal opptre som en hjelpende hånd i søken etter gjeldende litteratur, utarbeidelse av forskningsdesign, valg av metode, samt presentasjon av analysen og funnene (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). I samarbeid med vår veileder og basert på forskningsmiljøets ønsker, er følgende problemstilling utarbeidet:

Hvordan påvirket finanskrisen det amerikanske markedet for selskapskontroll, nærmere bestemt antall og verdi på transaksjonene, forholdet mellom transaksjonspartene, og egenskapene til de bedriftene som var involvert?

Gjennom innsamling av datamateriale fra eksisterende databaser og ved hjelp av eksisterende litteratur om generell oppkjøpsteori, finanskriser, og fusjoner- og oppkjøpsbølger, skal vi analysere finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i USA. Vi vil i vår analyse fokusere på de involverte aktørenes nøkkeltall. Disse nøkkeltallene er henholdsvis:

Størrelse	Lønnsomhet	Vekst	Soliditet
Omsetning	ROA	Vekst i omsetning	Gjeldsandel
Totale eiendeler	ROE		
Antall ansatte	Profittmargin		
	EBIT-margin		
	EBITDA-margin		

Tabell 1: Nøkkeltall som blir benyttet som forklaringsvariabler

Under punktene 2.7. og 4.2.2. gir vi en dypere forklaring på de nevnte variablene. I tillegg ønsker vi å undersøke relatertheten mellom kjøper og oppkjøpsmål. Denne analysen vil basere seg på bransjekoder gitt av North American Industry Classification System (NAICS). Basert på disse variablene ønsker vi å gi et bidrag til forskning omkring hvordan markedet for selskapskontroll blir påvirket av finanskriser. Vi ønsker derfor å belyse temaer og fenomener som både vår veileder og forskningsteamet i ”Krise, omstilling og vekst-prosjektet” finner interessant. Den primære hensikten bak oppgaven er å identifisere typiske egenskaper ved krisetransaksjoner. Avslutningsvis håper vi at vår utredning kan utgjøre et bidrag for videre forskning.

1.3. Avgrensninger

Grunnet problemstillingens karakter, samt begrenset med tid og ressurser, har vi måttet foreta noen avgrensninger. For det første har vi valgt å undersøke transaksjoner hvor eierforholdet er blitt endret som følge av transaksjonen. Vi har derfor satt en begrensning på at initiell eierandel maksimalt kan være 15 %, og endelig eierandel må være minimum 80 %. På denne måten sikrer vi at oppkjøpsmålet får nye eiere, og at ny eier får mulighet til reell innflytelse.

For det andre har vi valgt å fokusere på tidsperioden 2005-2009. Av denne tidsperioden utgjør årene 2005-2007 vår kontrollperiode, som derav er tiden før finanskrisen. Året 2008 utgjør et blandingsår. Med dette menes at året både har befunnet seg i krisen og utenfor krisen. Vi har derfor valgt å se bort i fra dette året i den logistiske regresjonsanalysen, i frykt for at det kan påvirke våre funn. År 2009 har vi betegnet som finanskrisen år.

For det tredje har vi avgrenset vår analyse til å se på amerikanskregistrerte foretak. Vi har utarbeidet en analyse med fokus på kjøper og en analyse med fokus på oppkjøpsmål. I

analysen for kjøper må kjøper være amerikansk registrert. Den samme forutsetningen gjelder ved analyse av oppkjøpsmaal.

For det fjerde har vi satt en avgrensning ved at transaksjonen enten må være en fusjon eller et oppkjøp. Denne avgrensningen er satt basert på at vi ønsker å undersøke markedet for selskapskontroll. Fusjoner og oppkjøp er primært de transaksjonene som har størst påvirkning på dette markedet.

For det femte ønsket vi å undersøke kun profittmaksimerende selskaper. For å sikre at denne avgrensningen skal være gjeldende, har vi satt et minimumskrav til omsetning på \$ 1 000 000. Dette kravet har vi inflasjonsjustert basert på basisår 2002, se appendiks punkt 8.1 for utregning.

For det sjette har vi ved analyse av relaterthet kun fokusert på bransjekoder basert på primærkoden. De fleste bedrifter opererer både med primærkoder og sekundærkoder. Sekundærkoder er en næring som bedriften opererer innenfor. All den tid vi har valgt å se bort i fra sekundærkoden kan enkelte foretak ha falt utenfor analysen. Disse ville derimot vært med dersom vi inkluderte analyser basert på sekundærkodene. Vi mener likevel at vårt valg om å fokusere på primærkoden kan forsvares grunnet oppgavens omfang og tidsbegrensninger.

1.4. Avhandlingens struktur

Utredningen innledes med en presentasjon av relevant teori knyttet til markedet for selskapskontroll og diversifiseringsstrategier. Videre presenteres teori om finanskriser og tidligere oppkjøpsbølger. Avslutningsvis i teoridelen fokuserer vi på valg av kapitalstruktur og egenskaper ved bedriften. I kapittel 3 følger våre forventninger til funn. Disse forventningene tar utgangspunkt i eksisterende teori og våre antagelser. Kapittel 4 omhandler våre metodiske valg, hvilket innebærer en forklaring på vår problemstilling, forskningsdesign og en drøftelse av studiens validitet og reliabilitet. I kapittel 5 analyserer vi dataene vi har samlet inn, samt foretar en nærmere drøftelse av resultatene fra analysen. Deretter foretar vi en evaluering av studiens styrker og svakheter. Avhandlingen avsluttes så med en konklusjon.

2. TEORI

I dette kapitlet vil vi beskrive relevant teori i forbindelse med oppgaven. Vi ønsker å presentere og vurdere eksisterende teori, slik at vi får økt forståelse omkring vårt tema. Dette kapitlet starter med en presentasjon av generell teori om markedet for selskapskontroll og diversifiseringsstrategier. Deretter går vi gjennom en rekke fusjons- og oppkjøpsbølger som har funnet sted gjennom historien, og beveger så inn i finanskrisen anno 2008. Avslutningsvis i teoridelen fokuserer vi på valg av kapitalstruktur og egenskaper ved bedriften.

2.1. Markedet for selskapskontroll

Manne (1965) var den første som lanserte begrepet markedet for selskapskontroll. Med dette begrepet argumenterte han for at det eksisterte et marked hvor hele selskaper, divisjoner eller forretningsområder omsettes. Hovedsakelig gjelder dette fusjon og oppkjøp. **Oppkjøp** kan defineres som et selskaps handling hvor et selskap kjøper deler eller hele oppkjøpsmålets eiendeler for å ta kontroll over selskapet (Investopedia, U.D.). Oppkjøp gjøres ofte som en del av et selskaps vekststrategi hvor det i mange tilfeller er mer lønnsomt å ta over et eksisterende selskaps virksomhet enn å ekspandere på egenhånd. Oppkjøp blir ofte betalt i kontanter, alternativt i det overtakende selskapets aksjer eller en kombinasjon av begge. En **fusjon** vil kort sagt være at to selskaper blir til ett. Ved å danne et felles selskap ønsker man å oppnå en sterkere posisjon i markedet og effektivisere en rekke prosesser. Oppkjøp og fusjonering med konkurrerende virksomheter er en av de vanligste og trolig raskeste veiene et selskap kan vokse på.

Markedet for selskapskontroll skal bidra til å styre eier- og kontrollrettigheter til forretningsenheter og hele selskaper dit hvor avkastningen er høyest. Dette markedet er sentralt i bedriftenes og økonomiens tilpasning til ulike arter av ytre sjokk som teknologiske, regulatoriske eller økonomiske. Det sentrale i markedet for selskapskontroll er eierskapsfortrinn. Med dette menes at man kun bør eie forretningsenheter hvor man er beste eier, og derav har et eierskapsfortrinn (Jakobsen & Lien, 2001). I enkelte tilfeller er det slik at noen selskaper vil være bedre eier enn dagens eier, og gjennom salg vil økt avkastning kunne oppnås. I slike tilfeller skal markedet for selskapskontroll bidra til at eier- og kontrollrettighetene havner dit hvor avkastningen er høyest.

Dersom markedet for selskapskontroll ikke fungerer eller dersom et selskap ikke selger deler av virksomheten som andre eiere kan skape mer verdi fra, oppstår et effektivitetstap. Effektivitetstap fører til lavere verdiskaping i samfunnet enn den ellers ville ha vært ved

gjennomføring av salg. Opprettholdelse av eierskap til enheter som andre kan skape verdi fra vil i tillegg påføre aksjonærene i selskapet et verditap. Derfor er det i både samfunnets og aksjonærenes interesse at kriteriet om eierskapsfortrinn vektlegges (Jakobsen & Lien, 2001).

2.1.1. Gevinst- og tapsfordelingen ved oppkjøp

Det finnes både fordeler og ulemper ved oppkjøp. En fordel med oppkjøp er tilgangen til komplementære ressurser. Dette er ressurser som sammen med egne ressurser kan skape et konkurransefortrinn for bedriften, noe som kan skje gjennom økt skala, utnyttelse av breddefordeler og overføring av kompetanse (Lien L. , 2008e). Å få tilgang på komplementære ressurser kan være viktig i de tilfeller hvor ressursene er vanskelig å imitere eller bygge opp internt. Tempoet i ervervelsen av komplementære ressurser er en annen fordel ved oppkjøp og fusjoner. Gjennom oppkjøp kan en markedsposisjonen erverves umiddelbart (Meyer, 2008a). Til tross for alle fordelene, finnes det også ulemper ved å velge fusjoner og oppkjøp som ekspansjonsstrategi. Oppkjøp er en svært kostbar måte å tre inn i et marked på. Studier viser at premien for å overta virksomheter i markedet for eierskapskontroll ligger omtrent 30 % over børskurs (Meyer, 2008a). Dette indikerer at selgende aksjonærer gjør det bra, mens studier viser 0 eller negativ avkastning til kjøperne. Studier som er verdt å nevne er Asquith, Bruner & Mullins, 1983; Morck, Shleifer & Vishny, 1990; Kaplan & Weisbach, 1992; Mitchell & Stafford, 2000; Walker, 2000. På den andre siden eksisterer det også empiri hvor en finner positiv avkastning for kjøperne. Denne empirien er imidlertid basert på eldre datasett, hovedsakelig observasjoner fra perioden før midten av 1970-tallet. En plausibel årsak til dette kan være et mer aktivt marked for selskapskontroll. Dette har ført til at det har blitt vanskeligere å kjøpe billig, og kjøpernes avkastning har sunket fra en liten positiv gevinst i gjennomsnitt, til i beste fall en avkastning på 0 (Lien L. , 2008e). Studiene viser videre at den samlede effekten for selger og kjøper er positiv. Med dette menes at eventuelle tap for kjøperne er mindre enn gevinstene for selgeren. Dette fører til at det blir en positiv nettoeffekt til markedet for selskapskontroll. En tolkning av de positive nettoeffektene er at ”markedet for selskapskontroll bidrar til å skape verdi, ved å dirigere eierskap og kontrollrettigheter til bedrifter dit de kaster mest av seg” (Lien L. , 2008e, ss. 38-39).

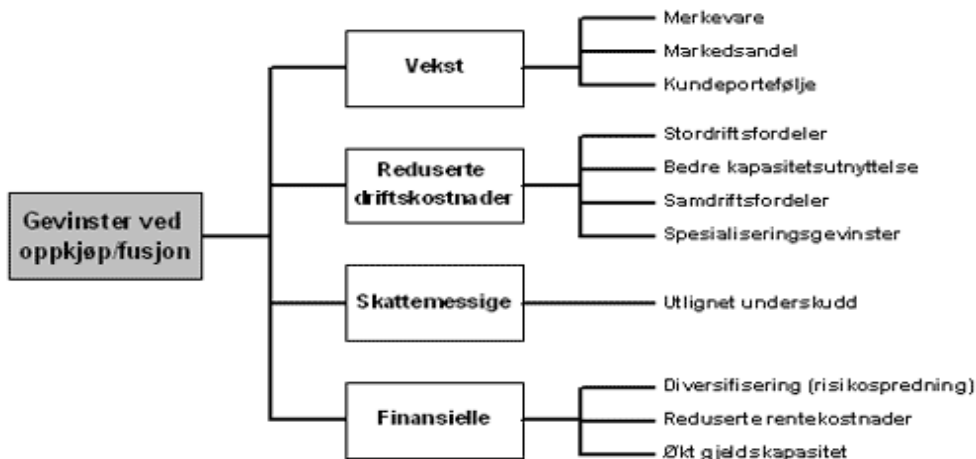
Drøftelsen overfor viser at det kan være utfordrende å realisere verdier utover det som må til for å betjene oppkjøpskostnadene når oppkjøpsprisen er så høy. Desto større konkurranse det er om selskapene, desto høyere pris må en betale, noe som igjen fører til at det blir vanskeligere å realisere en overnormal avkastning. Høyeste budgiver blir da gjerne selskaper som har privat informasjon om oppkjøpsmålet, selskaper som kan skape unike synergier og

har således råd til å betale en høyere pris eller selskaper som blir et offer for vinnerens forbannelse. Vinnerens forbannelse handler om at tilbyder har et optimistisk syn på verdianslaget, og betaler en pris som overstiger den opprinnelige verdien av å vinne (Meyer, 2008b). En annen ulempe som gjør seg gjeldende ved oppkjøp er at man i de fleste tilfeller kjøper hele virksomheter. Dette fører til at man kjøper både de attraktive og mindre attraktive delene av virksomheten. Videre vil kostnader knyttet til økt størrelse og koordinering, som stordrifts- og samdriftsulemper, gjøre seg gjeldende. I tillegg vil kostnader tilhørende integrasjon spille inn. Slike kostnader kan være kulturelle konflikter, tap av motivasjon, samordning av incentivsystemer, regler og prosedyrer (Meyer, 2008a). Nedenfor følger en tabell som oppsummerer fordelene og ulempene ved oppkjøp og fusjoner.

Fordeler og ulemper ved oppkjøp og fusjoner	
<i>Fordeler</i>	<i>Ulemper</i>
- Tilgang til komplementære ressurser	- Kostand ved oppkjøp
- Tempo	- Kjøp av hele virksomheten
- Fjerner en konkurrent	- Stordrifts- og samordningsulemper
- Blokkering av konkurrenter	- Negative overraskelser
	- Integrasjonskostnader

Tabell 2: Fordeler og ulemper ved oppkjøp og fusjoner (Meyer, 2008a)

Basert på overnevnte drøftelse, ser man at oppkjøp kan feile. En årsak til at man ikke oppnår de ønskede resultatene kan basere seg på en overvurdering av synergieffektene. Figur 1 nedenfor er hentet fra kunnskapssenterets hjemmesider, og illustrerer de viktigste gevinstene ved fusjoner og oppkjøp (Sander, 2004b). Figuren viser at det er stor variasjon i gevinstene man kan oppnå. Hovedproblemet knyttet til hvorfor selskaper opplever negative resultater baserer seg på urealistiske forventninger. Ved fastsettelse av kjøpesum inkluderes noen av disse nevnte gevinstene, og dermed skjer det i noen tilfeller at de forventede synergieffektene er vurdert til et urealistisk nivå. Dermed kan kjøper ende opp med negative resultater.



Figur 1: Gevinster ved fusjoner og oppkjøp

2.1.2. Motiver for fusjoner og oppkjøp

2.1.2.1. Verdimaksimerende motiver

Verdimaksimerende motiver indikerer at fusjoner og oppkjøp er drevet av motiver som tjener eierne. Verdi kan skapes gjennom effektivisering av virksomheten eller verdier kan kapres fra ulike interessegrupper til kjøpende aksjonærer (Meyer, 2008b).

2.1.2.1.1. Verdiskapning

Ved verdiskapning er det spesielt synergier eller restruktureringsgevinster som er det sentrale (Meyer, 2008b). Verdien av fusjonerte selskapet overstiger verdien på selskapene hver for seg. Synergier deles inn i:

- **Finansielle synergier** vil si at verdi skapes gjennom lavere kapitalkostnader.
- **Diversifiseringssynergier** innebærer en risikoreduksjon gjennom å spre investeringene.
- **Ledelsesynergier** blir realisert n r ledelsen hos k per har ledelseskompetanse innenfor planlegging og styring som overgår ledelseskompetansen i oppkjøpsmålet.
- **Operasjonelle synergier** innebærer at en samordner ressursene i de to fusjonerende selskapene. Dette kan enten skje ved at de deler ressurser for å hente ut skala- eller breddefordeler eller overfører kompetanse.
- **Restrukturering** av selskapet er en annen form for verdiskapning. Fusjonering eller fisjonering av aktiviteter eller avdelinger kan være aktuelt.

2.1.2.1.2. Verdikapring

Ved verdikapring gjelder det å kapre verdier fra andre interessenter, noe som igjen gagnar aksjonærene. Dette kan blant annet gjøres på denne måten:

- **Økt makt i forhold til eksterne grupper** omhandler overføring av verdier fra kunder, leverandører og andre. Monopolmakt utøves ofte overfor kunde. Overfor leverandører kan et fusjonert selskap få en betydelig sterkere forhandlingsposisjon, noe som gjør det mulig å presse prisen eller høyne kvaliteten uten kostnader.
- **Kjøp av undervurderte selskaper** ved at enkelte aktører har privat og bedre informasjon om oppkjøpsmålene enn aksjemarkedet. Dette motivet forutsetter at kapitalmarkedet er imperfekt, og at det eksisterer usikkerhet ved at aktører i kapitalmarkedet ikke er fullt i stand til å vurdere informasjonen i et gitt bud.
- **Skattemessige fordeler** gjennom å skape verdi ved hjelp av skattereduksjoner. I et slikt tilfelle overføres verdier fra myndigheter til selskapene.

2.1.2.2. Ikke verdimaksimerende motiver

Ikke-verdimaksimerende motiver bygger på andre motiver bak fusjoner og oppkjøp enn dem som maksimerer verdi for eierne. Disse motivene erkjenner interessekonflikten som kan oppstå mellom eierne og ledelsen og påpeker at ledere kan være drevet av å maksimere egen nytte på bekostning av eiernes. Imperiebyggingsteorien sier at ledelsen vil tilstrebe vekst på tvers av eiernes interesser fordi ledelsens kompensasjon, makt og status er en funksjon av selskapets størrelse (Meyer, 2008b).

Ivaretagelse av egen posisjon kan gi seg utslag i at ledere ønsker å redusere selskapets risiko mer enn eierne og beskytte selskapet mot oppkjøp. Årsaken til dette er fordi ledernes inntekt er knyttet opp mot selskapet. Videre kan ledere ha utviklet spesifikk kompetanse som ikke er like anvendbar i andre næringer. Sist vil kompensasjon i form av aksjer og opsjoner øke ledernes investering i eget selskap. I motsetning til aksjonærene som sprer risiko over flere selskaper, så har ledelsen sine verdier i ett selskap. Dette impliserer at ledelsen ofte vil være mer risikoavers enn eierne (Meyer, 2008b).

Ledere kan også sikre sin egen posisjon ved å beskytte selskapet mot oppkjøp. Oppkjøp resulterer ofte i fratredelse av stilling, reduksjon i status, makt og handlefrihet for lederne i det oppkjøpte selskapet. Basert på disse argumentene ønsker ofte ledere å gjennomføre fusjoner eller selv kjøpe opp andre selskaper.

2.1.2.3. *Motiver som skyldes begrenset rasjonalitet*

Ved fusjoner og oppkjøp så vil ledere stå overfor begrensninger hva gjelder deres evne til å vurdere fremtidige kontantstrømmer. En beslutning om å fusjonere eller kjøpe opp vil således reflektere beslutningstakers egne forutsetninger, fordommer og begrensninger. Av den grunn inntreffer ofte vinnerens forbannelse eller hybris. Årsaken til at både vinnerens forbannelse og hybris oppstår handler om at ledere har en overdreven selvtillit og derfor overvurderer egne evner til å realisere synergier i integrasjonsprosessen (Meyer, 2008b).

2.2. Diversifiseringstrategier

Det finnes ulike typer av oppkjøp eller diversifiseringsstrategier. Barney (2007) gir følgende definisjon på en diversifiseringsstrategi: *Et selskap som har brakt multiple forretningsområder inn i sin organisasjon, har implementert en diversifiseringsstrategi for foretaket* (Barney, 2007). Disse strategiene kan være horisontal versus vertikal diversifisering, eller relatert versus urelatert diversifisering. I denne utredningen vil fokus ligge på relatert og urelatert diversifisering.

2.2.1. Relatert versus urelatert diversifisering

Relatert diversifisering eksisterer når selskaper velger å føre en strategi der man har virksomhet innenfor et begrenset antall forretningsområder som er like av natur. Relatert diversifisering omhandler blant annet utnyttelse av synergier ved å tilføre nye produkter med tilnærmet like tekniske eller markedsmessige elementer som eksisterende virksomhet (Lederkilden, U.D.). Relatert diversifisering er spesielt aktuelt i de tilfeller hvor ressursene i den ene bransjen er substitutter eller komplementar for ressursene i den andre bransjen. I tillegg vil læringseffekter, stordrifts- eller breddefordeler, lave transaksjonskostnader eller ledig kapasitet skape fortrinn.

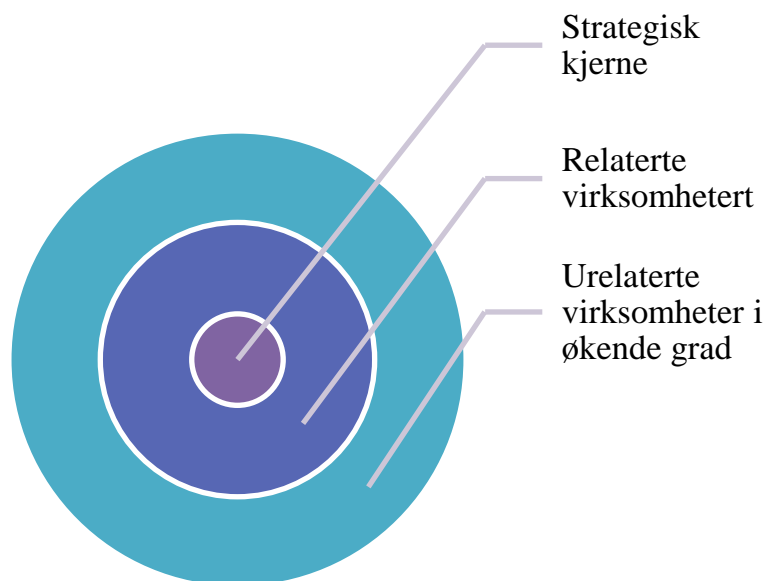
Urelatert diversifisering finner sted når selskaper velger å føre en strategi der man opererer innenfor flere relativt ulike forretningsområder. Med andre ord finnes det ingen tilknytning mellom eksisterende og ny virksomhet. Dette er spesielt relevant i de tilfeller hvor bedriften ønsker å ta i bruk ledig kapasitet i markeder med høy lønnsomhet. I konglomeratene opprettes egne markeder hvor internprising er et effektivt virkemiddel. Dette fører til at urelatert diversifisering kan være effektivt når de interne markedene kan allokere ressurser, og da spesielt finansielle ressurser, bedre enn eksterne markeder. Interne kapitalmarkeder kan fungere bedre enn eksterne kapitalmarkeder av flere grunner:

- Bedre informasjon

- Mer villighet til å avsløre informasjon
- Bedre kontroll og flere muligheter for å gripe inn
- Verdiantakelser baseres ikke på andre investorers forventninger

Dersom eksterne kapitalmarkeder er svake vil et konglomerat gjøre det bedre enn en bedrift med relatert diversifisering. Ved urelatert ekspansjon vil det være relativt stor avstand mellom forretningsområdene og det er dermed lite å hente på å dele ressurser.

Hvorvidt et selskap gjennomfører et relatert eller urelatert oppkjøp er nært knyttet til bedriftens strategiske kjerne. Strategisk kjerne blir i denne oppgaven definert som unike og verdifulle egenskaper som gir bedriften konkurransefortrinn. Med andre ord bedriftens økonomiske grunnlag for eksistens i en bransje. Strategisk kjerne kan ha sitt utspring i 1) Unike ressurser, 2) Unik teknologi, 3) Unik kompetanse, 4) Unik kombinerings og 5) Unike relasjoner (Haugland, 2004).



Figur 2: Relaterthet (Meyer, 2008a)

Figur 2 viser hvordan den strategiske kjernen er knyttet til vurderingen av hvor relatert oppkjøpet er til bedriftens kjerneområde. Vurderingen gjøres ut ifra hvor oppkjøpsmålets konkurransefortrinn er i forhold til kjøpers. Jo lenger en beveger seg bort fra sitt strategiske kjerneområde, jo mer urelatert vil ekspansjonen være (Meyer, 2008a). De fleste selskaper velger å starte med ekspansjon innenfor eget kjerneområde. Grunnlaget for en slik beslutning baserer seg på et ønske om å styrke og beskytte sin posisjon i markedet. Men på et tidspunkt vil mulighetene for ekspansjon innenfor egen strategisk kjerne være begrenset. Over tid vil

derfor mange selskaper ekspandere inn i nye sektorer, og dermed bli mer og mer diversifiserte. Valget om å ekspandere inn i urelatert virksomhet kan også begrunnes med et ønske om å spre risiko.

Tidligere empiri knyttet til relaterthet la til grunn en prosentvis klassifisering av relaterthet. I dag er det blitt vanligere å ta utgangspunkt i større nasjonale og internasjonale klassifiseringssystemer basert på bransjekoder. Dette systemet bygger på et syn om at relaterthet er en kontinuerlig variabel som stadig oppdateres og utvikles. I denne utredningen vil vi benytte det nordamerikanske klassifiseringssystemet NAICS 2007 for å bedømme relatertheten i oppkjøpene.

2.2.2. Historisk perspektiv på ekspansjonsstrategier

Sett med historiske øyne har ulike tidsperioder vært berørt av ulike ekspansjonsstrategier. En tilnærming er å dele inn i fem faser. I mellomkrigstiden var de fleste bedrifter spesialiserte med en funksjonell organisasjonsstruktur. Etter hvert så man en påfølgende trend rettet mot *diversifisering*. Diversifiseringen var begrunnet i et ønske om vekst, og dermed fant det sted en rekke oppkjøp inn i nye produktområder eller med andre ord urelatert virksomhet. Med diversifiseringen fulgte også en enorm mengde med informasjon, og ledelsen ble overbelastet med informasjon som skulle prosesseres og beslutninger som skulle fattes. Løsningen på dette problemet ble *divisjonalisering* (Lien, 2011a). Med dette menes at virksomhetene ble inndelt i forretningsområder med egen ledelse og eget resultatansvar. Med denne løsningen ble det frigitt ressurser, slik at lederne kunne fokusere på hovedlinjene fremfor å inneha detaljkunnskap om hvert enkelt forretningsområde. Divisjonaliseringstrenden var svært dominerende i tiden etter andre verdenskrig. Divisjonalisering rettet fokuset mot ledelse og således ble ledelse grunnlaget for diversifisering. Det var en allmenn oppfatning om at ledere hadde generell kunnskap som kunne brukes på tvers av forretningsområder. Å kunne tilføre generelle ledelsesressurser var en drivkraft i favør diversifisering. Diversifisering, samt motiver relatert til risikoreduksjon og en aggressiv anti-trust politikk i USA, førte til en *konglomeratiseringstrend* på 1960-1970 tallet (Lien, 2011a). Konglomerater er hovedsakelig oppkjøp i urelaterte forretningsområder. Variasjonen i forretningsområdene var med på å skape allokering- og effektivitetsutfordringer for en ledelse med minimal dybdeinnsikt i behovene til de ulike forretningsområdene. Dette førte til at konglomeratene leverte dårlige resultater på 1970 tallet. Lederne behøvde solide indikatorer som gav god rettleiding i forbindelse med allokering av kapital, noe som ledet frem til oppstandelsen av begrepet *porteføljeplanlegging* (Lien, 2011a). Men etter hvert oppstod det utfordringer med

porteføljeplanlegging på bakgrunn av overdrevet fokus på læringskurveeffekter og markedsandel. I tillegg førte kombinasjonen av vekst og modningsbedrifter til utfordringer i måloppnåelse, og krav til systemer, prosesser og strukturer (Lien, 2011a). En annen negativ effekt ved porteføljene var variasjonen i foretakene. I noen tilfeller viste det seg at de diversifiserte foretakene hadde negativ effekt på egne forretningsområder. Dette betyr med andre ord at gjennom splittelse av porteføljen vil det kunne skapes verdi. Som nevnt i avsnitt 2.1. bør kriteriet om eierskapsfortrinn ligge til grunn for hvem som er eier. Men gjennom hele 80-tallet var det et stort problem at det ble gjennomført en rekke fiendtlige oppkjøp. *Verdibasert ledelse* fikk derfor stor utbredelse. Gjennom restruktureringer, kutting av kostnader og endring av resultatmål (EVA), steg aksjeprisen og det ble mindre gunstig å gjennomføre fiendtlige oppkjøp. Likevel ble man etter hvert kjent med ulempene i forbindelse med verdibasert ledelse. Riktignok øker aksjonærverdien, men det gir ingen innsikt i hvilke strategier man burde følge. Dette la grunnlaget for en ny tankegang, ”stick-to-the-knitting”. Dette konseptet la vekt på selskapets kjernevirksomhet, og fokuserte på at ressurser burde benyttes på å utvikle kunnskap og kompetanse innenfor områder man var gode på (Goold & Kathleen, 1993).

På 1990-tallet startet tre tankesett. For det første bør det foregå *begrenset med diversifisering*, og kun diversifisering relatert til forretningsområdene man har synergier med (Goold & Kathleen, 1993). Synergier oppstår når prestasjonen til en portefølje er bedre enn summen av enhetene i porteføljen. Dette skjer fordi man kan dele kostnader, salgsressurser, og markedsføringskostnader, og på den måten skapes verdi. For det andre burde konsernets fokus være på å *utnytte kjernekompetanse* på tvers av ulike forretningsområder (Goold & Kathleen, 1993). For det tredje så avhenger vellykket diversifisering av at man bygger en portefølje av forretningsområder som passer med ledelsens dominerende logikk og ledelsesstil (Goold & Kathleen, 1993). I dag fokuseres det på å maksimere aksjonærverdi gjennom eierskapsfortrinn og ressursbasert teori hvor verdi skapes gjennom deling, overføring og oppgradering av ressurser.

2.3. Hvordan reagerer typisk markedet for selskapskontroll på finanskriser?

Fusjonsbølgen oppstår blant annet som følge av ytre sjokk som igjen skaper behov for strukturelle endringer. I følge et innlegg på siden ”Krise, omstilling og vekst” skrevet av Lasse Lien, så burde finanskrisen utløst en uvanlig boom i markedet for selskapskontroll siden krisen representerte et ytre sjokk som rammet mange bransjer (Lien L. , 2011b). En

normal konsekvens av uro skapt av en finanskriser er fallende etterspørsel, noe som kan gi incentiver til å øke kapasitetsutnyttelsen gjennom oppkjøp. Men det er ikke alltid slik at de virkelige resultatene stemmer overens med det man forventer. Det kan være flere årsaker til at finanskrisen anno 2008 ikke påvirket markedet for selskapskontroll i USA, slik som andre ytre sjokk opp gjennom historien har gjort. For det første kan den store usikkerheten knyttet til verdien av oppkjøpsobjekter føre til såkalt investeringsvegring fra bedriftenes side. I avsnitt 2.5 vil vi gå nærmere inn på problematikken knyttet til den store usikkerheten i forbindelse med hvem som egentlig var motpart til hvem på de ulike finansmarkedene. Gjeld som var pakket inn i komplekse sammensetninger av ulike verdipapirer og solgt videre til andre institusjoner gjorde hele markedet svært uoversiktlig. Den andre forklaringen relaterer seg til forholdene i kapitalmarkedene. På dette tidspunktet var det uvanlig vanskelig å få tilgang på kapital for å finansiere transaksjonene. Mange potensielle oppkjøpsmaal under finanskrisen ble kanskje ikke kjøpt nettopp på grunn av begrenset tilgang på kapital.

2.3.1. Konsolidering

Et mulig strategisk trekk når etterspørselen faller som følge av finanskriser vil være å konsolidere. Konsolidering skiller seg fra fusjon ved at de involverte partene danner et nytt selskap. Opprettholdelse av drift vil kun forekomme i det nye selskapet, mens de tidligere separerte selskapene opphører. I krisetider hvor etterspørselen blir hardt rammet oppstår det mye ledig kapasitet slik som ubrukte maskiner og andre ubenyttede ressurser. Ved å konsolidere, og dermed danne et nytt selskap, kan man benytte den ledige kapasiteten mer effektivt. En mulighet vil være å utnytte den ledige kapasiteten i andre markeder og dermed kompensere for den tapte effektiviteten i kjernemarkedet. Samtidig vil man bli større ved å konsolidere, noe som kan gi økt forhandlingsmakt ovenfor kunde og leverandør. Dette bidrar til at selskapet kan stå sterkere i et marked preget av konkurranse og dermed stå stødigere gjennom kriser ved å utnytte sin størrelse og soliditet.

2.3.2. Brannsalg

En annen følge av finanskriser kan være at bedrifter blir tvunget til brannsalg. Brannsalg finner sted i de situasjoner hvor bedrifter er nødt til å realisere sine eiendeler raskt og ofte skjer dette til lave priser (Lien L. , 2011c). Spesielt er brannsalg relevant i de situasjoner hvor bedriften har brutt sine lånebetingelser. Da må enten eiendelene som står som sikkerhet i lånet realiseres eller salg av andre eiendeler må foregå, for å unngå tvangssalg. I de tilfeller hvor mange bedrifter i samme bransje havner i nevnte situasjon, så skapes store ringvirkning og problemer. Årsaken til at en slik situasjon er problematisk baserer seg på hvem som er kjøpere

av eiendeler og selskaper. Med dette menes at de mest naturlige kjøperne er andre bedrifter fra samme bransje, fordi disse har bedre grunnlag til å utnytte synergier med oppkjøpsmålet. Når hele bransjer blir berørt, har ingen av selskapene i den samme bransjen tilgang på den nødvendige kapitalen for å finansiere kjøpet. Dermed presses prisene til et nivå hvor kjøpere fra andre bransjer kan betrakte eiendelene eller selskapene som attraktive kjøpsobjekter. Kjøpere utenfor bransjen har ofte ikke samme mulighet til å realisere konsolideringsgevinster og øke kapasitetsutnyttelsen (Lien L. , 2011b). Når eiendelene så igjen blir reprimert til et lavt nivå, kan dette få følger for andre bedrifter i bransjen. Spesielt kan disse bedriftene oppleve problemer med sikkerhetsdekningen for sine lån, og realisering av eiendeler kan i så måte bli nødvendig. Dette fører til at prisene presses ytterligere nedover og enda flere får problemer (Lien L. , 2011c). Basert på teori om brannsalg, så indikerer den at bransjer som blir sterkt berørt av finanskrisen kan oppleve økt grad av urelaterte oppkjøp.

2.4. Fusjoner og oppkjøp i bølger

Helt siden sent 1890-tallet har oppkjøpsbølger vært et synlig fenomen på det amerikanske kontinent. En oppkjøpsbølge kan karakteriseres som en tidsperiode der fusjoner og oppkjøp forekommer oftere og i et større omfang, nærmest i en klynge, etterfulgt av en tidsperiode med lavere fusjons- og oppkjøpsfrekvens. Forskere har identifisert seks oppkjøpsbølger i USA, der den seneste sluttet som en konsekvens av finanskrisen. Hver enkelt oppkjøpsbølge har bestemte karakteristika og kjennetegn som differensierer den fra de øvrige bølgene, noe som gjør det nærmest umulig å lage en enkelt modell som kan forklare driverne bak oppkjøpsbølger. Enkelt sagt kan de ikke modelleres fordi flere av karakteristikaene endrer seg over tid. Økonomiske sjokk som for eksempel dereguleringer er ikke konstante og påvirker bare bestemte industrier til bestemte tider. Det innebærer at søket etter en enkelt forklaring på oppkjøpsbølger aldri vil bli tilfredsstillende (Owen, 2006).

Konsensus blant forskere er i all hovedsak sentrert rundt to argumenter på hvorfor oppkjøpsbølger eksisterer. Det ene argumentet handler om at **oppkjøpsbølger oppstår når selskaper reagerer på sjokk i sine operasjonelle omgivelser**, som for eksempel deregulering, ny teknologi, distribusjonskanaler eller substitutter, men også et varig hopp i råvarepriser. Lengden og størrelsen på fusjonsbølgen avhenger i stor grad av hvor mange industrier som påvirkes av disse sjokkene og hvor mye de påvirkes. Som et svar på sjokkene velger mange selskaper å kjøpe hele eller deler av andre selskaper (DePamphilis, 2012). Det andre argumentet er basert på at **oppkjøpsbølger oppstår fordi investorer periodisk over- og undervurderer selskaper som et resultat av asymmetrisk eller manglende**

informasjon. Argumentet baserer seg på at en stor andel av oppkjøpsaktiviteten er drevet av verdsettelsesvurderinger i aksjemarkedet, noe som innebærer at kjøpere med overvurderte aksjer bruker disse til å kjøpe andeler av selskaper med lavere verdier (DePamphilis, 2012). Empirisk forskning på området er delt, men heller ofte mot at sjokk-argumentet er det sterkeste. Dette kommer tydeligst frem når effektene av tilgang på kapital også vektlegges i forklaringen på årsak og varighet av en bølge. Et sjokk alene, uten tilstrekkelig likviditet til å finansiere kjøpene, vil ikke initiere bølger av oppkjøpsaktiviteter. Derimot vil enkel tilgjengelighet på billig kapital kunne forårsake en bølge i oppkjøpsaktiviteter selv når industri-sjokk ikke er til stedet – dette var særlig viktig i den siste oppkjøpsbølgen.

I de påfølgende avsnittene vil vi gi en kort beskrivelse av de fem første oppkjøpsbølgene i USA som et slags bakgrunnstappe for den sjette og til nå siste oppkjøpsbølgen som vil være en av våre analyseperioder i denne oppgaven.

2.4.1. Den første bølgen (1897-1904): Horisontal konsolidering

Dette var epoken der de store horisontale oppkjøpene bidro til å skape tungvektene av selskaper innenfor sentrale produksjons- og transportindustrier i USA som blant annet stål-, telefon-, gruvedrift- og jernbaneindustrien (Lipton, 2006). U.S. Steel som ble stiftet av J.P. Morgan og satt sammen av 785 separerte selskaper i 1901 var det første ”milliard-dollar” selskapet i USA. Andre giganter som oppstod i denne perioden inkluderer Standard Oil, Eastman Kodak, American Tobacco, og General Electric. De viktigste driverne bak denne oppkjøpsbølgen var teknologiske endringer, behov for økt effektivitet, og lav håndhevelse av konkurranselovningens monopolforebygging. Bølgen endte i 1904 grunnet mye falsk finansiering, samt sprekk på det amerikanske aksjemarkedet (DePamphilis, 2012).

2.4.2. Den andre bølgen (1916-1929): Økt konsentrasjon

Den andre oppkjøpsbølgen oppstod som et resultat av USAs inntreden i første verdenskrig, samt den økonomiske oppgangen landet opplevde i etterkant av krigen. Også denne bølgen besto av enkelte store horisontale oppkjøp som ledet til mer konsentrerte industrier, hvilket innebar at industriene var dominert av noen få, store selskaper med stor innflytelse på bransjen. Bølgen ble også influert av en ny og strengere lovgivning for oppkjøp, Clayton Act, som ble introdusert i 1914 for å stimulere til dannelse av oligopoler fremfor monopoler. Selskaper opplevde sterk økning i aksjekursene og utnyttet dette til å utstede aksjer for å finansiere oppkjøp. Oppkjøpsbølgen fikk en brå slutt med kollapsen på det amerikanske aksjemarkedet som markerte begynnelsen på den store nedgangstiden i 1929 (Owen, 2006).

2.4.3. Den tredje bølgen (1965-1969): Konglomeratbølgen

Den tredje oppkjøpsbølgen oppstod på 1960-tallet som et resultat av at den amerikanske økonomien gjennomgikk en sterk vekstperiode, samt at aksjekursene igjen steg kraftig. Lønnsomme selskaper produserte store kontantstrømmer, som de var lite villige til å betale ut som dividende til aksjeholderne. De valgte heller å utnytte dem i markedet for selskapskontroll i form av oppkjøpsaktiviteter. Den mest karakteristiske trenden ved denne bølgen var konglomeratpreget på oppkjøpene, hvilket innebar at selskaper aktivt ønsket å ekspandere og diversifisere inn i nye markeder og områder (Owen, 2006). Store konglomerater som IT&T, LTV, Teledyne og Litton ble skapt. Konglomeratenes aksjekurs styrket i 1969-1970, slik at konglomeratbølgen endte før selskapene i det hele tatt klarte å realisere den forventede gevinsten knyttet til diversifisering (Lipton, 2006).

2.4.4. Den fjerde bølgen (1981-1989): Konglomeratoppløsning

Den fjerde bølgen fant sted på 1980-tallet, og den overgikk alle tidligere bølger både i antall transaksjoner og i størrelse på kjøpene. Et annet kjennetegn ved denne bølgen var at den delvis var drevet av såkalte fiendtlige oppkjøp, som innebar at selskaper forsvarte seg mot hverandre ved å kjøpe opp konkurrenter eller andre taktiske mål. En årsak til det voldsomme omfanget av oppkjøpsaktiviteter er at amerikanske myndigheter begrenset deler av den strenge reguleringen knyttet til overtakelser som tidligere var lovpålagt. En annen forklaring er at det skjedde som en konsekvens av at selskaper skulle tilbake til spesialisering etter den store diversifiseringsbølgen på 1960-tallet. Mange konglomerater måtte selge unna for å overleve. Andre sjokk som var gjeldende i denne bølgen var økt industriell deregulering, store endringer i kostnader på innsatsfaktorer som for eksempel olje, og raske teknologiske endringer (Owen, 2006). Dette var også bølgen der LBOs, det vil si oppkjøp finansiert primært av gjeldsopptak, fremstod som den klareste oppkjøpsstrategien. For første gang i historien kjøpte utenlandske selskaper flere amerikanske selskaper enn amerikanske selskaper kjøpte utenlandske selskaper målt i antall og dollarverdi. Utenlandske kjøpere ble motivert av størrelsen på det amerikanske markedet, de begrensede restriksjonene tilknyttet oppkjøp, amerikanernes utviklede teknologi, og ikke minst den svake dollarkursen. Mange utenlandske selskaper betalte store tilleggspremier for amerikanske selskaper, siden styrken på deres valuta reduserte den effektive kostnaden på kjøpet. Mot slutten av 1980-tallet falt nivået på oppkjøpsaktiviteten som en konsekvens av en nedadgående amerikansk økonomi, og enda viktigere kollapsen i markedet for ”junk” obligasjoner. Ikke bare hadde forretningsbankene

problemer med sine kapital- og låneporteføljer, men samtidig kollapset vanlige spare- og utlånsbanker. Dette førte til at tilgangen på likviditet nærmest tørket opp (DePamphilis, 2012).

2.4.5. Den femte bølgen (1992-2000): Strategiske ”mega-oppkjøp”

Den femte fusjonsbølgen overgikk den fjerde både i antall transaksjoner og verdi. Mens trenden i retning horisontale fusjoner fortsatte, var denne bølgen allikevel veldig ulik de andre bølgene. Dette var en mer vennligsinnet fusjonsbølge, samtidig økte andelen kjøp med aksjer som betalingsmiddel med omlag 50 %. En årsak til at denne bølgen ikke handlet om fiendtlige oppkjøp av dårlig drevne konkurrenter skyldtes bedre eierstyring og selskapsledelse (Owen, 2006). Den lengste økonomiske oppgangsperioden i USAs historie var et resultat av en revolusjon i informasjonsteknologi (IT), fortsatt dereguleringer, reduserte handelsbarrierer, og en global trend i retning økt privatisering. Fusjoner og oppkjøp mellom selskaper som Citibank og Travelers, Chrysler og Daimler Benz, Exxon og Mobil, og Vodafone og Mannesmann er bare et fåtall eksempler på såkalte strategiske ”Mega-deals” som fant sted i denne bølgen. Ni av de ti største kjøpene gjennom historien skjedde i løpet av tre-års-perioden mellom 1998-2000. Oppkjøpsbølgen fortsatte å sette rekorder helt frem til dotcomboblen sprakk, noe som ledet til resesjon i amerikansk økonomi i år 2001.

2.5. Finanskrisen 2007 – 2010

2.5.1. Hva er en finanskrise?

Den globale finanskrisen som slo ut for fullt i 2008 ledet verdensøkonomien inn i den kraftigste nedgangsperioden siden den store depresjonen i 1930-årene. Finanskriser er verken et ukjent eller sjeldent fenomen. Slike forstyrrelser i finansmarkedene og finansiell sektor har eksistert regelmessig gjennom flere hundre år, men ofte med ulike karakteristika og årsaksforklaringer. De åpenbare forskjellene på de mange finanskrisene som har eksistert gjennom historien gjør det vanskelig å enes om en enkel, allment akseptert definisjon på finanskrise. På tross av ulikhetene, eksisterer det også klare likhetstrekk. De fleste finanskriser følger gjerne etter perioder der land opplever kraftig vekst i gjeld, pengemengde og formuespriser, men også en klart svekket driftsbalanse ovenfor utlandet. Når land mister kontrollen over finanssektoren og finansmarkedene vil det raskt kunne få fatale og langvarige konsekvenser for både aktivitet, sysselsetting og arbeidsledighet (Finanskriseutvalgets utredning, 2011). I denne utredningen har vi ingen intensjon om å formulere en ny, egenutviklet definisjon på fenomenet finanskrise. Vi finner det derfor hensiktsmessig å benytte en definisjon utledet av Finansdepartementet (2001):

En finanskriser er en kraftig uro i finansmarkedene, typisk forbundet med sterkt fallende aktivapriser og insolvens hos låntakere og finansforetak, som sprer seg gjennom det finansielle systemet, forstyrrer markedets funksjonsevne og gir betydelige utslag i aktivitet og sysselsetting. I en internasjonal finanskriser sprer uroen seg over landegrensene og forstyrrer markedenes funksjonsevne internasjonalt (Finanskriseutvalgets utredning, 2011).

2.5.2. Opptakten til krisen på det amerikanske finansmarkedet

Hvordan kunne finansmarkedene bare bryte sammen uten at analytikere, banker, myndigheter eller andre var i nærheten av å se det? Dette avsnittet har som formål å gi en kort innføring i opptakten til finanskrisen. Som et ledd i denne utredningen er hovedfokus naturlig nok rettet mot utviklingen på de amerikanske markedene.

Som en konsekvens av dotcomboblen tidlig på 2000-tallet holdt de fleste sentralbanker i vestlige land styringsrentene lave over en lengre periode. På samme tid bidro oppbyggingen av valutareserver og statlige investeringsfond i fremvoksende økonomier og råvareeksporterende land til å presse lange renter nedover. For USA sin del var særlig handelsbalansen ovenfor Kina av stor betydning. De betydelige budsjettunderskuddene og lave rentene i USA ledet til økt etterspørsel innenlands, noe som bidro til mer import enn eksport ovenfor utlandet, og dermed økt underskudd på handelsbalansen. På den andre siden ledet dette til store overskudd på handelsbalansen til et land som Kina. Vanligvis vil slike forskjeller i handelsbalansen korrigeres gjennom endringer i valutakursen, som i dette tilfellet burde vært at den kinesiske yen styrket seg i forhold til dollaren. Dette var ikke tilfelle ettersom Kina valgte å holde valutakursen sin svak ved å bygge opp store valutareserver. Oppbyggingen av valutareserver i Kina bidro til å presse de lange amerikanske rentene ned. Den lange perioden med kunstig lave korte og lange renter motiverte til kraftig gjeldsoppbygging blant amerikanske husholdninger og bedrifter, og til sterk vekst i formuesobjekter som aksjer og boliger (Finanskriseutvalgets utredning, 2011).

Det var også innenlandske forhold som bidro til å skape uro i finansmarkedet i USA. Finanssektoren ble betydelig større og mer kompleks de siste 10 årene frem til 2007. Denne veksten kom blant annet som en konsekvens av svakere finansreguleringer, og virkningene ble ytterligere forsterket gjennom den økte utlåsvilligheten fra banker og andre finansinstitusjoner. Den sterke veksten i finansinstitusjonenes utlån til husholdningene var en sentral faktor i den kraftige veksten i boligprisene, boliginvesteringene, husholdningers og bedrifters gjeldsopptakelse. Kombinasjonen av nye, kreative låneprodukter og reduserte krav

til kredittverdighet bidro til at mange flere husholdninger i USA fikk tilgang på boliglån. Såkalte "Subprimelån" ble svært vanlig. Dette er lån der låntakeren i utgangspunktet ikke oppfyller ordinære lånekriterier. Utlånsbanker var sentrale i denne sammenheng i sin kamp om å tiltrekke seg flest mulig kunder. Når alle sikre, kredittverdige kunder hadde fått lån, senket bankene sine utlånskrav for å fange nye låntakere som tidligere ikke oppfylte de nødvendige kriteriene (Adrian & Shin, 2010). I perioden 1996 til 2006 økte andelen amerikanske husholdninger som eide sin egen bolig fra rundt 65 % til 69 %. Dette innebar at mer enn 5 millioner husholdninger gikk fra å leie til å eie sin egen bolig. Samtidig var det kraftig vekst i lånene til bedriftene i denne perioden, hovedsakelig som et resultat av den økte bruken av verdipapirisering. "Verdipapirisering innebærer at fordringsmasser av ulike slag, for eksempel en portefølje med lån, selges til et foretak hvis virksomhet er begrenset til å eie fordringene og til å finansiere kjøpet gjennom utstedelse av obligasjoner eller lignende verdipapirer" (Finanskriseutvalgets utredning, 2011). Verdipapirisering var på ingen måte noe nytt fenomen i USA. Helt siden etableringen av boliglåninstitusjonen Fannie Mae på 1930-tallet har det vært vanlig å kombinere ulike løsninger av flere lån med grovt sett like egenskaper i forhold til rente og risiko. Det nye i forbindelse med denne krisen var det langt større omfanget og kompleksiteten av verdipapiriseringsprosessen (Finanskriseutvalgets utredning, 2011). Verdipapiriseringsprosessen skapte økt skjørhet i det finansielle system ved å tillate banker og andre mellommenn å øke sin gjeldsgrad gjennom å kjøpe hverandres verdipapirer (Adrian & Shin, 2010).

2.5.3. Avgjørende hendelser under finanskrisen

Gjennom flere år hadde boligprisene i USA steget betydelig. Da denne veksten stoppet opp våren 2007, økte mislighold av boliglån. Denne økningen i mislighold gjaldt i første omgang for subprimelån, og ettersom slike lån kun stod for om lag 15 % av det totale amerikanske boliglånsmarkedet var frykten for store systemmessige konsekvenser lav. I tillegg har historien vist at konsekvensen av mislighold på boliglån er minimale sammenlignet med utlån til bedrifter og større institusjoner. Problemet eskalerte da misligholdet i subprimemarkedet spredte seg til resten av det amerikanske finansmarkedet sommeren 2007. Tapet på de underliggende låneporteføljene gjorde det problematisk å opprettholde systemet med de kortsiktige lånene i pengemarkedene som verdipapiriseringen var basert på. Dette bidro til å øke usikkerheten relatert til verdsettelsen av produktene, og likviditeten i markedene for flere typer verdipapiriserte produkter tørket inn. Utover høsten 2007 skapte den store usikkerheten, tilknyttet bankenes låneporteføljer, økt skepsis innad i pengemarkedet i forbindelse med lån

av penger til bankene. Bankene på sin side hadde økende behov for finansiering som et resultat av at muligheten for å hente kapital gjennom verdipapirisering var i ferd med å tørke inn. På tross av problemene i finansmarkedene, holdt veksten i amerikansk økonomi seg på et greit nivå ut årsskiftet 2007/2008. De selskapene som trengte å få likviditet raskt ble stadig mer presset av dyrere og vanskeligere tilgjengelig finansiering i pengemarkedet. I mars 2008 måtte amerikanske myndigheter inn å hjelpe investeringsbanken Bear Stearns da den opplevde akutte likviditetsproblemer. Myndighetenes håndrekning til Bear Stearns styrket ikke tilliten på det amerikanske finansmarkedet i særlig grad, og det ble bare tydeligere at et realøkonomisk tilbakeslag var i gang i USA. Da kredittvurderingsbyrået Standard & Poor`s nedgraderte ratingen til selskapene Ambac og MBIA, som stod for en stor andel av kredittforsikringselementene i verdipapiriseringen bankene drev med, bidro dette til en kraftig nedgang i prisen på en rekke strukturerte produkter og videre til et sterkt fall i amerikanske finansaksjer. Mange investeringsbanker hadde på denne tiden svært høy gjeldsandel og dermed store usikre verdier i balansen. Verst gikk det for Lehman Brothers som 15. september 2008 så seg nødt til å søke om konkursbeskyttelse etter at en planlagt kapitalutvidelse mislyktes. Kollapsen til Lehman Brothers er av mange sett på som den enkelthendelsen som globalt sett var mest avgjørende for at finanskrisen ble så vidtomspennende og internasjonal som den ble. Lehman Brothers var en sterk og viktig aktør i derivatmarkedene. Problemet var å identifisere hvem som var motparten til banken på derivatmarkedet. Denne usikkerheten var trolig hovedårsaken til at kollapsen i Lehman Brothers ble etterfulgt av en umiddelbar mangel på tillit i finansmarkedene. Tillitskrisen var i dette tilfellet ikke avgrenset til amerikanske foretak og markeder. Internasjonalt skjøt risikopremier i været, og i pengemarkedene sluttet bankene nærmest å låne hverandre penger annet enn på de aller korteste løpetidene (Finanskriseutvalgets utredning, 2011). I seksjon 5.1. vil vi foreta en analyse av når markedet for selskapskontroll ble berørt av finanskrisen.

2.6. Valg av kapitalstruktur

Denne delen av utredningen vil handle om teori i forbindelse med valg av kapitalstruktur. Vi vil først gi en innføring i *Miller & Modiglianis* syn på kapitalstruktur, og deretter presentere de to teoriene *Trade-off* og *Pecking-order*.

2.6.1. Valg av kapitalstruktur i en M&M-verden

I 1958 lanserte økonomene Merton H. Miller og Franco Modigliani, heretter omtalt som M&M, artikkelen ”The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investments” der de beskriver sin teori om at kapitalstrukturen ikke innvirker på verdien av selskapet. Med

kapitalstruktur menes her den kombinasjonen av gjeld og egenkapital et selskap velger å finansiere sine eiendeler med. M&M argumenterer for at selskapets verdi er knyttet til de reelle eiendelene på venstresiden i balansen, og ikke av valget mellom gjeld og egenkapital som finansieringsform på høyresiden i balansen. Et gitt selskap kan med andre ord være finansiert gjennom kun egenkapital, kun gjeld eller en miks av de to uten at det påvirker verdien for aksjeeierne. M&Ms teori legger til grunn et perfekt kapitalmarked hvilket baserer seg på følgende forutsetninger (Johnsen, 2011):

- Ingen agentkostnader
- Nøytrale skatter
- Ingen transaksjonskostnader
- Ingen asymmetrisk informasjon

Med nøytrale skatter fokuserer M&M på at det eksisterer et skattesystem som ikke favoriserer verken selskaper eller enkeltpersoner, samtidig som skattekostnaden ikke påvirkes av forholdet mellom gjeld og egenkapital. Ingen transaksjonskostnader betyr at aksjonærer og selskaper ikke betaler kostnader ved kjøp og salg av verdipapirer, samt lånefinansiering. Ingen asymmetrisk informasjon betyr at kjøper og selger har tilgang på den samme informasjonen fra markedet, mens ingen agentkostnad innebærer at selskapets ledelse til enhver tid ivaretar eiernes interesser slik at man unngår et prinsipal-agent problem. Gitt disse forutsetningene demonstrerte M&M følgende definisjon av kapitalstrukturens rolle i fastsettelse av et selskaps verdi (Berk & DeMarzo, 2011):

M&M proposisjon 1: *I et perfekt kapitalmarked vil selskapets totale verdi være lik markedsverdien av den totale kontantstrømmen generert av selskapets eiendeler uten at denne verdien influeres av valget av kapitalstruktur.*

Med bakgrunn i de samme forutsetningene har M&M også utarbeidet en proposisjon 2 (Berk & DeMarzo, 2011):

M&M proposisjon 2: *Forventet avkastning på egenkapitalen til et gjeldsfinansiert selskap øker proporsjonalt med gjeldsandelen.*

Proposisjon 2 sier at forventet avkastning til et selskap som er finansiert delvis gjennom gjeld avhenger av den forventede avkastningen på porteføljen av verdipapirer og den forventede avkastningen på gjelden selskapet har tatt opp. Selskapets avkastningskrav illustreres gjennom

formelen WACC, som gir et vektet snitt basert på avkastningskravene til selskapets gjeld og egenkapital (Berk & DeMarzo, 2011):

$$R(U) = \frac{E}{E + D} R(E) + \frac{D}{E + D} R(D)$$

$R(U)$ representerer selskapets avkastningskrav, mens $R(E)$ og $R(D)$ er avkastningskravet for henholdsvis egenkapitalen og gjelden.

I virkeligheten er ikke alle kapitalmarkeder perfekte. Det betyr ikke at M&Ms teori og forutsetninger er uten betydning. Veldig mye forskning på valg av kapitalstruktur baserer seg på M&Ms forutsetninger for et perfekt kapitalmarked, for eksempel gjennom å finne optimal miks basert på brudd i forutsetningene. I denne masterutredningen har vi ikke til hensikt å identifisere og utlede brudd på disse forutsetningene. Derimot ønsker vi å gå kort inn på ulike teorier som bedre kan forklare hensikten bak selskapers finansieringspolitikk og videre deres optimale nivå på gjeldsandel.

2.6.2. Trade-off-teorien

Trade-off-teorien argumenterer for at selskapers optimale nivå på gjeldsgrad¹ baseres på en avveining mellom fordelene og ulempene som knyttes til det å ha gjeld. Primært er det skattefordelene man får i form av rentefradrag som gjør bruk av gjeld mer attraktivt. På den andre siden skaper økt gjeld i første rekke potensielle finansielle problemer (Ask-Henriksen, Stjern, & Frydenberg, 2009). Disse finansielle problemene i forbindelse med økt gjeldsandel kan deles opp i konkursrelaterte kostnader og ikke-konkursrelaterte kostnader (Johnsen, 2011). Typiske eksempler kan være konkurssalg, ”Debt overhang”, ”Risk shifting” og ”Stakeholder cost”. ”Debt overhang” innebærer at selskapet ikke kan benytte seg av prosjekter med positiv nåverdi på grunn av gjelden. ”Risk shifting” vil si at eierne og kreditorenes interesser ikke sammenfaller, noe som typisk kan skje like i forkant av at et selskap slås konkurs. ”Stakeholder cost” oppstår når kunder, ansatte eller leverandører mistenker at selskapet vil gå konkurs, noe som vil påvirke henholdsvis villigheten til å kjøpe produktet, ønsket om å bli værende i selskapet, og lysten til å gjøre forretninger med selskapet. Teorien sier videre at den marginale fordel av å øke gjelden avtar når andelen gjeld øker, mens den marginale kostnaden øker. Det innebærer at et firma optimaliserer sin kapitalstruktur der den marginale fordel er lik den marginale kostnad.

¹ Gjeldsgrad = $\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$

2.6.3. Pecking-order-teorien

Pecking-order-teorien ble i 1984 videreutviklet av Stewart Myers for å forklare i hvor stor grad bedrifter bør hente finansiering eksternt. Ifølge denne teorien kan asymmetrisk informasjon mellom ledelsen og investorene medføre at finansielle instrumenter blir undervurdert. Dette resulterer i at selskaper foretrekker å benytte de ulike kildene i en bestemt rekkefølge. I første omgang bør man benytte interne midler hvilket innebærer å utnytte tilbakeholdt inntjening, samt reinvestere generert kontantstrøm. Kun dersom interne midler ikke er tilstrekkelig, bør man nytte seg av eksterne kilder. Dersom eksterne finansieringskilder må til bør man først prioritere å ta opp gjeld, deretter vurdere konvertible verdipapirer og som siste utvei utstede egenkapital (Ask-Henriksen, Stjern, & Frydenberg, 2009). Bakgrunnen for denne rekkefølgen går ut på at selskaper skal velge den finansieringsformen som skaper minst negativ signaleffekt ute i markedet. I henhold til pecking-order-teorien er det knyttet større risiko til eksterne finansieringskilder enn interne, som et resultat av at ledelsen har mer informasjon om selskapets fremtidige utsikter enn det markedet har. Dette er også årsaken til at utstedelse av egenkapital er rangert som siste utvei. Ifølge denne teorien gir utstedelse av egenkapital et signal til investorene om at egenkapitalen kan være overpriset. Dette vil videre resultere i at investorene betaler mindre for egenkapitalen og aksjekursen kan falle (Berk & DeMarzo, 2011).

2.7. Egenskaper ved bedriften

I denne delen av oppgaven vil vi gi en kort beskrivelse av de fire egenskapene ved bedriften som vi ønsker å analysere videre i dette masterstudiet. Disse er lønnsomhet, soliditet, størrelse og vekst.

2.7.1. Lønnsomhet

Et svært sentralt mål på bedriftens tilstand er lønnsomhet. Lønnsomhet omhandler bedriftens evne til å tjene penger (Banken & Busch, 2007). Man kan benytte en lønnsomhetsanalyse til å måle bedriftens evne til å forrente investert kapital. Kinserdal (2005) argumenterer for at lønnsomhetsanalyse er den viktigste regnskapsanalysen med begrunnelse i at alle andre forhold avhenger av denne analysen. For det første må bedriften på litt lengre sikt oppnå lønnsomhet for å kunne overleve. For det andre har lønnsomheten stor betydning for selskapets likviditet. Likviditet innebærer bedriftens evne til å betale regningene sine. Dersom inntektene over tid ikke overstiger kostnadene vil det ikke være grunnlag for videre drift, ettersom muligheten til å betale sine forpliktelser ikke lenger er tilstede. For det tredje vil lønnsomheten kunne påvirke selskapets kapitalstruktur (Banken & Busch, 2007). Et selskap

som genererer positive kontanstrømmer fremstår som attraktive hos investorer. Det kan videre bidra til økt villighet hos investor til å skyte inn ny kapital, som sammenlignet med opptak av gjeld bidrar til å øke selskapets soliditet. For det fjerde betyr høyere lønnsomhet større muligheter til å foreta investeringer som for eksempel oppkjøp av andre selskaper. Et selskap som oppnår positive kontantstrømmer har muligheter til å finansiere kjøp gjennom egne midler, og er dermed ikke like avhengig av å hente inn kapital utenfra.

Mål på lønnsomhet gir et bilde på bedriftens evne til å tjene penger basert på de ressursene den har til rådighet, og det er vanlig å fokusere på lønnsom drift, lønnsom utnyttelse av administrasjonen og lønnsom bruk av kapital (Kinserdal, 2005). I denne utredningen vil vi benytte lønnsomhetsmål som ROE, ROA, Profittmargin, EBIT-margin og EBITDA-margin.

2.7.2. Soliditet

Soliditet beskriver bedriftens evne til å overleve (Nærings- og Handelsdepartementet, U.D.). I den sammenheng er det normalt sett forholdet mellom egenkapital, gjeld og total kapital man ønsker å fokusere på. I vår analyse av selskapers soliditet har vi valgt å fokusere på gjeldsandel. Gjeldsandel er et sentralt mål på selskapets soliditet og vi definerer det som forholdet mellom bokført verdi på gjeld og bokført verdi på totale eiendeler (Ask-Henriksen, Stjern, & Frydenberg, 2009):

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

Høy gjeldsandel innebærer at egenfinansieringsevnen til selskapet vil være svakere grunnet høyere løpende forpliktelser tilknyttet betjening av gjelden. Dette resulterer i at selskapet har mindre reserver å tære på, noe som gjør det vanskeligere å få banker og andre med på å øke gjelden ytterligere (Lien & Knudsen, 2012d)

2.7.3. Størrelse

Opp gjennom historien har det vært mange meninger knyttet til hvordan man skal definere størrelsen på et selskap. Allerede i 1937 publiserte den britiske økonomen Ronald Coase artikkelen *Bedriftens natur* der han ønsket å anvende eksisterende transaksjonskostnadsteori til å forklare to fundamentale spørsmål: Hvorfor eksisterer bedrifter? Og hva begrenser en bedrifts størrelse? Coase argumenterte for at størrelsen på et selskap bør måles i antall transaksjoner som utføres internt i bedriften, og ikke i antall ansatte eller omsetning. Teorien til Coase baserte seg på ideen om at organisasjonskostnader (interne transaksjonskostnader) er

en stigende funksjon av bedriftens størrelse, der størrelse måles i antall transaksjoner (Jakobsen, 1999). Bidragene til Coase har hatt stor betydning i perspektivet på transaksjonskostnader, men hans definisjon på størrelse er ikke særlig mye brukt i dag.

Den Europeiske Union (EU) har definert tre ulike mål på størrelse (Merkur, U.D.):

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

I henhold til British Company Act sine mål er en bedrift liten dersom den har under 50 ansatte, årlig omsetning på under £6,5 millioner, og samlede regnskapsførte verdier under £3,26 millioner. En bedrift er mellomstor dersom den har mellom 50 og 250 ansatte, årlig omsetning på under £25,9 millioner, og samlede regnskapsførte verdier under £12,9 millioner. En bedrift er derfor definert som stor dersom den har over 250 ansatte, årlig omsetning over £25,9 millioner, og samlede regnskapsførte verdier større enn £12,9 millioner (Mercia, U.D.). I vår analyse vil vi se på alle de tre ulike målene på størrelse som er definert i henhold til EU.

2.7.4. Vekst

Som siste ledd i analysen av nøkkeltall har vi valgt å fokusere på vekst. Vekst kan være et relativt åpent økonomisk begrep. I makroøkonomiske termer defineres gjerne økonomisk vekst etter to metoder (McConnell, Brue, & Flynn, 2009):

- 1) Økningen i reelt bruttonasjonalprodukt for en gitt periode på et kvartal eller ett år.
- 2) Økningen av bruttonasjonalproduktet per innbygger for en gitt periode på et kvartal eller ett år.

I denne utredningen vil vekstfokuset være av mikroøkonomisk karakter og knytte seg opp mot omsetning som vi også benyttet i analysen av størrelse. Vi har valgt å se på vekst i årlig omsetning for de to siste årene i forkant av oppkjøpene. Følgende formel benyttes ved utregning av vekst:

$$\text{Vekst i omsetning} = \frac{\text{Omsetning selskap X år 2} - \text{Omsetning selskap X år 1}}{\text{Omsetning selskap X år 1}}$$

3. FORVENTNINGER TIL FUNN

De påfølgende avsnittene vil ta for seg våre forventninger til funn i forbindelse med vår problemstilling. Vi er primært interessert i å beskrive hvordan vi tror de aktuelle variablene våre vil bli påvirket av å være en krisetransaksjon versus ikke en krisetransaksjon. Våre forventninger knytter seg til transaksjonsvolum, transaksjonsverdi, lønnsomhet, soliditet, størrelse, vekst og relaterthet, og er utarbeidet basert på teori presentert i kapittel 2 og våre personlige antagelser.

3.1.1. Transaksjonsvolum og transaksjonsverdi

Med transaksjonsvolum ønsker vi å analysere både antallet transaksjoner og den gjennomsnittlige og samlede verdi på kjøpet. For å kunne gjennomføre oppkjøp må selskaper ha kilder til finansiering. For mange selskaper er en slik kilde opptak av gjeld. Finanskrisens inntog satte derimot en demper på tilgangen til ekstern finansiering i kapitalmarkedet og det tørket nærmest opp.

Som nevnt i teoridelen var årene etter dotcomboblen preget av kunstig lave renter fra den amerikanske sentralbanken. Dette medførte høy gjeldsoppbygging blant amerikanske bedrifter. Da finanskrisen slo til ble usikkerheten i finansmarkedet stor og rentenivået økte kraftig. Dette førte til at mange selskaper ikke var kapable til å betjene sin gjeld og det ble problematisk å overholde sine forpliktelser. To sannsynlige veier ut av et slikt scenario er salg av virksomheten eller nedleggelse. Ved nedleggelse i form av konkurs vil kostnader som konkurskostnader eksistere. I tillegg vil det kunne være vanskelig å finne kjøpere til selskapets eiendeler. Basert på disse argumentene vil de fleste bedrifter ønske salg av hele virksomheten på tross av lavere aksjekurs. Hovedproblemet vil derimot være at kjøper ikke har midler til å gjennomføre transaksjonen under finanskrisen når oppkjøpsmål har behov for å bli solgt. Til tross for at det blir flere oppkjøpsmål tilgjengelig, tror vi at effekten av færre finansieringsmuligheter for kjøper fører til at det totale antallet kjøp går ned. Hovedargumentet for dette baserer seg på at gjeld var langt billigere før krisen enn under krisen, noe som vi tror førte til at kjøpelysten og muligheten til å gjøre kjøp i større grad var til stedet før krisen.

Når tilgangen på oppkjøpsmål er stor vil de kjøperne som fortsatt er på markedet kunne velge blant flere investeringsobjekter. Videre kan enkelte bransjer bli svært berørt noe som kan være med på å presse prisen nedover på oppkjøpsmålene. Dette tror vi vil ha en negativ innvirkning på transaksjonsverdien.

Hypotese 1: *Manglende tilgang på finansiering fører til en nedgang i antall transaksjoner under finanskrisen. Et høyt volum av oppkjøpsmaal for salg vil føre til lavere transaksjonsverdi under finanskrisen.*

3.1.2. Lønnsomhet

Med fokus på lønnsomhet ønsket vi å finne ut om selskapene som foretok transaksjoner under finanskrisen har bedre eller dårligere lønnsomhet enn de selskapene som foretok transaksjoner i perioden før krisen. Vi rettet oppmerksomheten mot de fem variablene ROE, ROA, Profittmargin, EBIT-margin og EBITDA-margin. Vi antar at disse variablene vil opptre relativt likt og vi vil derfor diskutere forventningene våre til variablene under fellesbetegnelsen ”lønnsomhet”.

Mange selskaper opplevde tunge tider under finanskrisen der kapitalmarkedet nesten tørket inn og den generelle etterspørselen i landet falt kraftig. Dette medførte for mange en nedgang i omsetning og dermed også et svakere resultat. Ettersom vi ser på selskapers lønnsomhet de to siste årene før transaksjonen kan man argumentere for at finanskrisen ikke har gitt utslag på lønnsomheten i 2007, men i sterkere grad influert resultatene i 2008. Det er derfor en mulighet for at vi kun ser en effekt på lønnsomhet ett år før transaksjon. En annen mulighet er at vi ser effekt for begge årene, men sterkest effekt ett år før transaksjon.

På den ene siden vil det være nærliggende å anta at et selskap som er i stand til å foreta et oppkjøp under finanskrisen har rimelig god lønnsomhet med positiv kontantstrøm. Slike investeringer kan være oppkjøp av enten relatert eller urelatert virksomhet, noe vi vil beskrive nærmere under punkt 3.1.6. På den andre siden kan det være at kjøper i krisetid ønsker å kjøpe seg ut av en tung periode og derfor ser etter gode investeringsmuligheter i form av andre selskaper. I et slikt scenario kan man se på vekst som en redningsstrategi for opprettholdelse av fremtidig drift, samt ønske om å spre risiko. Vi mener likevel at kapitalmarkedets tilstand under finanskrisen gjorde det vanskelig å skaffe finansieringsmidler utenfra til å gjennomføre slike oppkjøp.

Oppkjøpsmålene under finanskrisen lider trolig i enda større grad av den store nedgangen i etterspørsel. Den lave etterspørselen, og tilhørende nedgangen i lønnsomhet tror vi har bidratt til at antall brannsalg steg kraftig under finanskrisen.

Vi tror fallet i etterspørsel kombinert med den reduserte tilgangen på kreditt veier tyngst i vår forventning til lønnsomhet. Derfor tror vi at både kjøper og oppkjøpsmaal som er involvert i

transaksjoner under finanskrisen opplever lavere lønnsomhet relativt til de selskapene som var involvert i transaksjoner i årene før krisen.

Hypotese 2a: *Både kjøpers og oppkjøpsmålets lønnsomhet er lavere for de selskapene som var involvert i transaksjoner under finanskrisen.*

For bransjejustert lønnsomhet ser vi på selskapers lønnsomhet relativt til bransjens gjennomsnitt. Det interessante med de bransjejusterte variablene er blant annet at man kvitter seg med makroøkonomisk støy som påvirker hele bransjen og vi kan dermed fokusere på det enkelte selskap i et mikroperspektiv. Det er naturlig å tenke at enkelte bransjer ble rammet langt kraftigere enn andre under finanskrisen. Videre er trolig forskjellene innad i de enkelte bransjene store under en krise da det ofte er store forskjeller i tilgjengelig ressurser, samt evnene og kunnskapene selskaper har til å håndtere en nedgangskonjunktur. Disse forskjellene tror vi kommer tydeligere frem under en krise enn i en oppgangskonjunktur, slik at gapet mellom lønnsomheten til kjøper og bransjens gjennomsnitt er større i krisetid.

For oppkjøpsmålene kan man argumentere for at det er de selskapene som har en lønnsomhet langt under bransjens gjennomsnitt som var oppkjøpsmål under krisen. Dette baserer seg på en tanke om at de selskapene som slet mest i de ulike bransjene var de som var nødt til å selge. På den andre siden er det stor risiko knyttet til de selskapene som har lavest lønnsomhet, noe som gjør disse selskapene mindre attraktive for kjøper. Det kan derfor argumenteres for at kjøper var mer kresen på de selskapene man kjøpte under finanskrisen for å unngå å ta på seg mer risiko i en svært usikker periode. I tillegg kan det tenkes at flere av de selskapene med dårligst lønnsomhet relativt til bransjen gikk konkurs under finanskrisen og dermed utelukket seg selv som oppkjøpsmål.

Hypotese 2b: *Kjøper sin bransjejusterte lønnsomhet er høyere for de selskapene som var involvert i transaksjoner under finanskrisen, mens oppkjøpsmålet sin bransjejusterte lønnsomhet ikke påvirkes av finanskrisen.*

3.1.3. Soliditet

I vårt mål på soliditet har vi valgt å fokusere på gjeldsandel. Som tidligere nevnt var både korte og lange renter kunstig lave i årene før finanskrisen. Dette motiverte amerikanske bedrifter til å øke sin gjeldsandel. Samtidig oppstod veksten i gjeldsandelen som et resultat av svakere finansreguleringer og økt villighet fra banker til å gi ut lån. Basert på dette kan man argumentere for at kjøper i finanskrisen bør ha en lavere gjeldsandel enn de som gjorde

oppkjøp før finanskrisen. Ettersom kostnaden ved å ha mye gjeld var dyrere i årene 2007 og 2008 enn tidlig på 2000-tallet er det naturlig å tenke at kjøper hadde lavere gjeldsandel ved en finanskrisetransaksjon.

Fra trade-off-teorien vet vi at økt gjeld kan skape finansielle problemer relatert til økte konkurskostnader. I krisetider kan en lav soliditet i selskapet bidra til økt frykt og mistanke fra omgivelsene rundt for konkurs. Dette kan påvirke kunders villighet til å kjøpe selskapets tjenester, samt svekke forretningspartneres forhold til virksomheten. Dette taler igjen i favør av lavere gjeldsandel under finanskrisen.

Hvis vi skifter fokuset over på oppkjøpsmålet kan vi ta utgangspunkt i argumentet om at bedrifter som trengte nye eiere hadde bygd seg opp en u håndterlig mengde gjeld. Man kan derfor tenke at oppkjøpsmålene under finanskrisen typisk var selskaper med høy gjeld som måtte selges til en lavere pris. På den andre siden opplevde oppkjøpsmålene den samme utviklingen i tilgangen på gjeld som kjøperne, noe som peker i retning av lavere gjeldsandel for oppkjøpsmål under finanskrisen. Vi tror allikevel mest på at oppkjøpsmålene under finanskrisen slet med store gjeldsposter i balansen og dermed hadde relativt sett svakere soliditet enn oppkjøpsmålene før krisen.

Hypotese 3a: *Soliditet de to foregående årene før transaksjon er bedre for kjøper under finanskrisen, men svakere for oppkjøpsmål under finanskrisen.*

Ved bransjejustert soliditet for kjøper baserer vi vår antakelse på mye av den samme teorien som nevnt ovenfor. Ettersom lån var enkelt å oppdrive i perioden før finanskrisen kunne mange selskaper finansiere oppkjøp basert på opptak av gjeld. Derfor vil vi argumentere for at forskjellene i gjeldsandel innad i bransjene var relativt små i denne perioden. Under finanskrisen antar vi at soliditetsmålet innad i bransjen vil ha mer å si for hvilke selskaper som kan foreta et kjøp. Det er vanskelig å finansiere oppkjøp ved å ta opp mer gjeld, da dette ikke er tilgjengelig. Derfor tror vi de selskapene som foretok kjøp under finanskrisen hadde opparbeidet seg en høyere egenkapital enn resten av bransjen, slik at den bransjejusterte soliditeten til kjøperne var høyere under krisen enn før krisen.

Med fokus på oppkjøpsmålene vil vi argumentere for at den bransjejusterte soliditeten til oppkjøpsmålene under finanskrisen er lavere enn for oppkjøpsmålene før krisen. Årsaken tror vi ligger i at oppkjøpsmålene under krisen typisk var selskaper som slet mer med tunge gjeldsforpliktelser enn bransjens gjennomsnitt. I perioden før krisen antar vi at

oppkjøpsmålene ikke hadde høyere gjeldsandel enn resten av sin bransje ettersom det var enkel tilgang på lån fra banker, og derfor flere selskaper med høy gjeldsgrad i denne perioden.

Hypotese 3b: *Bransjejustert soliditet de to foregående årene før transaksjon er høyere for kjøper og lavere for oppkjøpsmål under finanskrisen.*

3.1.4. Størrelse

Størrelse har vi valgt å måle gjennom omsetning, totale eiendeler og antall ansatte. Man kan argumentere for at man ikke trenger å ha mange ansatte for å ha stor omsetning slik at sammenhengen mellom disse variablene kan variere. Vi tror likevel at majoriteten av selskapene som har høy omsetning også har høyt nivå på totale eiendeler og antall ansatte relativt til de med lav omsetning. Vi velger derfor å argumentere for vår forventning til fellesbetegnelsen ”størrelse”.

Som nevnt i flere av de øvrige forventningene endret bankenes utlåsvillighet seg kraftig som følge av finanskrisen. Det ble vanskeligere for selskaper å hente inn kapital utenfra og størrelsen på selskapene hadde trolig mer å si for lånebetingelsene som selskapene oppnådde hos bankene under finanskrisen, enn de hadde før krisen. Dette resonnementet bygger på en forventning om at sannsynligheten er større for at små selskaper går konkurs enn store under en finanskrise. De store selskapene har bedre forutsetninger til å håndtere fall i etterspørsel og konjunktursvingninger. På kjøpersiden kan det derfor argumenteres for at kjøper under finanskrisen bør være relativt sett større enn kjøper før finanskrisen fordi det er flere små selskaper enn store selskaper som ikke lenger har tilgang til å hente inn kapital utenfra. Med samme resonnement kan man argumentere for at det var flere små selskaper som måtte selges under finanskrisen grunnet økt risiko og manglende tilgang på likviditet. Dermed vil det være en større økning i andelen små selskaper som ble kjøpt under finanskrisen sammenlignet med andelen små selskaper som ble kjøpt i årene før krisen.

Hypotese 4a: *Kjøper er relativt sett større under finanskrisen enn i årene før krisen, mens oppkjøpsmålet er relativt sett mindre under finanskrisen enn før krisen.*

For bransjejustert størrelse vil vi legge til grunn samme argumentasjon som ovenfor for ikke bransjejustert. Under finanskrisen tror vi forskjellen på størrelsen mellom kjøper og bransjens gjennomsnitt var større sammenlignet med den samme forskjellen i årene før krisen. Vi antar samtidig at størrelsen på oppkjøpsmålene justert for bransjens gjennomsnitt er mindre under krisen enn før krisen.

Hypotese 4b: *Bransjejustert størrelse for kjøper er høyere under finanskrisen enn i årene før krisen, mens oppkjøpsmålets bransjejusterte størrelse er relativt sett mindre under finanskrisen enn før krisen.*

3.1.5. Vekst

Vi har definert vekst som årlig vekst i omsetning fra det nest siste til det siste året før transaksjonsåret. Med bakgrunn i denne definisjonen vil vekst i omsetning korrelere sterkt med vekst i den generelle etterspørselen på det amerikanske markedet. I årene etter dotcomboblen lå som nevnt styringsrenten unaturlig lavt, etterspørselen i markedet var stor og forventningene til fremtidig vekst var høy. Motsatt var tilfellet rett før og under finanskrisen da frykten og uroen på de amerikanske markedene spredte seg og etterspørselen falt. Man kan derfor argumentere for at veksten var høyere for selskapene som foretok transaksjoner i perioden før krisen enn de som foretok transaksjoner under finanskrisen. Mot dette kan man argumentere for at det kanskje bare er de selskapene som fortsatt opplevde vekst på et relativt greit nivå som gjorde kjøp under finanskrisen. Men igjen har vi mer tro på at fallet i veksten var noe som rammet majoriteten av bransjene og dermed også mange av kjøperne under finanskrisen. Det kan også være slik at kjøperne under finanskrisen opplevde nedgang i vekst og ønsket å kjøpe andre selskaper som kunne få veksten til å stige igjen.

For oppkjøpsmålene er det nærliggende å tro at selskapene som ble solgt under finanskrisen trolig sliter med lavere vekst enn oppkjøpsmålene før krisen. Vi tror mange oppkjøpsmål ble nødt til å selges under krisen som et resultat av tøffe tider med lavere etterspørsel.

Hypotese 5a: *Kjøper opplever lavere vekst under finanskrisen enn i årene før krisen, og det samme gjelder for oppkjøpsmålet.*

Med fokus på bransjejustert vekst ser vi på kjøper og oppkjøpsmålets vekst relativt til bransjens medianvekst. Vi antar at finanskrisen kan ha innvirket i ulik grad på mange bransjer avhengig av hvor konjunktursensitiv næringen er. Dette bidrar til at den klare effekten av en generell samlet nedgang i etterspørselen viskes ut, og fokuset går over på det enkelte selskaps vekst målt opp mot sine konkurrenter. Vi tror at kjøper under finanskrisen ikke hadde særlig sterkere bransjejustert vekst enn sine konkurrenter, men at kjøper før krisen typisk vokste litt mer enn bransjens median. Det argumenteres derfor i favør av lavere bransjejustert vekst under finanskrisen. For oppkjøpsmål antar vi også at den bransjejusterte veksten ikke er lavere enn konkurrentene i samme bransje. En årsak kan være at veksten for hele bransjen var lav, og at de selskapene som blir solgt i de hardest rammede bransjene er typiske eksempler

på brannsalg. Brannsalg er som nevnt under punkt 2.3.2. selskaper som er lavt priset for å tiltrekke seg kjøpere fra andre bransjer. Oppkjøpsmål før krisen antar vi at har høyere vekst enn bransjens median. Dette begrunner vi med at mange kjøpere var på utkikk etter attraktive oppkjøpsmål med høy vekst og tilhørende forventet høy avkastning.

Hypotese 5b: *Kjøper opplever lavere bransjejustert vekst under finanskrisen enn i årene før krisen, og den samme antakelsen gjelder for oppkjøpsmålene.*

3.1.6. Relaterthet

Med relaterthet menes hvor nært oppkjøpsmålets virksomhet ligger kjøpers kjernevirksomhet. Som nevnt i teorikapittelet, finnes det ulik tankegang bak gjennomførelse av relaterte og urelaterte oppkjøp. Spesielt kan oppkjøp av urelatert virksomhet være basert på et ønske om å spre risiko, slik at man står bedre rustet til å møte potensielle kriser. På den andre siden kan urelaterte oppkjøp basere seg på at det er mangel på investeringsobjekter i bransjen og vekstmulighetene er få.

I krisetider har vi tidligere antatt at antall objekter som er til salgs øker. Grunnen til at antall salgsobjekter øker, kan være fordi en rekke bedrifter blir enten tvunget til å avvikle eller gjennomføre salg for å overleve som følge av krisen. Slike såkalte brannsalg fører til at prisen på salgsobjektet presses nedover, og det blir da mulig å gjøre gode kjøp til en gunstig pris. Selskaper som fortsatt befinner seg i en god posisjon under krisen, kan da finne det fornuftig å investere i urelatert virksomhet. På den andre siden kan det argumenteres for at bedrifter som ønsker å investere i krisetider ser dette som mer risikofylt, og ønsker å inneha kunnskap om bransjen. Dette kan tale for at krisetider karakteriseres av gjennomtenkte og mer strategiske oppkjøp. Basert på denne drøftelsen antar vi at i perioden før krisen så gjennomføres det i større grad oppkjøp av urelatert virksomhet. Derimot i krisetid, vil man se en økende tendens til at man kjøper relatert virksomhet for å styrke sin posisjon.

Hypotese 6: *I perioden før krisen gjennomføres det i størst grad kjøp av urelatert virksomhet. Motsatt vil krisetid karakteriseres av relaterte oppkjøp.*

4. METODE

Metode er læren om de verktøy som kan benyttes for å samle inn informasjon (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Det er en fremgangsmåte for å frembringe kunnskap eller etterprøve påstander som fremsettes med krav om å være gyldige eller holdbare (Sander, 2004a). I dette metodekapittelet vil vi presentere vår problemstilling, og vår fremgangsmåte for å besvare denne. Valg av metode må ses i samsvar med problemstillingens fremtoning. Videre avhenger forskningsmetodiske valg av hverandre, og de neste fasene er således et resultat av de valg som er foretatt tidligere (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Med dette kapittelet ønsker vi at leser skal få en fullgod forståelse for de metodiske valg som er foretatt for å gjennomføre oppgaven og en vurdering av studiens validitet og reliabilitet.

4.1. Utvikling av problemstilling

Utarbeidelse av en god problemstilling er det første steget som må gjennomføres, og den legger føringer på det videre arbeidet. Både forskningsdesign, datainnsamling og analyse avhenger av problemstillingens fremtoning. Med utredningen skal man forsøke å gi et svar på den problemstillingen som stilles, og derfor er det viktig at det finnes en rød tråd mellom problemstillingen og det videre arbeidet. Problemstillingen skal således bidra til å skape struktur i det videre arbeidet (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009).

Ved valg av tematikk for oppgaven stod dagsaktuelle emner svært sentralt for oss. Interessen for finanskrisen og dens konsekvenser har alltid vært stor, og finanskrisen har blitt viet stor oppmerksomhet primært på et makroøkonomisk nivå. Spesielt vekket fag som *Fie 403 – Konjunkturanalyse* og andre makroøkonomiske fag interessen for å studere finanskrisen, og fag som *STR 432 – Strategiske allianser og nettverk* vekket interessen for fusjoner og oppkjøp som strategi. All den tid det primære fokuset i finanskrisen har vært rettet mot et makroøkonomisk nivå, ønsket vi å foreta analyser fokusert mot mikroøkonomiske spørsmål. Etter samtaler med Lasse B. Lien, hvor vi uttrykket ønske om å skrive en utredning i samarbeid med prosjektet: ”Krise, omstilling og vekst”, kom vi frem til oppgavens hovedfokus. Vårt forskningsområde omhandler finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll i USA. Med markedet for selskapskontroll menes herunder fusjoner og oppkjøp. Grunnet oppgavens omfang og tidsbegrensninger var det viktig å foreta en rekke avgrensninger. For det først vil vår geografiske avgrensning være det amerikanske markedet for selskapskontroll. Videre vil vårt primære forskningsområde rette oppmerksomheten mot karakteristika ved oppkjøper og oppkjøpsmål når det gjelder lønnsomhet, soliditet, størrelse

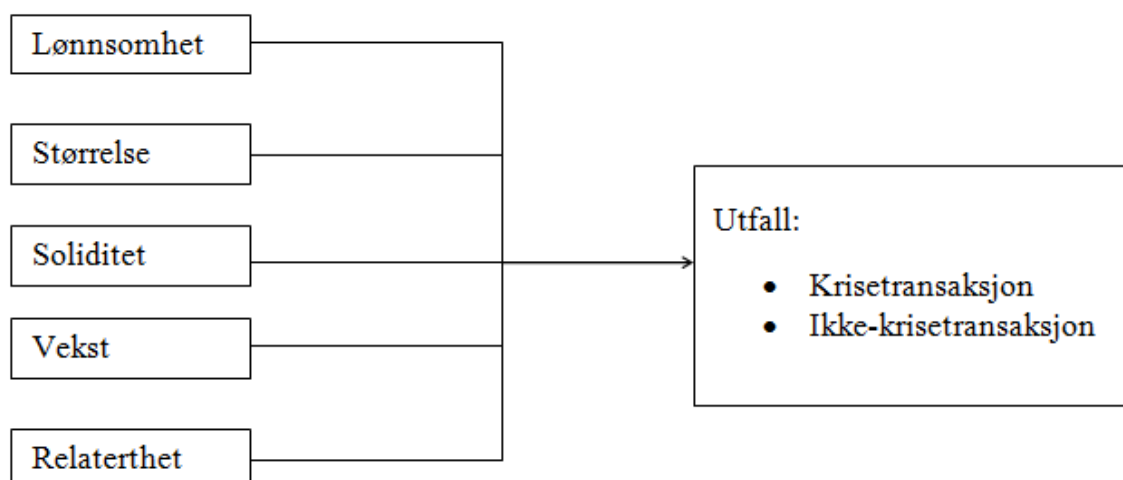
og vekst. Vi henviser til teori nevnt under punkt 2.6, for nærmere innføring i disse variablene. I tillegg foretar vi analyser hvor vi undersøker om kjøper og oppkjøpsmål er relatert til hverandre basert på kjernevirksomhet. For å måle finanskrisens effekter sammenligner vi perioden før finanskrisen med perioden under finanskrisen. For en dypere beskrivelse av de avgrensninger som er foretatt, henviser vi til kapittel 1.3. Basert på overnevnte drøftelse ble følgende problemstilling utarbeidet:

Hvordan påvirket finanskrisen det amerikanske markedet for selskapskontroll, nærmere bestemt antall og verdi på transaksjonene, forholdet mellom transaksjonspartene, og egenskapene til de bedriftene som var involvert?

4.2. Analysemodell

Analysemodellen skal visualisere problemstillingen. På den måten skal den bidra til å skape struktur i arbeidsprosessen (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). En analysemodell inneholder nøkkelvariablene som blir brukt i analysen, og den forsøker å gi et bilde av hvordan ulike faktorer, og forholdet mellom faktorene påvirker det fenomenet som vi forsker på (Espedal, 2011b).

Basert på eksisterende litteratur og tilgjengelig forskning har vi i kapittel 3 utarbeidet en rekke hypoteser. Disse hypotesene kan sees i samsvar med våre uavhengige variabler. Vi forventer at de uavhengige variablene lønnsomhet, størrelse, soliditet, vekst og relaterthet vil ha en effekt på sannsynligheten for å være en krisetransaksjon. Figur 3 viser en skisse av vår analysemodell. I de påfølgende avsnittene vil vi presentere våre avhengige og uavhengige variabler på en detaljert måte.



Figur 3: Analysemodell

4.2.1. Avhengig variabel

Den avhengige variabelen i denne studien er om en transaksjon kan karakteriseres som en krisetransaksjon eller ikke. Denne avhengige variabelen er kodet som en dikotom dummy-variabel hvor ikke-krisetransaksjon er kodet som 0, mens krisetransaksjon er kodet som 1. Avgrensningen i forhold til hva som omtales som en krisetransaksjon er satt til året 2009. Perioden mellom 2005-2007 er i denne utredningen perioden før krisen inntraff. Året 2008 betrakter vi som et blandingsår, det vil si det inneholder både krisetider og ikke, og er derfor ikke inkludert i den logistiske regresjonsanalysen.

4.2.2. Uavhengige variabler

De uavhengige variablene skal forsøke å bidra til å forklare den avhengige variabelen. Gjennom disse håper vi å finne frem til funn som gjør det mulig å beskrive hva som skiller en krisetransaksjon fra andre transaksjoner. Valg av uavhengige variabler baserer seg primært på tilgang på informasjon, men også veileders ønsker. Derfor falt valget på informasjon hentet fra regnskaps- og foretaksinformasjon.

For å sikre at den logistiske regresjonsanalysen ble best mulig, gjennomførte vi tester av multikollinearitet. På bakgrunn av disse testene besluttet vi å benytte, i de fleste tilfeller, kun én undervariabel av hver nøkkelindikator. Dette var kun relevant for variablene størrelse og lønnsomhet. Valget er besluttet på bakgrunn av analyse av for eksempel lønnsomhetsvariabelen, hvor vi oppdaget at ROA og ROE korrelerte svært mye med hverandre. Dette er naturlig, da begge variablene måler tilnærmet det samme. Videre inneholder modellen både tall på absoluttform og bransjejusterte tall. På den måten kan vi undersøke om bransjejustering av tall fører til endring i funnene. Dette er noe vi betrakter som svært interessant å se nærmere på. Vi vil derfor presisere at samtlige analyser er foretatt både basert på bransjejusterte tall og absoluttform.

4.2.2.1. Lønnsomhet

Den første variabelen som presenteres er lønnsomhet. Årsaken til at lønnsomhet inkluderes er at den har stor påvirkningskraft på andre forhold som kapitalstruktur, likviditet, og bedriftens muligheter til å foreta investeringer. Basert på denne argumentasjonen ser vi det som fornuftig å ha flere mål på lønnsomhet. I analysene testes samtlige lønnsomhetsmål, for å se hvilke som har størst påvirkningskraft i modellen. Lønnsomhetsmålene som benyttes presenteres én etter én i de påfølgende avsnittene.

4.2.2.1.1. ROE

ROE er et mål som indikerer hvor lønnsomt et selskap er ved å sammenligne periodens resultat med den bokførte verdien av eiernes gjennomsnittlige egenkapitalbinding for perioden (Penman, 2010). På norsk betegnes ROE (Return on Equity) som egenkapitalrentabilitet. Men i den videre analysen vil vi benytte ROE. ROE kan beregnes som resultat per aksje dividert på bokført egenkapital per aksje, men den vanligste formelen ser slik ut (Berk & DeMarzo, 2011):

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Book Value of Equity}}$$

Dette målet brukes hyppig av investorer som en enkel test på hvor effektivt selskapets ledelse utnytter investorenes penger, og illustrerer derfor om ledelsen er i stand til å øke selskapets verdi på et akseptabelt nivå.

4.2.2.1.2. ROA

ROA er et mål som indikerer hvor lønnsomt selskapet er relativt til dets totale eiendeler. ROA (Return on Assets) har den norske betegnelsen ”avkastning på eiendeler”, men vil videre i analysen bli referert til som ROA. Nøkkeltallet beregnes gjennom følgende formel (Berk & DeMarzo, 2011):

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

Målet gir en illustrasjon på hvor godt ledelsen i selskapet klarer å utnytte de eiendelene man har til rådighet. Jo høyere nivå på ROA, dess bedre utnyttelse er det av selskapets totale eiendeler. Et selskaps eiendeler kan være alt fra anleggsmidler til omløpsmidler. *Anleggsmidler er definert som eiendeler til varig eie og bruk som for eksempel en bygning, mens omløpsmidler knytter seg til selskapets vare- og tjenestekretsløp som for eksempel et varelager* (Andreassen, 2011).

Forskjellen på lønnsomhetsmålene ROE og ROA ligger i begrepet ”Financial Leverage”, som er et bilde på hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert gjennom gjeld. **DuPont Identity** er en illustrerende formel for å utdype sammenhengen (Berk & DeMarzo, 2011):

$$ROE = ROA \times \frac{\text{Total Asset}}{\text{Total Equity}}$$

Formelen illustrerer at dersom et selskap kun har brukt egenkapital til å finansiere sine eiendeler så vil ROA være identisk med ROE. På den andre siden vil et annet selskap som har finansiert seg ved opptak av gjeld oppnå en høyere verdi på sine totale eiendeler enn verdien på egenkapitalen. I så tilfelle vil ROE være høyere enn ROA, noe man enkelt kan lese av fra formelen over ved at eiendelene er større enn egenkapitalen (Total Asset > Total Equity).

4.2.2.1.3. Profittmargin

Profittmargin er et nyttig lønnsomhetsmål da det beskriver hvor mye bedriften får igjen for hver omsatte dollar. Ofte benyttes den amerikanske benevnelsen (Net) Profit Margin til å beregne resultatets andel av totale salgsinntekter. Formelen for beregning av profittmargin kan uttrykkes slik (Berk & DeMarzo, 2011):

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Sales}}$$

Profittmarginen viser hvor stor andel av hver omsatt dollar som er tilgjengelig for aksjeeierne etter at selskapet har betalt sine kostnader, renter og skatt. Dersom omsetningen øker mer enn kostnadene, vil profittmarginen øke.

4.2.2.1.4. EBIT-margin

EBIT er et svært viktig mål på lønnsomheten i selve kjernen av hva det enkelte selskapet har som sin hovedvirksomhet. EBIT er en engelsk forkortelse for resultat før man har fratrukket rente- og skattekostnader (earnings before deduction of net interest and tax obligation). Det er med andre ord tilsvarende det vi kjenner som driftsresultatet. I den videre analysen vil vi fortsette med benevnelsen EBIT fremfor driftsresultat, og dermed også introdusere lønnsomhetsmålet EBIT-margin. Vi finner EBIT-marginen ved å dividere EBIT på de totale salgsinntektene slik (Berk & DeMarzo, 2011):

$$\text{EBIT – margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$$

Tilsvarende som ved profittmarginen så illustrerer EBIT-marginen hvor stor andel av hver omsatt dollar som er tilgjengelig for aksjeeierne, men i dette tilfellet etter at de driftsrelaterte kostnadene er trukket fra.

4.2.2.1.5. EBITDA-margin

EBITDA er et lønnsomhetsmål som ligner mye på EBIT. Forskjellen er at EBITDA fokuserer på driftsresultatet fratrukket avskrivninger og nedskrivninger, noe som er inkludert i

beregningen av EBIT. Å avskrive vil si å fordele en eiendels verdiforringelse over flere regnskapsperioder, mens nedskrivning er kostnadsføring av uforutsett verdiforringelse av eiendeler, goodwill eller anleggsmidler (e-conomic norge as, u.d.). EBITDA skal derfor gi et riktigere bilde av hva selskapet faktisk har tjent på sin drift i perioden uten forstyrrelser fra faktorer som ikke kan tilskrives å være 100 % driftsrelatert. Vi finner EBITDA-marginen på tilsvarende måte ved å dividere EBITDA på totale salgsinntekter (Berk & DeMarzo, 2011):

$$\text{EBITDA – margin} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Sales}}$$

4.2.2.2. Soliditet

Ved vurdering av soliditet har vi avgrenset oss til gjeldsandel, og følgende formel er benyttet:

$$\text{Gjeldandel} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Totalkapital}}$$

Med gjeld menes i dette tilfellet både kortsiktig og langsiktig gjeld, og totalkapital er summen av alle eiendeler i bedriftens balanse. Soliditetsmålet er med på å vurdere tilgangen på ekstern finansiering, og i de tilfeller hvor den er bundet opp i likvide aktiva, kan den omgjøres til kapital. På den måten kan soliditet si noe om evne til å få tilgang på kapital for å gjennomføre oppkjøp. Riktignok kan gjelden være bundet opp i anleggsmidler, noe som kan gjøre det vanskelig å få tilgang på kapital. Spesielt gjelder dette for anleggsmidler som er i bruk i produksjon, og som dermed ikke kan selges for å øke likviditeten. En svakhet ved vurdering av gjeldsandel er at den beregnes ut i fra bokførte verdier. Dermed kan det oppstå en differanse mellom markedsverdi og bokført verdi. På tross av denne svakheten anser vi gjeldsandel som et fornuftig mål på soliditet.

4.2.2.3. Størrelse

Variabelen størrelse inkluderes i modellen basert på en antakelse om at store selskaper har større forutsetninger for å kunne gjøre et oppkjøp i krisetider. Vi har vurdert størrelse basert på omsetning, antall ansatte og totale eiendeler. For å oppnå best mulig resultater har vi ved noen tilfeller sett det som nødvendig å bruke den naturlige logaritmen til variabelen. Dette gjør vi fordi variabelen på størrelse ikke virker å ha noen lineær sammenheng med de øvrige uavhengige variablene, noe som kan ha negativ effekt på modellens forklaringskraft. I datasettet er det stor spredning i omsetning, noe som kan påvirke den estimerte sammenhengen uforholdsmessig mye dersom man ikke benytter den naturlige logaritmen.

4.2.2.4. Vekst

I denne avhandlingen har vi valgt å undersøke vekst i omsetning. Andre mål kunne også vært relevant, men grunnet tilgang på informasjon betrakter vi denne som det beste målet. Basert på følgende formel har vi vurdert vekst i absolutt form:

$$\text{Vekst i omsetning} = \frac{\text{Omsetning selskap X år 2} - \text{Omsetning selskap X år 1}}{\text{Omsetning selskap X år 1}}$$

For å kunne beregne veksten på denne måten, kreves det at bedriften eksisterer i begge perioder. Grunnet vårt store utvalg har vi ikke møtt på nevneverdige problemer i forhold til beregning av vekst, men dette kunne blitt et problem ved et mindre utvalg.

Ved vurdering av bransjejustert vekst har vi benyttet oss av bransjens medianvekst, og dette kan illustreres ved bruk av følgende formel:

$$\text{Bransjejustert vekst i omsetning} = \text{Vekst i selskap X} - \text{Bransjens medianvekst}$$

Årsaken til at vi har benyttet medianen tar utgangspunkt i den store spredningen i datamaterialet når det gjelder omsetning. Standardavvikene ble derfor unaturlig høye, og formelen som vi har brukt på bransjejustering av de andre variablene var således dårlig egnet.

4.2.2.5. Relaterthet

Relaterthet benyttes ikke som uavhengig variabel i den logistiske regresjonen. Derimot er den et supplement til analysen som helhet. Fra eksisterende teori fremgår ulike argumenter i favør av oppkjøpsstrategier i konjunktursyklus. Teori om oppkjøpsbølger viser at aktivitetsnivået under bølgene skal øke, og dette påvirker relatertheten mellom kjøper og oppkjøpsmål. På den andre siden viser teori om brannsalg at enkelte bransjer blir så sterkt berørt av nedgangskonjunkturer at prisene presses nedover til et nivå hvor kjøper kommer fra en urelatert bransje. Basert på disse teoritilnærmingene har vi sett det som interessant å undersøke om krisetransaksjoner kjennetegnes på noen spesiell måte innenfor relaterthet.

4.3. Forskningsdesign

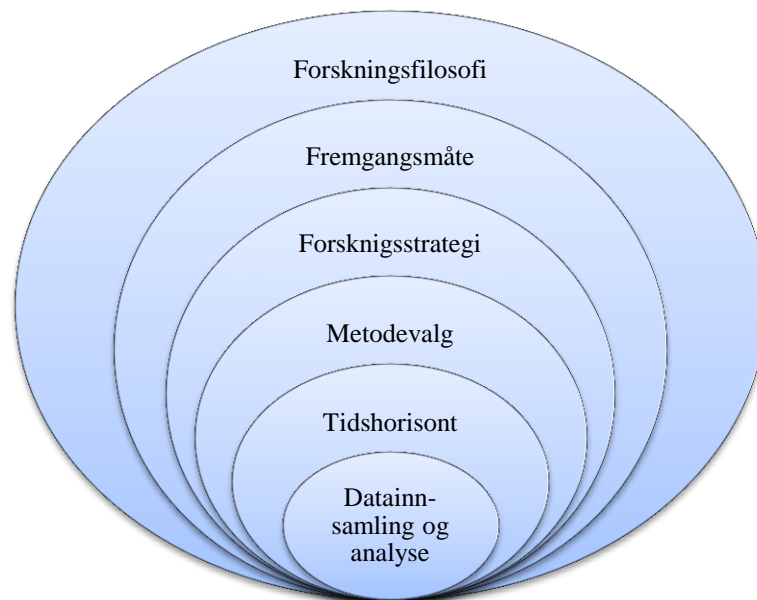
Forskningsdesign er en overordnet plan for hvordan studien skal gjennomføres for å besvare problemstillingen. Det skilles mellom tre typer forskningsdesign (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Disse designene er:

- **Deskriptiv/beskrivende**

- Målsetningen er å beskrive attributter, korrelasjoner og kategorier på en systematisk måte. Med andre ord kan dette omhandle en nøyaktig beskrivelse av situasjoner, hendelser og lignende. Innenfor slike problemstillinger har gjerne kunnskap blitt utviklet.
- **Kausale/årsaksforklarende**
 - Målsetningen er å forklare forhold som er relevant til problemet, og da spesielt kausale forhold. Med dette menes at man ønsker å forklare sammenhengen mellom ulike variabler, og man er opptatt av årsak-virkningsforholdet. Innenfor dette området har gjerne kunnskap blitt utviklet, og vi kan derfor formulere påstander basert på et kausalt forhold.
- **Eksplorativ**
 - Målsetningen er å videreutvikle et problem og utforske det fra ulike vinkler. Studien søker etter ny innsikt og vurderer fenomener fra et nytt ståsted. Innenfor slike problemstillinger sitter man gjerne med begrenset kunnskap.

Vår oppgave relaterer seg til teori om fusjons- og oppkjøpsbølger. Oppkjøpsbølger er et kjent fenomen og litteratur tilhørende emnet finnes det mye av. Vi ønsker å undersøke karakteristika til kjøper og oppkjøpsmål for å sammenligne disse i perioden før krisen med perioden under krisen. For å øke vår forståelse av emnet, har vi utarbeidet deskriptiv statistikk over blant annet antall transaksjoner, transaksjonsverdi og lignende. Derfor vil denne delen av oppgaven være basert på et deskriptivt forskningsdesign. I tillegg vil også relaterhetsanalysen, hvor vi sammenligner kjøper og oppkjøpsmålets bransjekode, gå inn under denne kategorien. Derimot vil analysen hvor vi bruker logistisk regresjon være av en annen karakter. I denne delen av oppgaven bruker vi variablene lønnsomhet, soliditet, størrelse og vekst til å sammenligne kjøper og oppkjøpsmålets karakteristika i perioden før krisen med under krisen, for så å kunne danne oss et bilde av hva som øker sannsynligheten for å være en krisetransaksjon. Slik forskning har ikke funnet sted i stor grad tidligere, og det krever ny innsikt. Dette indikerer at oppgaven bærer preg av å være eksplorativ. På den andre siden har vi besluttet å bruke fire variabler (lønnsomhet, soliditet, størrelse og vekst) som uavhengige variabler til å forklare den avhengige variabelen. Ved å kombinere ulike varianter av de uavhengige variablene for å se effekten i den avhengige variabelen, får vi en indikasjon på at forskningsdesignet også kan være kausalt/ årsaksforklarende. Vi vil derfor konkludere med at vårt forskningsdesign er både deskriptivt og kausalt/årsaksforklarende.

For å fremstille våre metodiske valg, så vil vi benytte forskningsløken, se Figur 4. Forskningsløken er en figur som illustrerer forskningsprosessen steg for steg ved å skrelle oss innover mot kjernen. Slik som løken viser er lagene avhengig av hverandre. Med dette menes at de metodiske valg som gjøres får følger for bruk av innsamlingsmetode og analyse ved senere stadier. Vi vil i de påfølgende avsnittene presentere de ulike lagene steg for steg.



Figur 4: Forskningsløken (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009)

4.3.1. Forskningsfilosofi

Forskningsfilosofi kan deles inn i positivisme, realisme, interpretivisme eller paratisme (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Vår avhandling vil basere seg på positivisme, derfor vil kun denne bli presentert her. Positivisme handler om å bruke teori og variabler til å finne den objektive sannhet. I vår avhandling benytter vi teori til å utarbeide våre forventninger til funn. Disse er igjen basert på de fem variablene lønnsomhet, soliditet, vekst, størrelse og relaterthet for å besvare vår problemstilling.

4.3.2. Fremgangsmåte

Det finnes to typer tilnærminger man kan ha til en studie, og disse er deduktiv og induktiv. Ved en deduktiv tilnærming benyttes eksisterende litteratur til å identifisere teorier, og hypoteser testes ved bruk av data. Ved en induktiv tilnærming går man motsatt vei ved å forsøke å utvikle teorier. Med dette menes at man starter med å forske på data for å utvikle teorier slik at de blir et supplement og et forsøk på å øke litteraturen omkring emnet. Typisk er det slik at det finnes mye litteratur om et emne når man bruker en deduktiv tilnærming, derimot finnes det lite litteratur om emnet ved bruk av en induktiv tilnærming (Saunders,

Lewis, & Thornhill, 2009). I tillegg finnes det ulikheter i bruk av data. Ved en deduktiv metode benyttes gjerne kvantitative data og studien er gjerne forskeruavhengig noe som påvirker dens validitet og reliabilitet. Motsatt kjennetegnes den induktive tilnærmingen av at man er opptatt av atferd og holdninger, og derfor er kvalitative data i større grad benyttet. Dette betyr at forskeren spiller en mer sentral rolle i en slik studie (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009).

Vår oppgave starter med å ta utgangspunkt i et forskningsspørsmål som vi ønsker å besvare. Vi ønsker å finne frem til karakteristika ved transaksjonspartene (kjøper og oppkjøpsmål) som var involvert i transaksjoner i perioden før krisen og sammenligne disse med foretak som gjennomførte transaksjoner under krisen. Basert på tidligere studier og eksisterende litteratur, har vi utviklet en rekke hypoteser som vi ønsker å teste. For å teste våre hypoteser, vil vi bruke eksisterende databaser, noe som fører til at vår studie er forskeruavhengig. Grunnet tilgang på eksisterende litteratur og det faktum at vi vil benytte eksisterende databaser til å forklare sammenhenger mellom variablene, taler dette i favør av at vår studie har en deduktiv tilnærming.

4.3.3. Forskningsstrategi

Forskningsstrategien bestemmes ut i fra tilgjengelige ressurser som tid, kunnskap og tilgang på informasjon. I vår oppgave ønsker vi å benytte en såkalt surveystrategi. Ved en surveystrategi registreres dataene i tallformat, og man benytter kvantitativ metode med en deduktiv tilnærming til å besvare problemstillingen. Surveystrategien gjør det mulig å foreta analyser og sammenligninger av store mengder data, noe som passer vår oppgave perfekt (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Styrken ved å benytte denne strategien er at store mengder med sekundærdata kan øke mulighetene til å få frem representative funn. Til å gjennomføre vår studie anvender vi derfor en surveystrategi hvor vi bruker sekundærdata hentet fra databasene Orbis og Zephyr. På denne måten kan vi utnytte forskerprosessen på en effektiv måte, og dette har spart oss for mye tid.

4.3.4. Metodevalg

Metodevalg handler om typen data man samler inn. Typer av data deles inn i kvalitative og kvantitative. Kvalitative data er ikke numeriske data, som for eksempel meninger, holdninger, ord og bilder. Kvantitative data er derimot numeriske og dataene er kvantifisert (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Ved valg av metode, så kan man velge å benytte både kvalitative og kvantitative data – multimetode, eller kun en av metodene – monometode. I vår analyse vil

vi kun benytte kvantitative data som baserer seg på tallmaterialet i databaser. Vi benytter oss derfor av en monometode med bruk av kvantitativ metode.

4.3.5. Tidshorisont

Tidsbegrensningene er viktig å ta hensyn til ved en masterutredning. Tidsbegrensningen settes til ett semester. Dette fører til at vi har en tett tidsramme å forholde oss til i de ulike fasene av avhandlingen. Tidshorisont deles inn i tverrsnitt og langsgående studier (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Ved tverrsnittstudier, skjer datainnsamlingen og analysen på ett tidspunkt, mens i langsgående studier gjøres observasjoner over et lengre tidsrom (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Vår analyse baserer seg på historiske data om fusjoner og oppkjøp med fokus på perioden før krisen og under krisen, der vi undersøker endringer mellom de to periodene. Riktignok vil vi samle inn dataene på ett tidspunkt, noe som indikerer at vi gjennomfører en tverrsnittstudie. Derimot observerer vi endringer over et lengre tidsrom, noe som fører til at observasjoner er gjort på ulike tidspunkt. Derfor har vi i vår avhandling benyttet en langsgående studie, men med bruk av sekundærkilder grunnet tidsbegrensningene.

4.3.6. Datainnsamling

I vår analyse av finanskrisens effekter på markedet for selskapskontroll har vi sammenlignet transaksjoner i år 2005 til 2009. For å kunne foreta en slik analyse er vi avhengig av tilgang til en pålitelig kilde til transaksjonsinformasjon i den gitte tidsperioden. I de påfølgende avsnittene vil vi beskrive de kildene til informasjon vi har benyttet og anvendelsen av dem.

For å kunne gjennomføre vår analyse har vi benyttet oss av sekundærdata. Sekundærdata er data som er samlet inn av en annen part, og som oftest til bruk i andre formål. Dette er en forholdsvis enkel og rimelig måte å samle inn data på, da andre har utført den tyngste jobben (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Dessverre er det slik at når man benytter sekundærdata, kan det være svakheter ved materialet som gjør det utfordrende å anvende det på vår problemstilling. I kapittel 6 presenteres noen av de utfordringene vi har støtt på i prosessen ved bruk av sekundærdata.

Kilden vi har benyttet som sekundærdata er databasene *Zephyr* og *Orbis* produsert av Bureau Van Dijk. *Zephyr* er en database med hovedfokus på transaksjonsinformasjon som dekker alt fra fusjoner, oppkjøp, IPO, Venture Capital og Private Equity. Den oppdateres hver eneste time og regnes for å være en av de mest utfyllende fusjons- og oppkjøpsdatabaser som eksisterer. I juli 2012 hadde *Zephyr* dekket cirka en million oppkjøp og rykter, og dette tallet øker for hver dag (Bureau Van Dijk, 2012b). *Orbis* er en database som inneholder en mengde

informasjon om selskaper verden over. Databasen kan vise til informasjon om mer enn 99 millioner private selskaper, så vel børsnoterte som ikke-noterte selskaper. For børsnoterte selskaper er informasjonen naturligvis langt mer omfattende enn for ikke-noterte. Informasjonen man kan hente ut inneholder blant annet en oversikt over viktige nøkkeltall og poster for selskapenes økonomi, finansielle indikatorer, ratinger, aksjedata, kontraktsopplysninger, bransjekoder og mye mer (Bureau Van Dijk, 2012a). Orbis dekker over 30 millioner selskaper på det amerikanske kontinent, noe som er av vesentlig betydning for vårt fokus på selskaper i USA i denne utredningen.

Vårt ønske er å gi en korrekt og dekkende analyse av hvordan markedet for selskapskontroll ble påvirket av finanskrisen. Basert på omfanget av de nevnte databasene føler vi oss trygge på at hele populasjonen er representert i vårt utvalg av selskaper.

4.3.6.1. Datainnsamling i Zephyr

I samråd med veileder besluttet vi at fokuset for datainnsamlingen skulle ligge på kjøper og oppkjøpsmål. I Zephyr har man også et tredje alternativ i forbindelse med transaksjonen, nemlig Vendor. Ettersom Zephyr definerer Vendor som en part i transaksjonen som kan være selger, men ikke alltid er det, valgte vi å utelate Vendor som et resultat av usikkerheten knyttet til den. Vi stod dermed igjen med kjøper og oppkjøpsmål, som vi ønsket å analysere hver for seg i den logistiske regresjonsanalysen ved å lage én database for kjøper og én for oppkjøpsmål. Søkekriteriene vi la inn var sammenfallende for kjøper og oppkjøpsmål slik at de to analysene skal være best mulig sammenlignbare. Vi valgte å innhente transaksjonsdata år for år fremfor å samle alle årene (2005-2009) i ett søk, basert på å bedre strukturen i databasen vi lagde. Samtidig bidro dette til at vi enkelt kunne utelate år 2008, som vi anser som et usikkert år som inkluderer preg av både finanskrisen og ikke-finanskrisen. Nærmere begrunnelse for utelatelse av år 2008 finner man i analysen under datering av finanskrisen punkt 5.1. For hvert år hadde vi følgende kriterier i Zephyr, her eksemplifisert gjennom database for kjøper år 2009:

- **Tidsperiode:** 01.01.2009 – 31.12.2009, inkluderer alle annonserte og gjennomførte kjøp.
- **Land:** USA, fokuserer på kjøper.
- **Prosent av eierandel:** Prosent av initiell eierandel på maksimalt 15 %, og endelig eierandel på minimum 80 %.
- **Type kjøp:** Fusjon eller oppkjøp

Det første kriteriet omhandlet tidsperioden, som naturlig nok varierte basert på hvilket av årene 2005, 2006, 2007 og 2009 vi ønsket å hente data fra. Samtidig la vi inn restriksjonen knyttet til at vi kun var interessert i annonserte og gjennomførte kjøp. Her kunne man også hake av for rykter om overtakelser, men det mente vi ble for usikkert. Det andre kriteriet gikk ut på valg av land og vi har valgt å se på tilfellene der kjøper må være fra USA. I databasen for oppkjøpsmaal blir kravet tilsvarende ved at oppkjøpsmalet må være fra USA. Det tredje kriteriet omhandlet prosent av eierandel. Her ble en initiell sats på maksimalt 15 % og en endelig sats på minimum 80 % fastsatt for å kunne anslå med sikkerhet at eierskapet har skiftet hender. Det siste kriteriet kontrollerer at vi kun ser på fusjoner og oppkjøp, og dermed luker bort andre former for kjøp som for eksempel Joint Venture eller IPOs.

Det som til enhver tid er viktig å huske på når man laster ned informasjon fra Zephyr eller Orbis er å markere for at man ønsker å ha med BvD ID nummer. BvD ID nummeret er selve identitetsnummeret til hvert enkelt selskap og et helt nødvendig redskap når transaksjonsdata fra Zephyr skal sammenstilles med regnskapsdata fra Orbis. Før vi kunne hente ut regnskapstall knyttet til selskapene måtte databasene for kjøper og oppkjøpsmaal bearbeides. Vi valgte å bearbeide all data i excel da vi hadde mest erfaring med bruk av dette programmet. Det første vi gjorde var å opprette tre dummyvariabler med det formål å identifisere om betalingsformen på kjøpene var kontanter, aksjer eller en miks av de to. Videre valgte vi å rense opp i datasettene våre i form av å kontrollere at hvert selskap kun var representert en gang ved bruk av funksjonen ”fjern duplikater” i excel. Formålet med analysen vår er å se på hvilke egenskaper de selskapene som var kjøpere eller oppkjøpsmaal før finanskrisen har, sammenlignet med egenskapene til de selskapene som hadde tilsvarende rolle under finanskrisen. Ettersom databasene lastet ned fra Zephyr viste at samme selskap ofte hadde foretatt flere kjøp i løpet av året fant vi det hensiktsmessig å kontrollere at et enkelt selskap kun var representert en gang i løpet av året. Dette stemte også godt overens med måten Orbis ga ut sine tall på, der hvert enkelt selskap kun var representert en gang.

4.3.6.2. *Datainnsamling i Orbis og bransjejustering*

Hovedpoenget med bruken av Orbis var å kunne laste ned regnskapsdata, finansielle nøkkeltall, størrelsesindikatorer og bransjeverdier som vi ønsket å kombinere med transaksjonsdataen fra Zephyr. Ved å legge inn BvD ID numrene vi hadde fått ut fra Zephyr kunne vi hente ut tall for de variablene vi ønsket å analysere videre. Et fåtall av BvD ID numrene som ble hentet ut fra Zephyr var det ingen data på i Orbis. Disse selskapene ble slettet fra databasen. I tillegg til de nødvendige variablene som BvD ID nummer, navn og

bransjekoder, ønsket vi informasjon om omsetning, totale eiendeler, profittmargin, ROE, ROA, EBIT-margin, EBITDA-margin, gjeldsandel og antall ansatte. Gjeldsandel var ikke tilgjengelig i Orbis, men det var tall på selskapers gjeldsgrad. Vi benyttet derfor følgende omregningsformel for å komme fra gjeldsgrad til gjeldsandel (Berk & DeMarzo, 2011):

$$\text{Gjeldsandel} = \frac{\frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}}{1 + \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}}$$

Det er viktig å presisere at vi henter ut regnskapsdata og annen selskapsinformasjon relatert til de to siste årene i forkant av transaksjonen. Det innebærer for eksempel at selskapsinformasjon for kjøpere og oppkjøpsmål i 2009 relaterer seg til årene 2007 og 2008. Bakgrunnen for dette valget er basert på at vi primært ønsker å analysere om selskapenes finansielle situasjon er annerledes i forkant av krisetransaksjoner sammenlignet med ikke-krisetransaksjoner. Et annet poeng er at en eventuell innfasing av et kjøpt selskap ikke vil influere nøkkeltallene vi henter ut i særlig grad da de fleste selskapsspesifikke endringene oppstår etter at kjøpet er foretatt. Det vil også være relevant å se på veksten som selskapet har hatt i forkant av transaksjonen.

Ved å sortere både databasene fra Zephyr og Orbis i alfabetisk rekkefølge på BvD ID numrene kunne vi sette sammen filene for hvert enkelt år. Med dette menes at vi flytter regnskapsverdiene hentet ut i Orbis inn i transaksjonsdatabasen hentet fra Zephyr. Det kan diskuteres hvorvidt en analyse av regnskapsmessige størrelser gir et riktig bilde på situasjonen til den samlede populasjonen av selskaper når man vet at det eksisterer store forskjeller mellom bransjer. Av den grunn har vi funnet det hensiktsmessig å bransjejustere samtlige variabler, slik at vi kan jevne ut deler av de store bransjemessige forskjellene.

Med tanke på at det for hvert transaksjonsår (2005, 2006, 2007 og 2009) eksisterte selskaper fra om lag 300 forskjellige bransjer som hadde foretatt kjøp i det aktuelle tidsrommet, var bransjejusteringen en tidkrevende prosess. Orbis har ekstremt mange selskaper for enkelte bransjer i sine databaser, hvorav mange selskaper ikke har relevant informasjon tilgjengelig. Vi valgte derfor å sette en restriksjon der vi kun så på selskaper med en årlig omsetning på en million dollar. På den måten sikret vi at vi ser på reelle profittmaksimerende selskaper, og ikke selskaper som kun var opprettet av skattemessige årsaker. Men en million dollar i 2005 har ikke samme verdi som en million dollar i 2009. Derfor har vi valgt å inflasjonsjustere tallene basert på basisår 2002 da dette året markerer slutten på forrige nedgangsperiode og

samtidig starten på den sjette fusjonsbølgen. Med basis i år 2002 justerte vi kravet til omsetning opp med den årlige inflasjonen slik at kravet for selskapene i 2009 var vesentlig høyere enn kravet til selskapene i 2002. Tabellen vist i appendiks under punkt 8.1 viser årlig inflasjon og tilhørende krav til omsetning. Basert på selskapsdataene fra de ulike bransjene beregnet vi årlig gjennomsnitt og standardavvik for de relevante variablene knyttet til størrelse, lønnsomhet og soliditet for den enkelte bransje. Vi kunne derfor bransjejustere variablene til de selskapene som hadde foretatt transaksjoner ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Bransjejustert variabel} = \frac{\text{Selskap X' variabel Y} - \text{Bransjens gjennomsnitt variabel Y}}{\text{Bransjens standardavvik variabel Y}}$$

For å beregne bransjejustert vekst måtte vi ta i bruk en annen formel. Årsaken til dette var som nevnt under punkt 4.2.2.4. størrelsen på standardavvikene. Stor spredningen i omsetningen førte til unaturlige høye standardavvik, noe som igjen påvirker analysen. Derfor har vi benyttet medianen, og utarbeidet følgende formel:

$$\text{Bransjejustert vekst i omsetning} = \text{Vekst i selskap X} - \text{Bransjens medianvekst}$$

4.3.6.3. *Datainnsamling for analyse av relaterthet og deskriptiv data*

Til nå har vi kun presentert hvordan vi hentet inn data til den logistiske regresjonsanalysen. I det videre vil vi derfor gå over til å beskrive innhenting av data til den deskriptive analysen og relaterhetsanalysen. Dette var en langt mindre omfattende prosess enn forberedelsene til den logistiske regresjonsanalysen, og vil følgelig ikke bli viet like mye plass. For å forberede den deskriptive analysen og relaterhetsanalysen benyttet vi kun Zephyr. Vi har benyttet de samme restriksjonene som ved innhenting til den logistiske regresjonen, men med ett unntak. I denne analysen ser vi på kjøper og oppkjøpsmål i samme database, mens vi under regresjonsanalysen skilte mellom kjøper og oppkjøpsmål. Begrunnelsen for dette er at vi ønsker å knytte kjøperne sammen med oppkjøpsmålene når vi tester for relaterthet, slik at vi har ett tilhørende oppkjøpsmål til hver kjøper og en kjøper til hvert oppkjøpsmål. På den måten kan vi enkelt sammenligne bransjekodene til kjøper med bransjekodene til oppkjøpsmål. For hvert år mellom 2005-2009 hadde vi følgende kriterier i Zephyr, her eksemplifisert gjennom database for år 2009:

- **Tidsperiode:** 01.01.2009 – 31.12.2009, inkluderer alle annonserte og gjennomførte kjøp.
- **Land:** USA, fokuserer på kjøper og oppkjøpsmål.

- **Prosent av eierandel:** Prosent av initiell eierandel på maksimalt 15 %, og endelig eierandel på minimum 80 %.
- **Type kjøp:** Fusjon eller oppkjøp

I tillegg til disse kriteriene haket vi av for at vi ønsket informasjon om selskapets BvD ID nummer, primær bransjekode for både kjøper og oppkjøpsmål, og transaksjonsverdien ("deal value"). I vår analyse av relaterthet har vi benyttet oss av det nordamerikanske klassifiseringssystemet NAICS 2007 for å få ut bransjekodene. Dette er en standard som i stor grad blir brukt av føderale statistiske byråer for å klassifisere virksomheter på en slik måte at man kan samle, analysere, og publisere statistiske data relatert til den amerikanske økonomien (U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau, U.D.). NAICS 2007 bygger på bransjekoder på to til seks siffer. Vi har primært benyttet fire-siffernivå i våre analyser. Ved videre bearbeidelse i excel var det derfor enkelt å sammenligne bransjekoden for kjøper med bransjekoden for oppkjøpsmål. For videre beskrivelse av analysering i forbindelse med deskriptiv statistikk, relaterthet og logistisk regresjon henviser vi til kapittel 5 for analyse.

4.3.7. Dataanalyse

I denne studien vil vi foreta en kvantitativ dataanalyse, hvor vi ved hjelp av uavhengige variabler ønsker å undersøke deres påvirkning på den avhengige variabelen. Grunnet utformingen av studiens avhengige variabel (dikotom variabel), er logistisk regresjon en fornuftig teknikk å anvende. Logistisk regresjon har et enten eller forhold til variabelen. På den måten vil logistisk regresjon hjelpe oss til å avgjøre om transaksjonen kan betegnes som en krisetransaksjon eller ikke.

Programvaren vi vil bruke er statistikkprogrammet SPSS. Programvaren er en av verdens mest brukte statistiske programvarepakker. SPSS brukes innen dataanalyse, spesielt rettet mot statistisk analyse, presentasjon av data, forskjellige typer beregninger og grafiske fremstillinger. I vår analyse vil vi primært fokusere på bruk av logistisk regresjon, og i de påfølgende avsnittene presenteres teori rundt logistisk regresjon og forutsetningene som må ligge til grunn for å anvende metoden.

4.3.7.1. Logistisk regresjon

Den mest benyttede metoden for å utføre regresjoner er OLS-metoden, som også er kjent under betegnelsen lineær regresjon. OLS-metoden gjør regresjonsestimering ved hjelp av minste kvadraters metode, noe som innebærer at SPSS finner de regresjonskoeffisientene som gir den minste kvadrerte avstanden mellom de observerte og predikerte Y-verdiene. Slik

lineær regresjon omhandler derfor å minimere feilene. I denne masterstudien trenger vi en avhengig variabel (Y variabelen) med kun to verdier for å stadfeste om det er en finanskrisetransaksjon eller ikke. Til det formål fungerer OLS-metoden særdeles dårlig ettersom forutsetningene for lineær regresjon ikke er oppfylt (Eikemo & Clausen, 2007):

- Fravær av linearitet
- Fravær av homoskedastisitet
- Predikerte verdier kan bli liggende utenfor intervallet 0 og 1

Den første forutsetningen går ut på at sammenhengen mellom de uavhengige X-variablene og den avhengige Y-variabelen ikke kan være lineær. Fraværet av homoskedastisitet betyr at det ikke vil eksistere konstant variasjon på residualene. Det tredje bruddet omhandler risikoen for å predikere verdier som ligger utenfor det nødvendige intervallet mellom 0 og 1.

For å håndtere regresjoner der Y-variabelen kun kan anta to verdier, det vil si lik en dummyvariabel, må vi derfor benytte oss av logistisk regresjon. Innenfor logistisk regresjon skiller man mellom *binomisk*, *multinomisk* og *rangert* logistisk regresjon. Binomisk logistisk regresjon har en dikotom avhengig variabel, noe som innebærer at Y-verdien kun kan anta to mulige utfall kodet 0 og 1. Multinomisk logistisk regresjon har en nominalskalert avhengig variabel, hvilket betyr at Y-verdien kan anta tre eller flere kategorier. Rangert logistisk regresjon har ordinalskalert avhengig variabel, noe som betyr at det skal være tre eller flere kategorier på den avhengige Y-variabelen. Disse kategoriene antas å være ordnet og sammenhengen skal være monoton (Christophersen, 2009). I vår utredning er den avhengige variabelen dikotom og den antar verdien 1 eller 0. Vi benytter oss derfor av binomisk logistisk regresjon.

Logistisk regresjon beregner regresjonskoeffisientene i forhold til Maximum Likelihood (sannsynlighetsmaksimering). Mens lineær regresjon minimerer feilene mellom de observerte og predikerte Y-verdiene, maksimerer logistisk regresjon sannsynligheten for at de observerte X- og Y-verdiene opptrer sammen. For å forstå logistisk regresjon er det vanlig å ta utgangspunkt i tre sentrale begreper: *Odds*, *sannsynlighet* og *logit*.

Odds (ϕ) defineres som $\phi = \frac{P}{(1-P)}$, der **P** er sannsynligheten for suksess ($Y = 1$) og **1-P** er sannsynligheten for fiasko ($Y = 0$). Av formelen kan man derfor lese at dersom man har opplevd nøyaktig like mye suksess som fiasko, så vil oddsen bli 1. Det betyr også at dersom **sannsynligheten** for suksess er like stor som sannsynligheten for fiasko, må sannsynligheten

for suksess være 0,5 og oddsen være lik 1. Vi ser også av formelen at dersom sannsynligheten for suksess er større enn 0,5 så vil oddsen være større enn 1. Samtidig viser det at dersom sannsynligheten for suksess er mindre enn 0,5 så vil oddsen være mindre enn 1, men ikke mindre enn 0. Vi kan dermed konkludere med at høy sannsynlighet gir høy odds. Ettersom Y-variabelen kun skal variere mellom 0 og 1 gir den foreløpige formelen for oddsen (ϕ) problemer ved at den kan predikere verdier utenfor intervallet 0 og 1. Det er nettopp her det tredje begrepet **logit** kommer inn i bildet. Vi trenger en matematisk funksjon som gir oss anledning til å predikere sannsynligheter som kan gå nær, men ikke under 0, og som samtidig kan gå nær, men ikke over 1. Logaritmefunksjonen har de nødvendige egenskapene til å oppfylle dette kravet. Ved å ta logaritmen av oddsen (ϕ) får vi en avhengig variabel som kan gå fra minus uendelig til pluss uendelig. Det innebærer at vi alltid vil få en sannsynlighet for suksess som varierer mellom 0 og 1 uten at vi legger noen begrensninger på regresjonsligningens koeffisientverdier (Eikemo & Clausen, 2007). Vi har dermed omformet en lineær funksjon for oddsen til en logaritmisk funksjon, som kan illustreres slik dersom vi benytter L fremfor Y som symbol på avhengig variabel:

$$L = \ln \left[\frac{P}{(1-P)} \right] = \ln \phi$$

I logistisk regresjon er det logiten som er avhengig variabel. Med logiten menes logaritmen til oddsen for suksess ($Y = 1$). Den logistiske regresjonsligningen kan formuleres slik:

$$L = \ln \left[\frac{P}{(1-P)} \right] = \ln \phi = \beta_0 + \beta_1 X_1$$

Fra lineær regresjon er vi kjent med at man beregner hvor mye Y-variabelen endrer seg ved en enhets endring i X-variabelen. Tolkningen av den logistiske koeffisienten kan beskrives som endringen i logiten som følge av én enhets endring på den uavhengige X-variabelen, altså hvor mye logaritmen til oddsen for suksess endrer seg ved én enhets endring i X-variabelen. På tross av at logiten (L) i prinsippet kan oppnå uendelig store negative og positive verdier, vil aldri sannsynligheten (P) havne utenfor intervallet mellom 0 og 1. Dersom L er veldig stor, vil P ligge nær 1, mens det motsatte er tilfelle ved liten L. Ved hjelp av grunntallet e ($\approx 2,718$) kan verdien på logiten omgjøres til odds. Det skyldes at grunntallet e er den inverse til logaritmen. Omgjøringen fra logit til odds kan illustreres slik (Eikemo & Clausen, 2007):

$$\ln(\phi) = L \rightarrow \phi = e^L \rightarrow P = \frac{1}{(1+e^{-L})}$$

I logistisk regresjon finner man modellens forklaringskraft gjennom Nagelkerke R^2 og Cox & Snell. Disse koeffisientene viser endringer i likelihood. De er parallelle til, men ikke identiske med forklaringsgrader i lineær regresjon (Hammervold, 2012). Forklaringsgradene her kan altså ikke tolkes på samme måte som i vanlig regresjon. Dette er to pseudo R^2 forklaringsvariabler. Tanken bak disse målene er at man kan trekke en parallell mellom varians i vanlig regresjonsanalyse og $-2LL$ i logistisk regresjon. Men denne parallellen er ikke åpenbar, derfor bør ikke disse målene tillegges særlig stor vekt (Eikemo & Clausen, 2007).

Nagelkerke R^2 varierer mellom 0 og 1 akkurat som den mer kjente R^2 fra lineær regresjon. På samme måte som ved lineær regresjon har modellen økt forklaringsgrad ved økt nivå på Nagelkerke R^2 . Imidlertid regnes ikke Nagelkerke R^2 som et like pålitelig mål som R^2 og den kan derfor ikke brukes på samme måte som R^2 til å konkludere om modellen er bra. En annen metode er derfor å fokusere på kji-kvadrat verdien til modellen. Kji-kvadrat verdien er differansen mellom $-2 \text{ Log likelihood}$ -verdier, for henholdsvis en modell uten uavhengige variabler og en modell med uavhengige variabler. En reduksjon i kji-kvadrat verdi indikerer forbedring i modellen (Hammervold, 2012). I vår avhandling velger vi likevel å presentere Nagelkerke R^2 og Cox & Snell for å gi en indikasjon på modellens forklaringskraft.

4.3.7.2. Forutsetninger for bruk av logistisk regresjon

Ved gjennomførelse av de fleste regresjonsanalyser, må bestemte forutsetninger være oppfylt. I de tilfeller hvor forutsetningene ikke er til stedet, kan resultatene bli ufullstendige.

4.3.7.2.1. Fravær av multikollinearitet

Det første kravet som presenteres er fravær av multikollinearitet. Multikollinearitet betyr korrelasjon mellom X-variabler. Med andre ord betyr dette at tendens til multikollinearitet finner sted når en uavhengig variabel korrelerer med en lineær kombinasjon av to eller flere av de øvrige, uavhengige variablene (Christophersen, 2009). Når dette problemet er stort, blir det vanskelig å skille variablenes effekter fra hverandre (Eikemo & Clausen, 2007). I tillegg vil sterk tendens til multikollinearitet påvirke standardfeilen til regresjonskoeffisientene (Christophersen, 2009). Totalt sett kan dette føre til at estimatene blir upresise og signifikansverdiene store, og det blir vanskelig å påvise signifikante effekter. Problemet finner sted når vi har samspillsledd eller kvadratledd. Bakgrunnen for problemet baserer seg på at samspills- og kvadratleddene korrelerer med hverandre, nettopp fordi de er konstruert med utgangspunkt i variabler som allerede befinner seg i modellen (Eikemo & Clausen, 2007).

Multikollinearitet kan oppdages ved bruk av ulike tester. Den første testen er **Pearsons korrelasjonstest**. Gjennom denne testen tester man om noen variabler korrelerer med hverandre. Høy korrelasjon betyr at to variabler måler tilnærmet det samme. For å oppnå best mulig resultater, kan det derfor være nødvendig å fjerne noen av variablene. Rent numerisk er Pearsons koeffisient representert på samme måte som en korrelasjonskoeffisient som brukes i lineær regresjon, det vil si fra -1 til +1. En verdi på 1 er resultatet av en perfekt positiv korrelasjon mellom to eller flere variabler. Omvendt, representerer en verdi på -1 et perfekt negativt forhold. Hvilken grense man bør sette på verdien mellom -1 til +1 kan diskuteres. Problemet kan oppstå dersom korrelasjonen er fra 0,4 og oppover. Likevel argumenteres det i teorien at verdier fra 0,8 (Eikemo & Clausen, 2007) bør vurderes nærmere. Vi har derfor valgt å sette 0,8 som vår grense for hva som er et akseptabelt nivå for korrelasjon mellom variabler.

Multikollinearitet kan også påvises gjennom analyse av koeffisientene **toleranse** og **variansinflasjon**. I *toleransetesten* benyttes "tolerance" som det statistiske målet på multikollinearitet. Toleransen viser hvor mye variasjon som er unik i en variabel, det vil si variasjon som den ikke deler med andre variabler (Eikemo & Clausen, 2007). Slik som ved Pearsons korrelasjonstest, kan det være vanskelig å sette grenser på hva som er en akseptabel toleranseverdi. Ved bruk av toleransetesten finner multikollinearitet sted når toleranseverdien $= (1-R_u^2) < 0,20$. Dette betyr at 0 gir perfekt multikollinearitet. Konsekvensen vil være at signifikansverdiene blir mangelfulle for substansen, all den tid samme fenomen finnes i flere variabler. Koeffisienten til *variensinflasjon* indikerer hvor mye variansen til regresjonens koeffisient øker når korrelasjonen øker. I variansinflasjonstesten indikerer VIF hvor mye variansen til $\hat{\beta}$ øker fra $R_u = 0$ til aktuell verdi for R_u (Christophersen, 2009). Ved denne analysen er det vanlig å trekke grenser ved $VIF = 1/(1-R_u^2) > 5$. Dette betyr med andre ord at multikollinearitet foreligger når $VIF > 5$ (Christophersen, 2009). Siden Toleranse = $1/VIF$, er det nok å undersøke en av koeffisientene når man vurderer multikollinearitet.

4.3.7.2.2. Diskrimineringsproblem

Det andre kravet som presenteres er at det ikke skal være et diskrimineringsproblem. Diskriminering betyr at vi har et ugunstig sammenfall mellom bestemte X-verdier og Y-verdier. Problemet oppstår kun ved kategoriske X-variabler. Kategoriske variabler har verdier som beskriver en karakteristikk, for eksempel fargen på en ball (Stat Trek Teach yourself statistics, 2012). Dette fører til at kategoriske variabler i de fleste tilfeller er kvalitative variabler og de blir representert med en ikke-numerisk verdi. I vårt datasett har vi kun

kvantitative variabler som er numeriske. De representerer en målbar mengde. Vi ser derfor bort i fra problemet med diskriminering i vår oppgave.

4.3.7.2.3. Ikke-linearitet i parameterne

I både logistisk regresjon og lineær regresjon er funksjonene i utgangspunktet lineære. Denne lineariteten baserer seg på at utgangspunktet skal være praktisk å jobbe ut i fra (Eikemo & Clausen, 2007). Enkelte ganger kan vi oppleve at endringshastigheten i Y ikke er den samme som i X. I slike tilfeller er det viktig at modellen tilpasses. Det er derfor viktig å bli klar over potensiell kurvelinearitet i logiten, slik at vi kan unngå at estimatene blir skjeve.

4.3.7.2.4. Fravær av innflytelsesrike enheter

En enhet er innflytelsesrik dersom dens utelatelse endrer regresjonsresultatene substansielt (Eikemo & Clausen, 2007). Disse enhetene har fått tilnavnet ”uteliggere”, og de kan påvirke utregningen av parameterne, standardfeilen, determinasjonskoeffisienten R^2 og testobservatorene. Det finnes tre metoder man kan benytte for å oppdage innflytelsesrike enheter. Disse tre metodene er *leverage* som ser etter merkelige kombinasjoner av verdier på ulike variabler, *DfBetas* som oppgir hver enkelt enhets innflytelse på hver enkelt variabel, og *Cook's D* som ser på enhetenes innflytelse på hele modellen (Eikemo & Clausen, 2007).

4.4. Validitet og reliabilitet

Når vi skal vurdere kvaliteten av studiens metodiske valg og funn, har vi valgt å vurdere validitet og reliabilitet. Validitet betyr hvorvidt dataene er gyldige og gir troverdig informasjon, og den deles i intern og ekstern. Reliabilitet handler om i hvilken grad resultatene er pålitelige, og den vurderer de valgene som er gjort i selve forskningsprosessen. Ved diskusjon av validitet og reliabilitet, er det viktig å huske at høy reliabilitet garanterer ikke høy validitet. Derimot forutsetter høy validitet at det foreligger høy reliabilitet (Espedal, 2011a).

4.4.1. Intern validitet

Intern validitet handler om i hvilken grad resultatene er gyldige for det utvalget og det fenomenet som er undersøkt. Med dette menes den kausale fortolkningen av dataene og variablene som benyttes. I vår studie brukes en rekke variabler som forklaringsvariabler på om transaksjonen er en krisetransaksjon eller ikke. Vi må derfor vurdere om en uavhengig variabel kan påvirke den avhengige variabelen eller om andre faktorer kan spille inn.

Vår studie baserer seg på sekundærdata produsert av Bureau van Dijk. Disse databasene inneholder pålitelig informasjon, noe som øker validiteten til vår studie. Nettopp bruk av sekundærdata kan påvirke validiteten i negativ forstand, dersom det innsamlede materialet ikke kan anvendes direkte på problemstillingen. Her velger vi likevel å argumentere for at sekundærdataene som benyttes ikke påvirker validiteten nevneverdig. Variablene som vi bruker er godt utarbeidet i databasene. Det finnes likevel faktorer som vi ikke rår over som kan påvirke. Dette kan være manipulasjon av data. Vi benytter finansielle nøkkeltall, og av ulike grunner kan bedrifter velge å gi ukorrekt informasjon. Dette vil i så hende påvirke våre resultater, og vi vil dessverre ikke ha kontroll over hvorvidt slikt finner sted.

I analysen benyttes en rekke variabler. Det er derfor nødvendig å foreta en analyse av korrelasjon. Målet med en slik analyse er å vurdere om de uavhengige variablene opptrer uavhengig av hverandre, eller om det foreligger korrelasjon som kan påvirke resultatene (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). For å sikre at ingen av våre variabler korrelerer med hverandre, har vi foretatt en korrelasjonsanalyse. I denne analysen ble vi klar over hvilke variabler som korrelerte med hverandre, og som dermed målte det samme. Vi har derfor vært svært påpasselige på hvilke variabler vi har inkludert i den logistiske regresjonen.

Et annet moment gjelder de inkluderte variablene. Vi har begrenset oss til å se på fem hovedvariabler. Disse fem hovedvariablene behøver ikke alene å være de som gjør seg gjeldene. Mangel på tid til å teste for flere variabler gjør at det alltid vil være noe usikkerhet tilknyttet hvorvidt andre variabler ville økt modellens forklaringskraft. Vi har i samarbeid med veileder og ved vurdering av teori kommet frem til de variablene som benyttes. Selvsagt utgjør variablene en potensiell trussel for intern validitet, da andre variabler kunne vært gode forklaringsindikatorer. Likevel mener vi at våre variabler vil gi en god indikasjon på hvorvidt transaksjonen kan betegnes som en krisetransaksjon eller ikke. Vi avslutter dermed med å argumentere for at variablene som brukes er fornuftige og gir en god modell.

4.4.2. Ekstern validitet

Ekstern validitet tar utgangspunkt i om studien kan generaliseres, det vil si i hvilken grad resultatene kan overføres til andre utvalg og situasjoner (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). Finanskrisen anno 2008 vil ha sine unike karakteristika, men likevel vil den også ha noen fellestrekk med både tidligere og eventuelle fremtidige finanskriser. I vår analyse har vi fokusert på hvordan finanskrisen har påvirket det amerikanske markedet for selskapskontroll. I analysen har vi forutsatt at enten kjøper eller oppkjøpsmål er amerikansk. Effekten

finanskrisen har hatt på markedet for selskapskontroll vil variere fra land til land, og fra bedrift til bedrift. Dette fører til at man skal være forsiktig med å overføre våre funn direkte til andre markeder.

Den eksterne validiteten forsterkes ytterligere ved at vi har foretatt undersøkelser av en hel populasjon. Men vi vil påpeke at tallmaterialet til tider var noe ufullstendig. En rekke av selskapene hadde kun oppgitt deler av informasjonen som vi ønsket. Spesielt var dette et problem i de tilfeller hvor selskapene ikke var børsnotert. Av den grunn baserer deler av våre analyser seg på et mindre utvalg. Til tross for at utvalgene er mindre enn det vi skulle ønske, vil vi likevel argumentere for at utvalgene er representative og kan brukes i analysen.

4.4.3. Reliabilitet

Reliabilitet ved bruk av kvantitativ metode tar utgangspunkt i om studien kan reproduseres (Espedal, 2011a). Med dette menes konsistens i forbindelse med datainnsamlingsteknikkene. Det sentrale ved reliabilitet er om de teknikker som brukes vil gi konsistente funn gitt at forskningen gjentas på et senere tidspunkt eller utføres av andre (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009). For å sikre at dette i størst mulig grad skal være opprettholdt, har vi detaljert beskrevet våre restriksjoner, vår fremgangsmåte for innsamling og analyse av data. I vår utredningen benytter vi historiske data, noe som fører til at like funn inntreffer ved bruk av samme restriksjoner og databaser. Vi vil likevel tillegge at det kan være svakheter ved å benytte sekundærdata, grunnet at informasjonen ikke behøver å være samlet inn på en pålitelig måte. Men vi velger å argumentere for at denne svakheten ikke er særlig gjeldende, nettopp fordi databasene kommer fra seriøse aktører. Bruk av sekundærdata var avgjørende for å kunne besvare vår problemstilling. Grunnet tids- og ressursmessige begrensninger var innsamling av primærdata ikke mulig i denne utredningen. Videre er det viktig at utredningen er fri for personlige meninger (Espedal, 2011a). Dette har vi sikret gjennom at alle våre standpunkter i analysen er underbygget ved bruk av tallmaterialet og statistiske beviser.

4.5. Forskningsetikk

Forskningsetikk handler om i hvilken grad vår atferd og de valg vi foretar oss som forskere oppfattes som passende (Pedersen, 2011). All den tid vår studie baserer seg på tallmaterialet fra databaser, vil vi ikke være bundet til krav om sensitivitet slik som ved intervju i kvalitativ metode. Uavhengig av dette har vi vært påpasselige med de valg vi har foretatt oss. Fra et etisk ståsted har vi vært nøye med å sikre at tilpasning av datamaterialet ikke har funnet sted, sikre et representativt utvalg og at ingen resultater tilpasses til mer ”ønskede” funn.

5. ANALYSE AV DATA OG DRØFTING AV RESULTATER

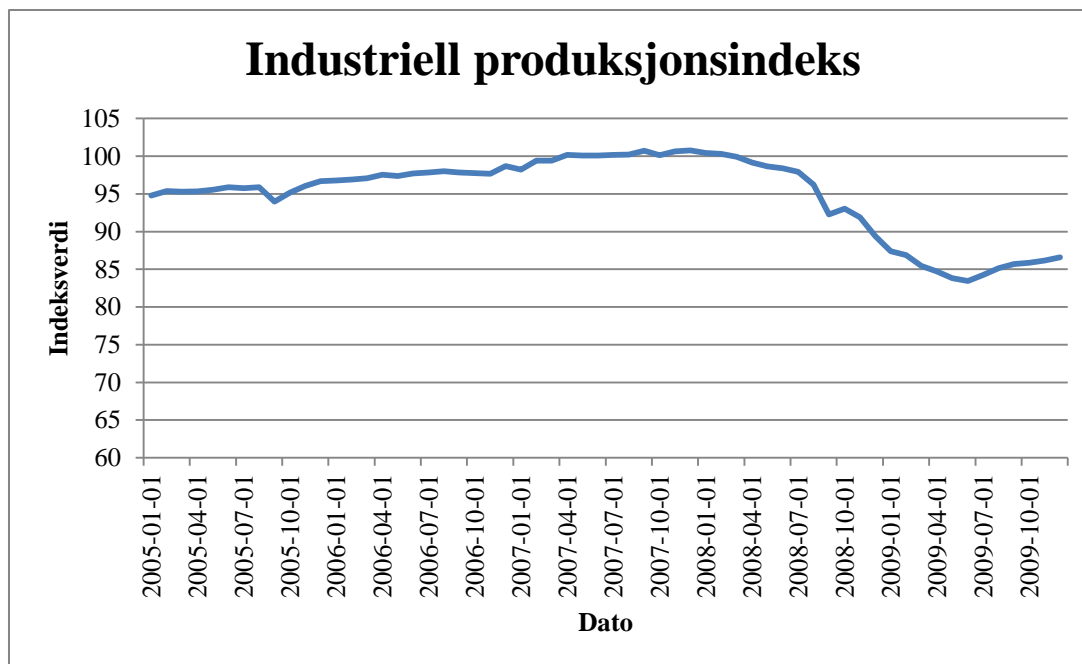
5.1. Datering av finanskrisen

Vi ønsker å begynne vår analysedel ved og tidfeste starttidspunktet for finanskrisen i USA. Utgangspunktet vårt er markedet for selskapskontroll og i den forbindelse vil vi fokusere på å identifisere tidspunktet for når det er realistisk å tro at dette markedet ble influert av finanskrisen. Bakgrunnen for dette er at vi ønsker å finne et tydelig skille på hva vi kan definere som krisetransaksjoner og hva som kan defineres som transaksjoner før krisen.

For å kunne konkludere med at vi har med en nedgangskonjunktur i form av en finanskrisen å gjøre må det kunne tallfestes en kraftig nedgang spredt over hele økonomien med varighet på over et par måneder. Normalt skal denne nedgangen være synlig i produksjon, sysselsetting, realinntekt og andre relevante indikatorer. Som et naturlig utgangspunkt for en slik analyse har vi benyttet fire såkalte nøkkelindikatorer for tidfesting av konjunktursykler (Business Cycle Dating Committee, 2008):

1. Industriell produksjon
2. Realinntekt
3. Sysselsetting
4. Real detaljistomsetning

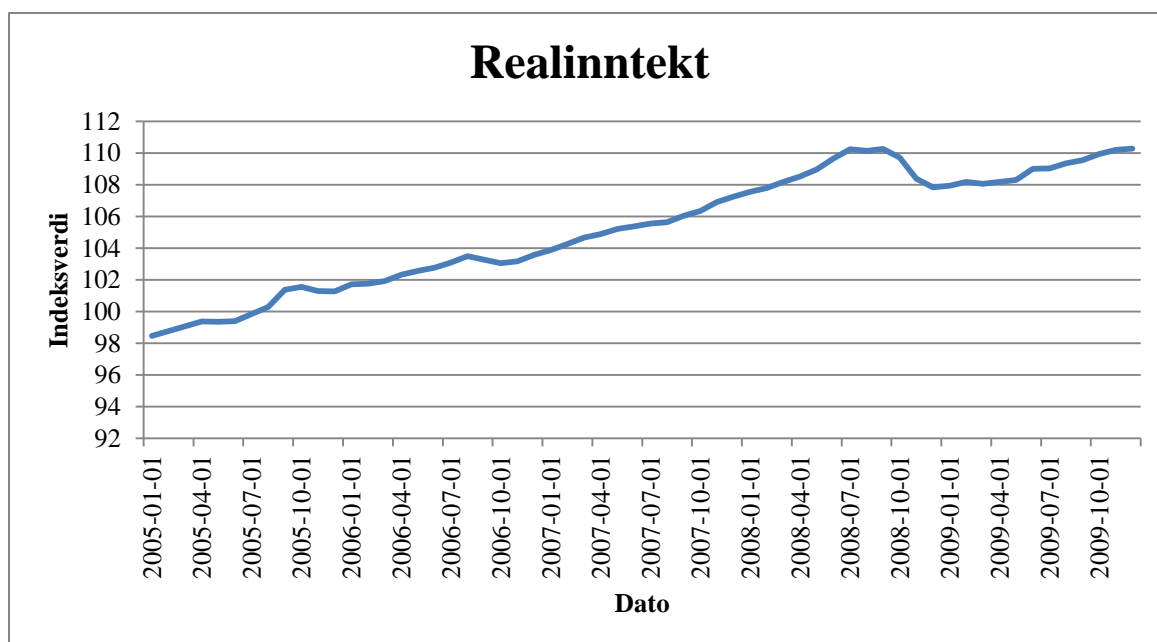
Indeksen for **industriell produksjon** er den eldste av de fire indikatorene med sin opprinnelse fra 1919. Dette målet er basert på månedlig produksjonsvolum av varer produsert av industribedrifter som fabrikker, gruver og forsyningsverk. Alt som kan kategoriseres som tjenester eller produksjon fra staten er ekskludert i denne indeksen. Det som gjør indeksen til en viktig indikator er at den har sterk korrelasjon med konjunkturbildet generelt. Det innebærer at endringer i industriell produksjon reflekteres av endringer i den overordnede økonomiske aktiviteten, som gjerne er representert ved bruttonasjonalprodukt. Figur 5 gir et bilde av hvordan indeksen for industriell produksjon har endret seg i løpet av årene 2005-2009.



Figur 5: Industriell produksjonsindeks (FRED Economic data, 2012a)

Som vi ser av Figur 5 hadde industriell produksjon sitt toppunkt i januar 2008. Frem til mai samme år opplevde indeksen en liten nedgang, men det kraftigste fallet kom i perioden juli til september 2008. I oktober 2008 steg faktisk indeksen noe, men dette skyldtes i all hovedsak gjenopptakelse av oljevirkosomhet som hadde vært satt ut av spill grunnet orkaner i de foregående månedene (Business Cycle Dating Committee, 2008). Basert på figuren kan vi dermed anslå at nedgangskonjunktoren startet tidlig i år 2008, samtidig velger vi å vektlegge at det var først utpå sensommeren 2008 at nedgangen virkelig tok av.

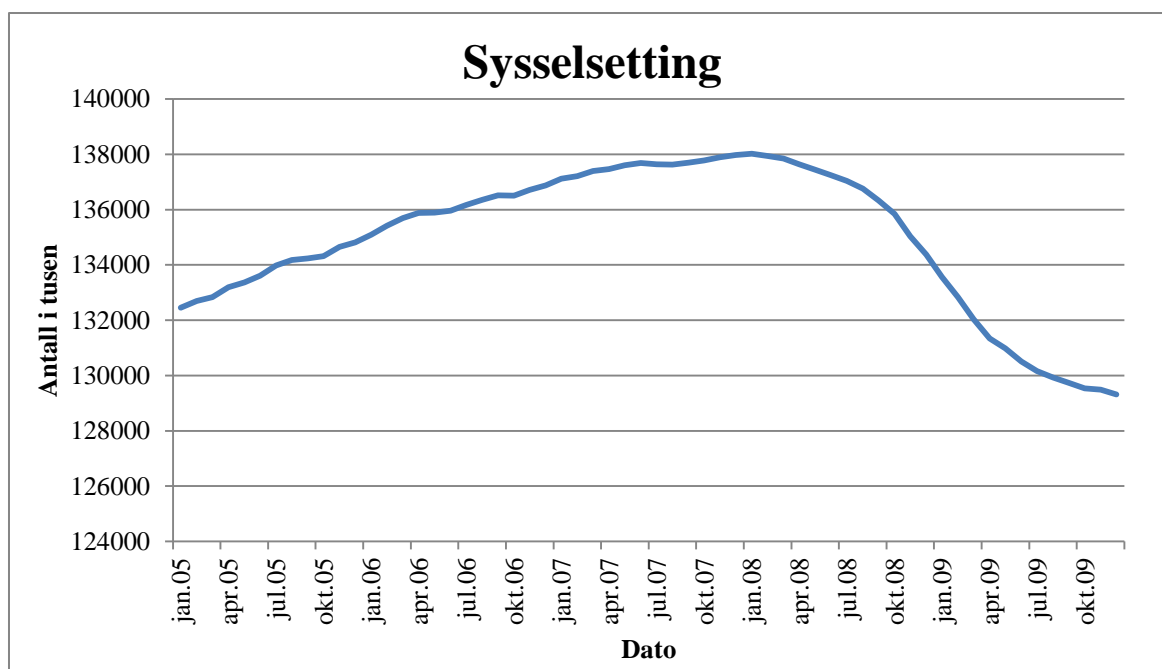
Den andre indikatoren vi har fokusert på er **realinntekt**. Det er her vanlig å benytte realinntekt fratrukket overføringer til staten som skatteutgifter og sosiale kostnader som et mål på output eller ytelsesevne. Målet er en viktig indikator på hva som skapes av verdi hvis man ser kun på innland. I Figur 6 illustreres utviklingen i realinntekt i perioden 2005-2009.



Figur 6: Realinntekt (FRED Economic data, 2012b)

Som vi ser av Figur 6 har realinntekten steget jevnt frem til juli 2008. Toppunktet ble nådd i september 2008, men indeksen viser et sterkt fall over de neste månedene. Realinntekten som indikator gir dermed signal om at krisen slo ut sent på sommeren 2008.

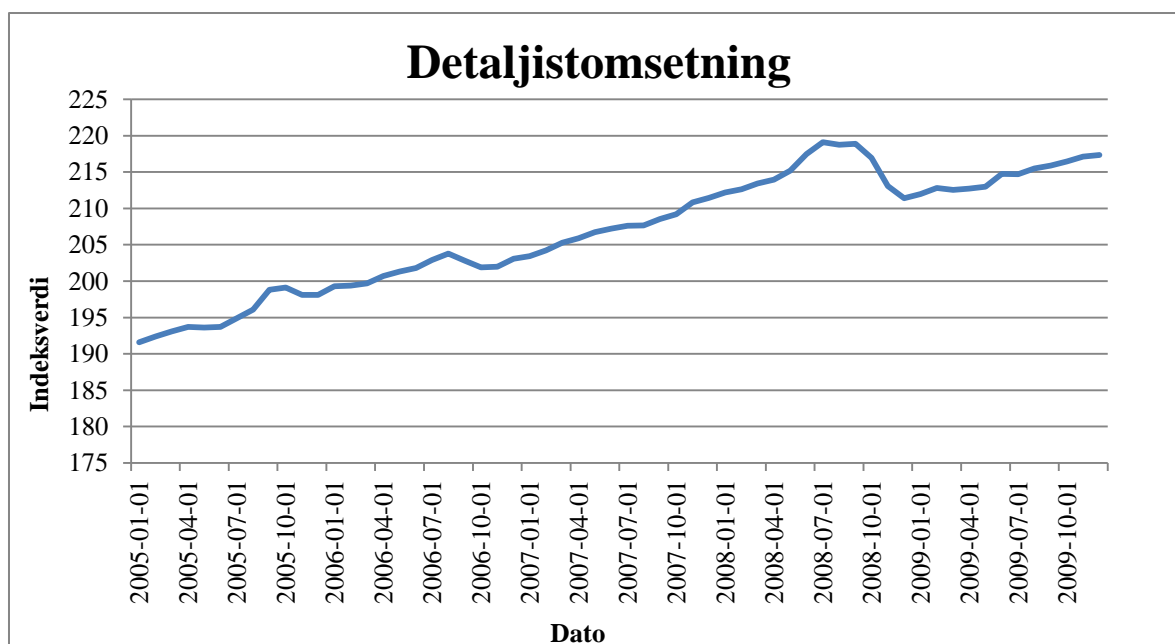
Den tredje indikatoren vi har valgt å kikke på er **sysselsetting**. Denne indikatoren skal representere det totale antallet av amerikanske lønsmottakere for alle bransjer bortsett fra statsansatte, hjemmearbeidere, ansatte i ikke-profittmaksimerende selskaper og bønder. Indikatoren representerer derfor om lag 80 % av alle yrkesaktive amerikanere og har til hovedhensikt å gi et mål på den nåværende økonomiske situasjonen, samt predikere fremtidige nivåer på økonomisk aktivitet. Figur 7 viser hvordan denne indikatoren har utviklet seg fra 2005-2009.



Figur 7: Sysselsetting (NBER, 2012a)

Figur 7 viser at sysselsettingen i USA nådde sitt toppunkt i januar 2008 og falt i et økende tempo utover samme år. En årsak til at denne indikatoren gir et så tidlig signal på konjunkturedgang kan skyldes sysselsettingens egenskap som en predikerende indikator. Basert på sysselsetting kan finanskrisen anslås å begynne tidlig i 2008.

Den fjerde indikatoren vi ønsker å analysere er en indeks for **detaljstomsetning**. Detaljister er selskaper som er involvert i salg av sluttprodukter til kunder og kan være alt fra store selskaper som Wal-Mart til uavhengige, små selskaper. Både økonomer og investorer følger nøye med på denne indikatoren som regnes som den beste til å indikere det generelle prisnivået. Detaljistomsetning er også ansett som en indikator som korrelerer godt med konjunktoren generelt. Figur 8 illustrerer hvordan detaljistomsetningen har endret seg over perioden 2005-2009.



Figur 8: Detaljstomsetning (NBER, 2012b)

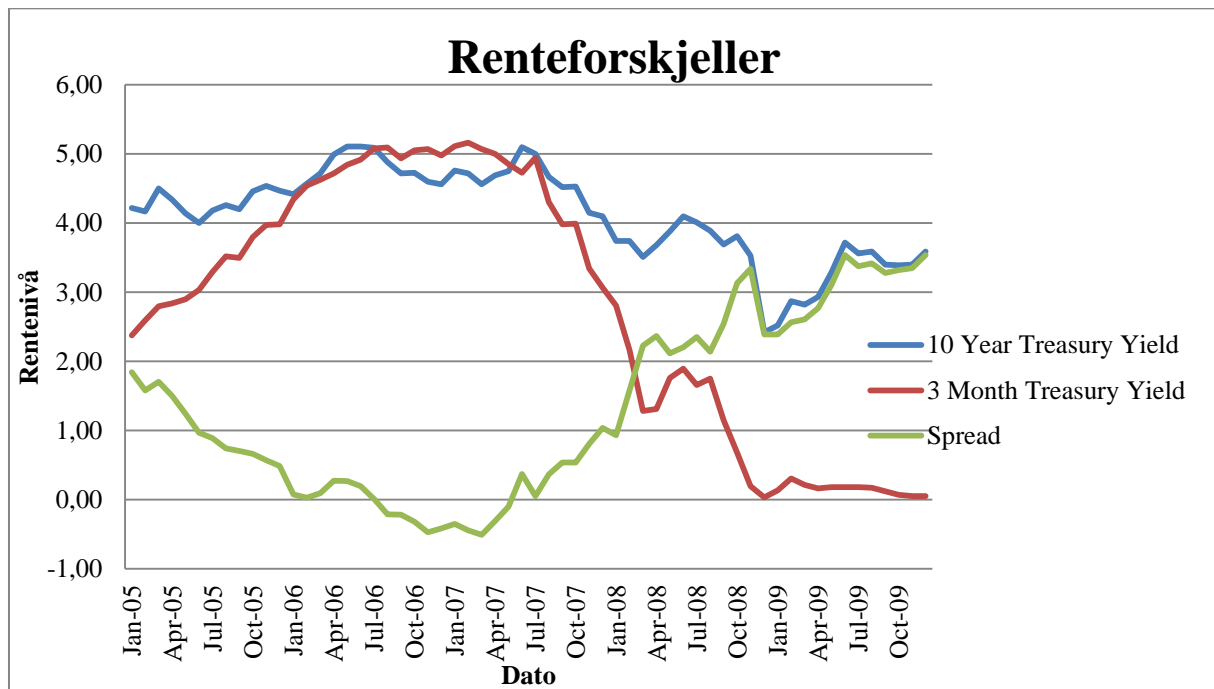
Av Figur 8 ser vi at indeksen for detaljstomsetning hadde sitt toppunkt i juli 2008, og at dette nivået har holdt seg stabilt frem til september samme år. Etter september raste nivået kraftig frem til bunnoteringen i desember 2008. Denne indikatoren peker i retning mot at finanskrisen startet sensommer 2008.

Vi har til nå fokusert på generelle nøkkelindikatorer som viser hvordan økonomien i USA som helhet ble rammet av finanskrisen. De indikatorene vi har sett på til nå varierer til en viss grad i når de daterer endelig finanskrisen. Mens enkelte nøkkelindikatorer har signalisert første kvartal 2008 som starttidspunkt, har andre funn tydet på at krisen først inntraff i tredje kvartal. For å komme litt nærmere en konklusjon på når markedet for selskapskontroll for alvor ble truffet av finanskrisen, har vi valgt å se på ytterligere to indikatorer. Den første indikatoren er **”Spread”**, eller differansen mellom lang og kort rente. Lang rente er her definert som 10-års Treasury yield, mens kort rente er 3-måneders Treasury yield. Fokuset på rentekurven som en indikator på finanskrisen er interessant av to grunner (Estrella & Mishkin, 1996):

1. Dagens eller den aktuelle periodens pengepolitikk har stor innflytelse på differansen mellom korte og lange renter, og dermed også på den økonomiske aktiviteten for de kommende periodene. En økning i den korte renten fører normalt til en utflating av den lange renten og videre til et lavere aktivitetsnivå i den amerikanske økonomien.
2. Den lange renten styres også av forventninger i markedet. Disse forventningene er knyttet til fremtidig nivå på realrente og fremtidig nivå på inflasjon. Det betyr at

dersom den lange renten går ned kan det tyde på at markedet forventer økte korte renter og lavere vekst de neste kvartalene. Rentekurven og ”Spreaden” har opp gjennom historien vist seg å ha en sterk evne til å forutse kommende kriser og betegnes derfor som en ledende indikator. I henhold til historien kan den predikere en krise fire til seks kvartaler i forveien.

Figur 9 viser hvordan de lange og korte rentene har utviklet seg i perioden 2005-2009.

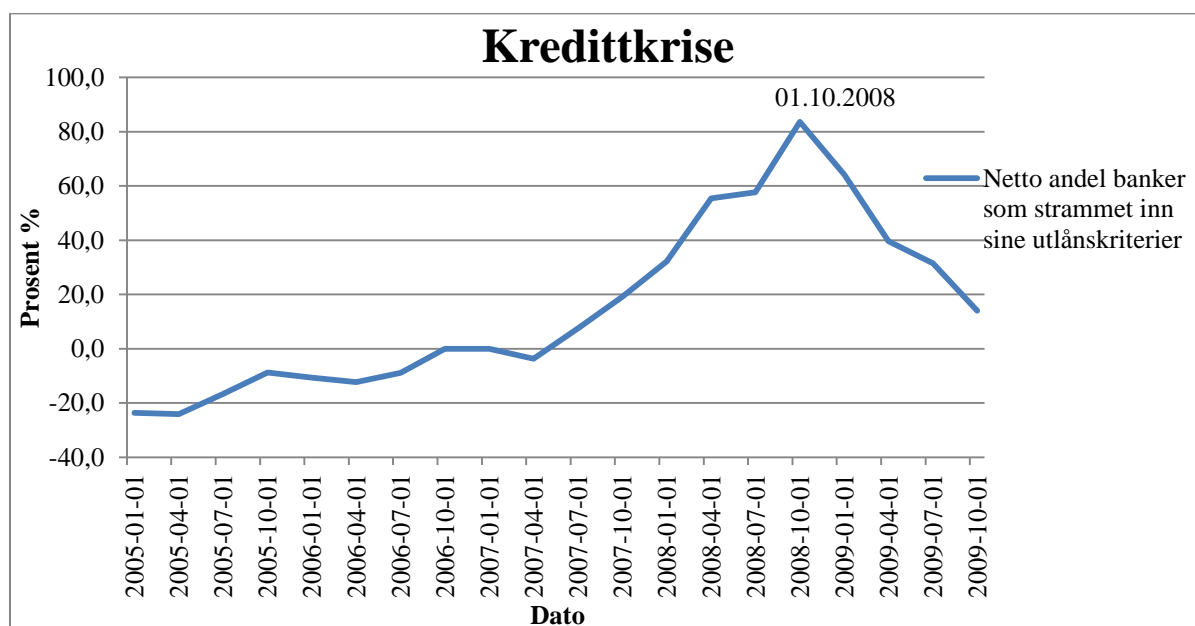


Figur 9: Renteforskjeller (Klovland, 2011)

Av Figur 9 ser vi at den korte renten ligger på et nivå litt over 2 % ved inngangen til år 2005. Fra avsnitt 2.5.2. om opptakten til finanskrisen husker vi at sentralbankene i USA og andre vestlige land hadde holdt styringsrenten kunstig lav helt siden tidlig 2000-tallet. Det er derfor ikke unaturlig at den korte renten måtte stige en del for å bremse den potensielle trusselen fra høy vekst og økt inflasjon i USA. Dette ser vi uttrykt gjennom den røde kurven for 3-måneders renten som stiger fra om lag 2 % i 2005 til over 5 % i 2007. Den lange renten, som er svært forventningsdrevet, stiger svakt i samme periode fra litt i overkant av 4 % til litt i underkant av 5 %. Forventningene til fortsatt vekst i markedet holder seg relativt stabil frem til slutten av år 2007. ”Spreaden” blir gradvis mindre i løpet av 2006 og i årsskiftet 2006/2007 er den negativ. En negativ ”spread” vil si at den korte renten er lengre enn den lange, og man betegner det gjerne med at rentekurven er invertert. Siden 1960-tallet har en invertert rentekurve klart å fange opp samtlige nedgangskonjunkturer (Federal Reserve Bank of New

York, U.D.). Med tanke på at ”spread” anses som en ledende indikator med ledetid på opp mot 6 kvartaler er det ikke unaturlig at vi ser en invertert rentekurve allerede i 2006. Den blå kurven til den lange 10-års renten begynner å falle sent på sommeren 2007. Investorer aner uro på finansmarkedet og forventningene til fremtidig vekst har en klar fallende tendens utover år 2007. Parallelt med at amerikanske myndigheter og sentralbanken forsøker å styrke tilliten til vekstforventningene ved å senke den korte renten fortsetter den lange renten å falle. Den bratteste nedgangen i den lange renten oppstår sent på høsten i 2008 like etter kollapsen til Lehman Brothers.

Den siste og trolig mest relevante indikatoren for finanskrisens inntog på markedet for selskapskontroll er **målet på tilbudet og etterspørselen av store bankers nærings- og industriutlån**. Denne indikatoren baserer seg på en undersøkelse som leveres til de største amerikanske bankene fire ganger i året og den omhandler spørsmål knyttet til opplevde endringer i selskapers etterspørsel etter lån, egen villighet til å gi ut lån, samt ønske om å utvide kunde og utlånsporteføljen. Undersøkelsen er utarbeidet av ”The Board of Governors of the Federal Reserve System” med den hensikt å tilegne seg verdifull innsikt om kredittmarkedet og utviklingen i banktjenester. Denne innsikten regnes som særdeles viktig for utarbeidelsen av den amerikanske pengepolitikken (The Federal Reserve Board, 2010). Undersøkelsen gir dermed også et godt bilde på når det ble tøffere for selskaper i USA å skaffe seg kreditt, noe som utvilsomt har influert markedet for selskapskontroll. I Figur 10 kan man lese utviklingen i bankenes innstramminger ovenfor selskapene.



Figur 10: Kredittkrise - Netto andel banker som strammet inn sine utlånskriterier (The Federal Reserve Board, 2010)

Fra Figur 10 ser vi at andelen banker som strammet inn sine standarder for utlån økte fra siste halvdel av år 2007. Toppunktet ble nådd 1. oktober 2010, der over 80 % av alle spurte banker meldte at de strammet inn sine utlånskriterier relativt til forrige periode. Den aktuelle undersøkelsen for oktober 2010 markerte samtidig den første undersøkelsen etter kollapsen til finansgiganten Lehman Brothers, noe vi anser som en avgjørende faktor.

Basert på ovenstående analyse av nøkkelindikatorer mener vi at markedet for selskapskontroll ble influert av finanskrisen i deler av 2008. Vi anslår at det avgjørende utslaget oppstod som et resultat av kollapsen til Lehman Brothers den 15. september 2008. Vi velger dermed å sette dette til startdato for finanskrisen når fokuset er på markedet for selskapskontroll. Hovedformålet med denne analysen var å utarbeide et tydelig skille på hva som kan betegnes som en krisetransaksjon og hva som ikke er det. Med bakgrunn i begrunnelsen over konkluderer vi derfor med at år 2008 er et såkalt blandingsår med innslag av både krise og ikke krisetransaksjoner. Det er derfor rasjonelt å unngå og ta med transaksjoner foretatt i år 2008 for den videre analysen.

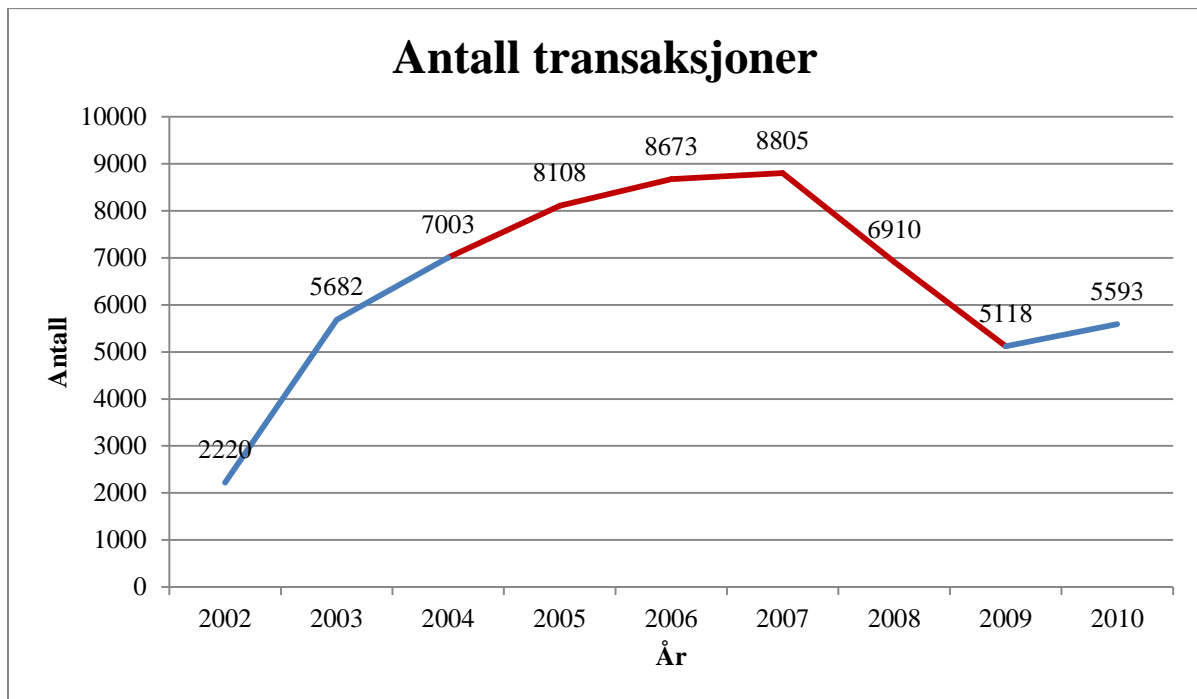
5.2. Deskriptiv statistikk

I denne delen av analysen ønsker vi å se på antall transaksjoner, gjennomsnittlig-, median og aggregert nivå på transaksjonsverdi for den relevante perioden fra 2005 til 2009. Alle transaksjonsverdier er justert til 2002-nivå slik at sammenligningsgrunnlaget skal være best mulig. Prisjusteringen er basert på årlige amerikanske inflasjonstall som man finner en oversikt over i appendiks under punkt 8.1. Vi vil også se på hvilke bransjer det er mest aktivitet i gjennom perioden.

5.2.1. Antall transaksjoner

For å sette antall transaksjoner inn i en litt større sammenheng har vi valgt å se på årlig transaksjonsnivå helt tilbake til år 2002. Som man ser fra Figur 11 ble markedet for selskapskontroll i år 2002 kraftig berørt av dotcomboblen som sprakk tidlig på 2000-tallet og det var kun 2220 transaksjoner i dette året. Siden år 2002 ser vi at antall transaksjoner steg frem til og med år 2007. Den røde delen av grafen markerer den relevante tidsperioden mellom 2005 og 2009. Vi ser her at toppen i antall transaksjoner ble nådd i 2007 på 8805 transaksjoner. Antallet transaksjoner går ned i 2008 og når sitt bunnivå i 2009 med 5118 transaksjoner. I 2008 ser vi en nedgang på om lag 21,5 % i antall transaksjoner i forhold til året før, mens nedgangen er på hele 26 % i 2009. Hovedforklaringen på dette er trolig utviklingen i tilgang på kapital som nærmest tørket opp mot slutten av år 2008. Resultatet

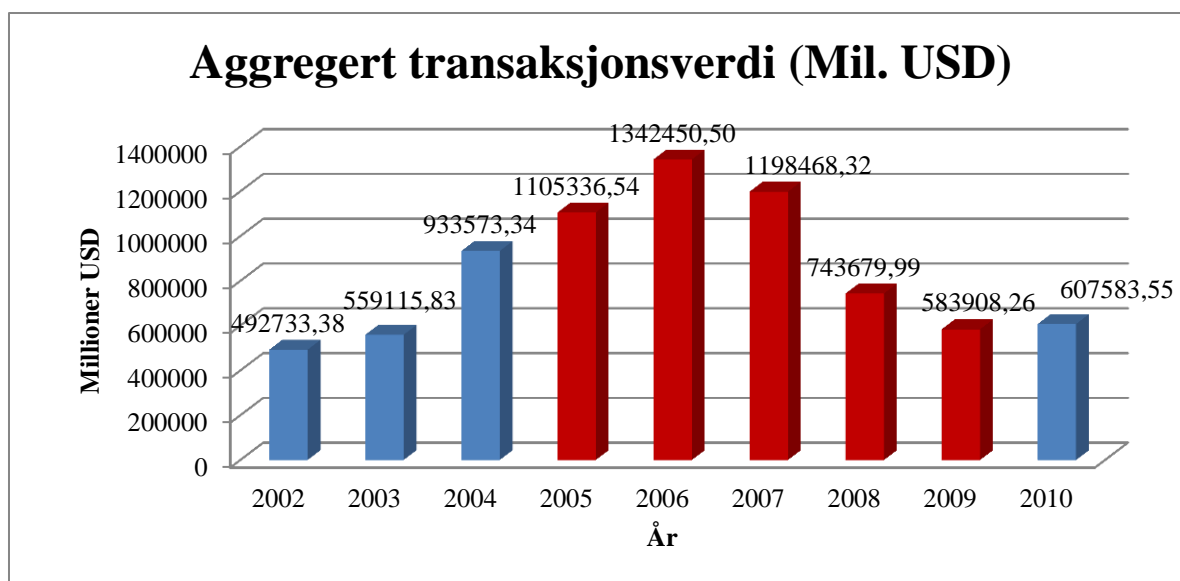
stemmer godt overens med hypotesen vår der vi argumenterte for at antallet transaksjoner reduseres under finanskrisen. Vi kan derfor fastslå at funnet var forventet ut i fra hypotese 1.



Figur 11: Antall transaksjoner i perioden år 2002-år 2010

5.2.2. Aggregert transaksjonsverdi

Aggregert transaksjonsverdi finner man ved å summere opp verdien av alle transaksjonene i løpet av året. Dette målet henger naturlig nok godt sammen med målet for gjennomsnittlig transaksjonsverdi, men trenger nødvendigvis ikke å gi en identisk sammenheng. Som vi ser av Figur 12 stiger det aggregerte nivået på transaksjonsverdien kraftig fra år 2002 frem til toppen nås i år 2006. Samlet transaksjonsverdi i 2006 er på over 1300 milliarder dollar. I år 2007 har aggregert transaksjonsverdi gått noe ned i forhold til året før, mens det klart største fallet kommer i 2008 og 2009. I løpet av årene 2008 og 2009 har aggregert transaksjonsverdi halvert seg, og bunnivået nås i 2009 på i underkant av 600 milliarder dollar. Tilsvarende som for antall transaksjoner så ser vi at finanskrisen har stor innflytelse på aggregert transaksjonsnivå. Igjen stemmer resultatet godt med hypotese 1 om lavere transaksjonsverdi i krisetid, og kan i så måte betegnes som et forventet funn.

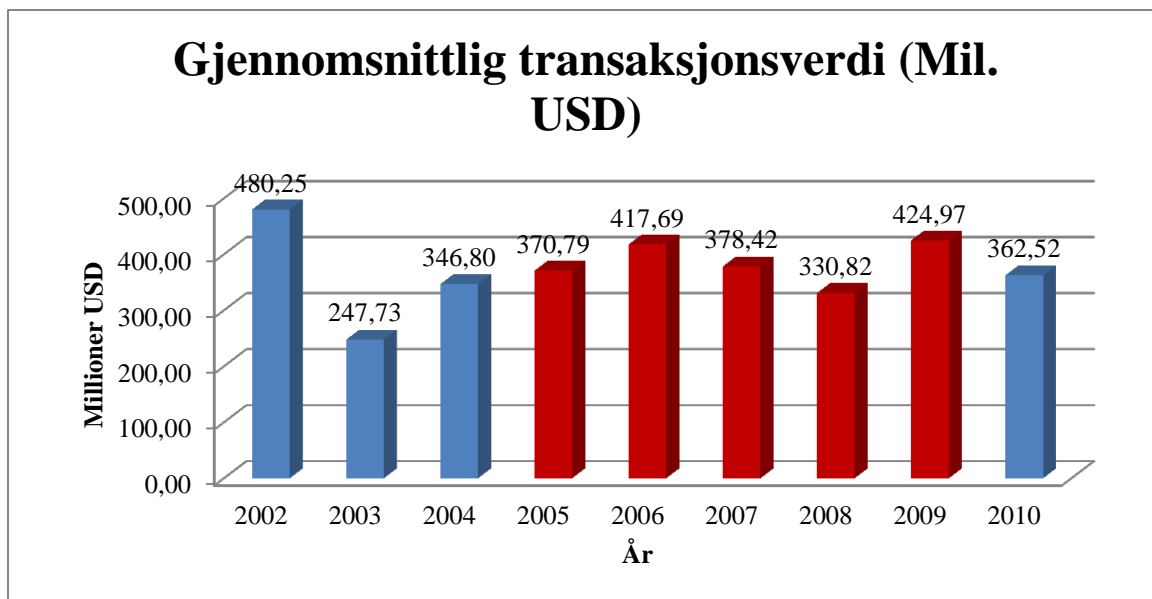


Figur 12: Aggregert transaksjonsverdi

5.2.3. Gjennomsnittlig transaksjonsverdi og median transaksjonsverdi

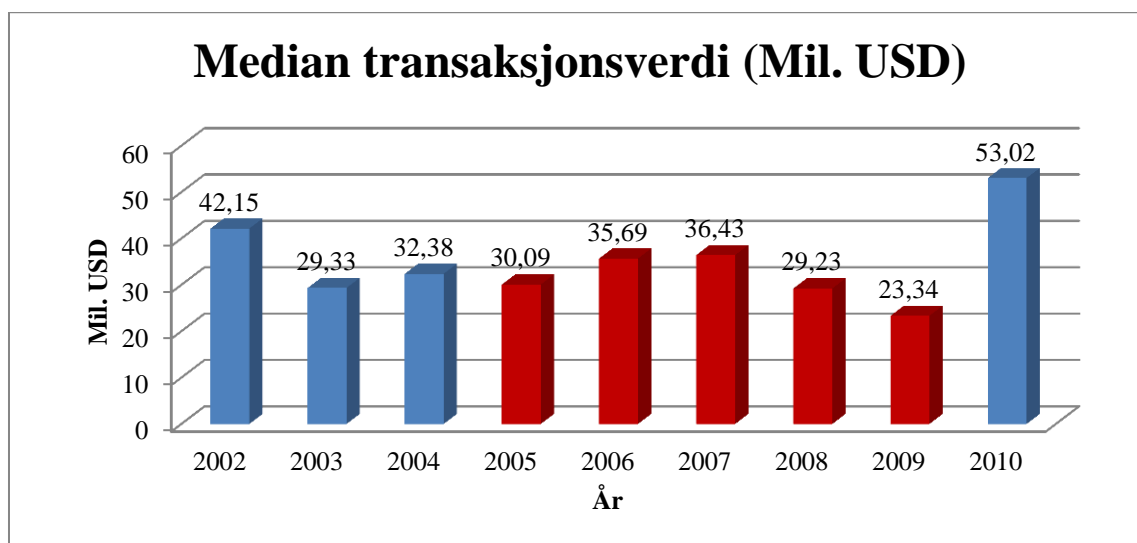
Gjennomsnittlig transaksjonsverdi måles helt enkelt ved å dividere summen av alle transaksjonsverdiene som er oppgitt på antall transaksjoner med oppgitt transaksjonsverdi. Median transaksjonsverdi innebærer at halvparten av transaksjonsverdiene er større og halvparten av transaksjonsverdiene er mindre enn det aktuelle målet. Et problem ved måling av gjennomsnittlig og median transaksjonsverdi kan være at det ikke eksisterer informasjon om kjøpesum ved en stor andel av transaksjonene som Zephyr presenterer. Dette kan potensielt influere på gjennomsnittlig og median transaksjonsverdi. Samtidig vil dette gjelde for alle årene vi ser på, og vi har ingen grunn til å tro at det mangler mer informasjon i enkelte år enn andre. Figurene under bør derfor kunne bidra til å gi en oversikt over hvilke år det var relativt sett størst handler.

Av Figur 13 ser vi at det gjennomsnittlige transaksjonsnivået i 2009 er overraskende høyt. Faktisk er det bare i år 2002 at det har vært et høyere gjennomsnittlig nivå på transaksjonsverdi i perioden 2002-2010. Fra år 2003 stiger nivået på gjennomsnittlig transaksjonsverdi jevnt frem til og med år 2006. I år 2007 og 2008 faller nivået, mens det stiger kraftig igjen i år 2009. Dette er overraskende og stemmer ikke overens med mønsteret vi så under aggregert transaksjonsnivå. Basert på gjennomsnittlig transaksjonsnivå er det derfor vanskelig å konkludere med at finanskrisen har påvirket størrelsen på kjøpene.



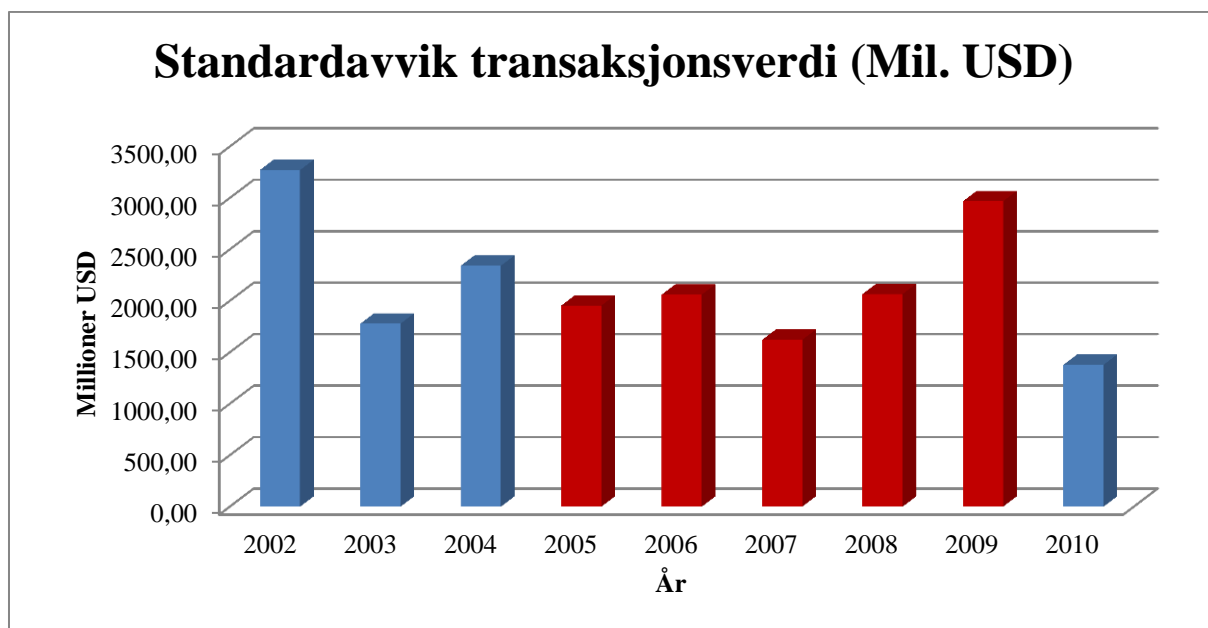
Figur 13: Gjennomsnittlig transaksjonsverdi

Vi ønsker derfor også å se på nivået for median transaksjonsverdi for å få et klarere bilde på transaksjonenes størrelse. I Figur 14, som viser transaksjonsverdi basert på medianen, får vi et helt annet bilde på transaksjonsstørrelsen i den rødfargede perioden fra 2005-2009. Her ser vi at median transaksjonsnivået stiger fra 2005 og frem til 2007. I 2008 og 2009 faller nivået med om lag 20 % hvert år. Dette står i rak motsetning til funnene fra gjennomsnittlig transaksjonsnivå, og gir et langt tydeligere bilde på hvordan finanskrisen har influert størrelsen på transaksjonene. Tallene for median transaksjonsverdi tyder på at det var flere større transaksjoner før finanskrisen enn under finanskrisen og stemmer dermed godt overens med de forventningene vi etablerte i hypotese 1.



Figur 14: Transaksjonsverdi basert på median

Ettersom gjennomsnittlig transaksjonsverdi gir resultater som ikke stemmer overens med de øvrige deskriptive analysene vi har foretatt har vi valgt å studere gjennomsnittsverdiene litt mer i dybden. Vi har derfor også utarbeidet en analyse av standardavvikene til transaksjonsverdien for de respektive årene. Resultatene i denne analysen kan observeres i Figur 15 og de gir et interessant bidrag til analysen av gjennomsnittlig transaksjonsverdi. Av figuren ser vi at standardavviket er klart størst i 2009 når vi sammenligner det med de øvrige årene i perioden 2005-2009. Et høyt standardavvik indikerer at det er stor forskjell mellom de største og minste transaksjonene, mens et lite standardavvik gir indikasjon på det motsatte. For år 2009 ser vi at det er stor forskjell mellom de største og minste transaksjonsverdiene relativt til de øvrige årene. Det er for eksempel kun i 2009 at det forekommer to enkelttransaksjoner på over 50 milliarder dollar når alle tall er justert til 2002 nivå. Med andre ord er det lettere å forstå hvorfor gjennomsnittlig transaksjonsverdi er høyere i 2009 enn i de øvrige årene mellom 2005-2008. Det er færre transaksjoner i 2009, samtidig er forskjellene mellom de største og minste transaksjonene større noe som bidrar til å trekke opp gjennomsnittet.



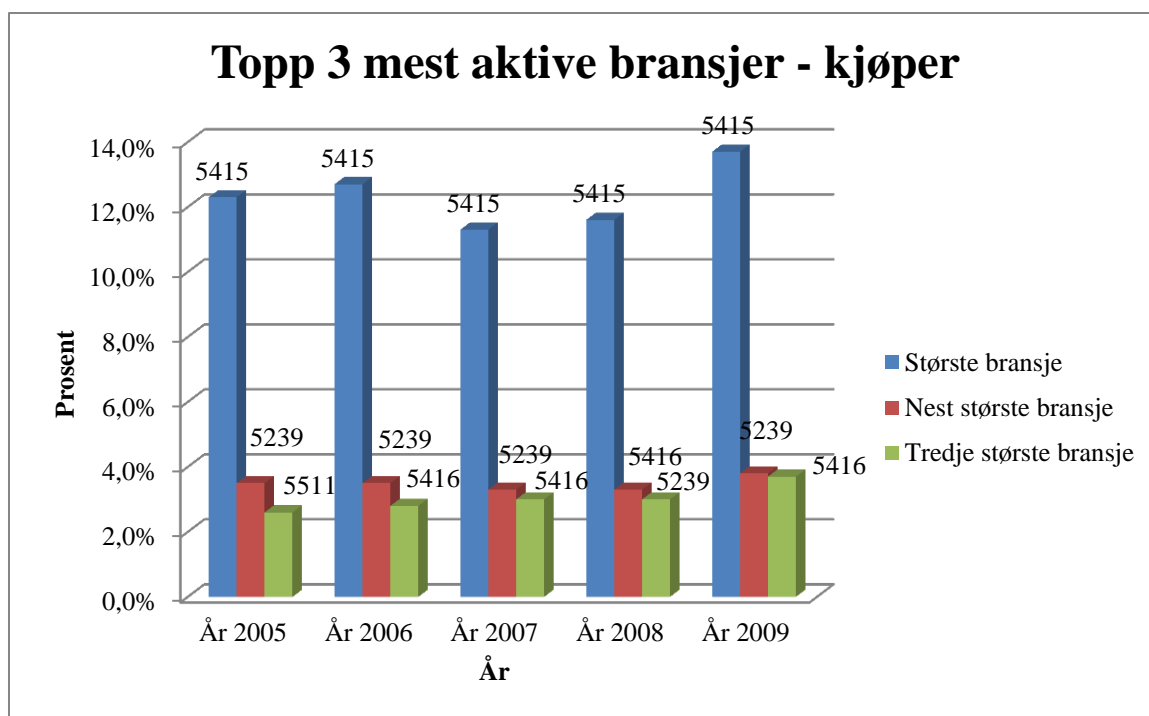
Figur 15: Transaksjonsverdi basert på standardavvik

5.2.4. Mest aktive bransjer

Til slutt i den deskriptive analysen ønsker vi å se på hvilke bransjer som har vært mest aktive på markedet for selskapskontroll i perioden 2005-2009. I denne analysen vil vi fokusere på bransjer ut fra et fire-siffernivå, hvilket innebærer at de fire første sifrene i den sekssifrede bransjekoden må være like. I analysen vil vi identifisere de tre mest aktive bransjene på

kjøpersiden og de tre mest aktive bransjene på oppkjøpsmålsiden for de respektive årene fra 2005 til 2009.

Av Figur 16 og Tabell 3 for kjøper ser man at *bransje 5415 - Datasystemutvikling* er klart størst for alle årene. Denne bransjen inneholder blant annet IT-giganten Microsoft Corporation og bransjen står for mellom 11-14 % av alle oppkjøp i perioden 2005-2009. Andelen oppkjøp som denne bransjen representerer varierer noe fra år til år, men vi ser at toppåret er 2009 der bransjen står for 13,7 % av alle oppkjøpene. Til tross for at dotcomboblen sprakk tidlig på 2000-tallet er det informasjonsteknologien (IT) som dominerer i form av fusjoner og oppkjøp. Dette er logisk med tanke på hvor rask utviklingen er innenfor IT, der det ikke er uvanlig med relativt store oppkjøp for å styrke sine markedsposisjoner. Den nest mest aktive bransjen er *5239 – Andre finansielle investeringsaktiviteter* som primært består av selskaper engasjert i roller knyttet til å opptre som prinsipal og/eller agent ved kjøp og salg av finansielle kontrakter (unntatt råvarekontrakter), samt andre investeringstjenester som porteføljeforvaltning og investeringsrådgivning (U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau, U.D.). Av Tabell 3 ser vi at denne bransjen har en andel som varierer mellom 3 og 4 % for de aktuelle årene, og det er kun i 2008 at dette ikke er den nest mest aktive bransjen. Den tredje mest aktive bransjen på kjøpersiden er *5416 – Ledelse, vitenskapelige og tekniske konsulenttjenester* som omhandler rådgivningstjenester i forbindelse med strategisk, organisatorisk og finansiell planlegging, målrettet markedsføring, samt HR politikk (U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau, U.D.). Denne bransjen utgjør en andel på mellom 2,5 til 3,7 % av de totale oppkjøpene i perioden. Det er derfor ingen tvil om at bransje 5415 er den desidert mest aktive bransjen målt i antall transaksjoner på kjøpersiden.



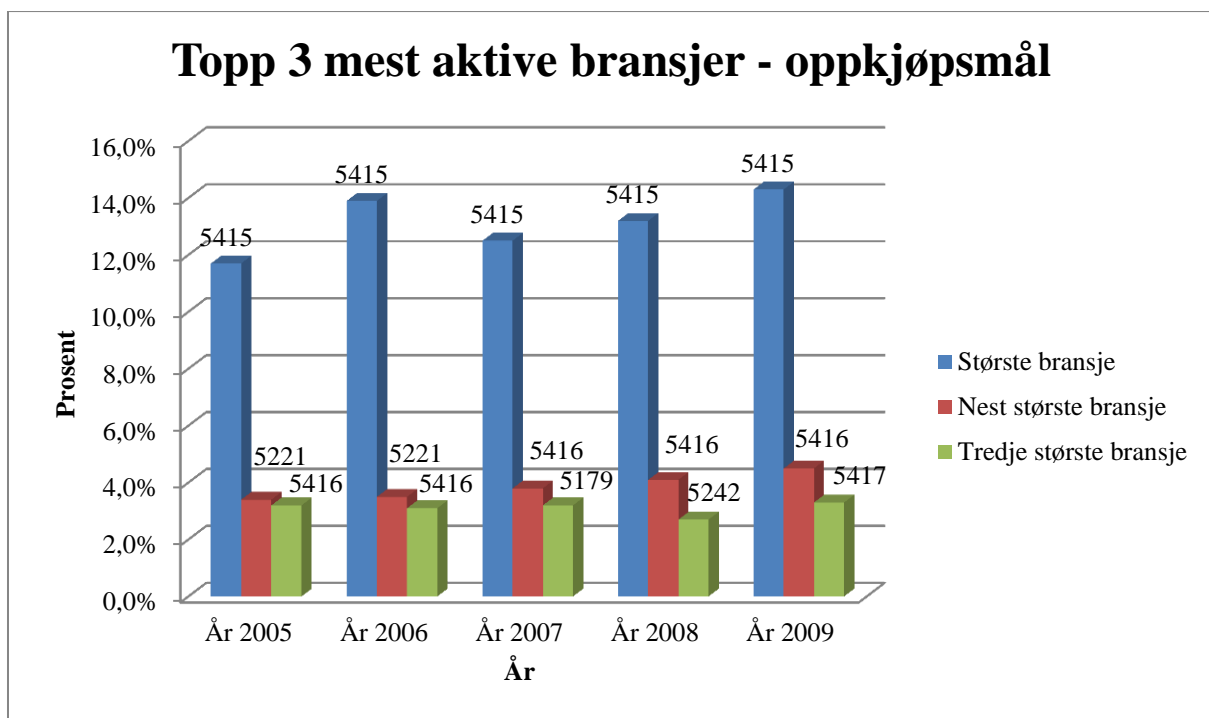
Figur 16: Topp 3 mest aktive bransjer på kjøpersiden

Kjøper			
År	Bransjekode	Antall	Andel
2005	5415	981	12,3 %
	5239	277	3,5 %
	5511	207	2,6 %
2006	5415	1082	12,7 %
	5239	297	3,5 %
	5416	239	2,8 %
2007	5415	978	11,3 %
	5239	287	3,3 %
	5416	263	3,0 %
2008	5415	775	11,6 %
	5416	221	3,3 %
	5239	204	3,0 %
2009	5415	693	13,7 %
	5239	193	3,8 %
	5416	185	3,7 %

Tabell 3: Topp 3 mest aktive bransjer på kjøpersiden

Av Figur 17 og Tabell 4 for oppkjøpsmål finner vi mye av de samme resultatene som for kjøper. Bransje 5415 dominerer like mye på oppkjøpsmålsiden som den gjorde på kjøpersiden. I dette tilfellet varierer andelen for bransje 5415 fra 11,7 % i 2005 til toppunktet på 14,3 % i 2009. I 2005 og 2006 er det bransje 5221 - *Innskuddskredittinstitusjoner* som er den nest største. Denne bransjen er engasjert i blant annet å konstruere lån til næring, industri og forbrukere (U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau, U.D.). For årene

2007-2009 er ikke bransje 5221 blant de tre største bransjene målt i aktivitetsnivå. I de tre årene fra 2007-2009 er det bransje 5416 som er nest størst. Denne bransjens andel av den totale aktiviteten varierer fra 3,1 % til 4,5 %. Et potensielt interessant funn i 2009 er at bransje 5417 - *Vitenskapelig forskning og utvikling* er blant de tre mest aktive bransjene. Selskaper som driver med forskning og utvikling regnes ofte for å være veldig konjunktursensitiv. I krisetider er det ofte færre som ønsker å investere i forskning og utvikling ettersom risikoen ved slike investeringer er høy. Årsaken til at denne bransjen ligger så høyt i kriseåret 2009 skyldes trolig brannsalg der valget står mellom å selge eller å legge ned virksomheten. Her er det naturlig å tro at hele bransjen har blitt sterkt berørt og at man derfor måtte se til andre bransjer for å finne potensielle kjøpere. Dette uttrykkes også ved at bransje 5417 ikke er blant de største på kjøpersiden.



Figur 17: Topp 3 mest aktive bransjer basert på oppkjøpsmål

Oppkjøpsmål			
År	Bransjekode	Antall	Andel
2005	5415	940	11,7 %
	5221	276	3,4 %
	5416	257	3,2 %
2006	5415	1180	13,9 %
	5221	295	3,5 %
	5416	263	3,1 %
2007	5415	1082	12,5 %
	5416	332	3,8 %
	5179	274	3,2 %
2008	5415	896	13,2 %
	5416	279	4,1 %
	5242	186	2,7 %
2009	5415	724	14,3 %
	5416	229	4,5 %
	5417	166	3,3 %

Tabell 4: Topp 3 mest aktive bransjer basert på oppkjøpsmål

5.2.5. Oppsummering av deskriptiv analyse

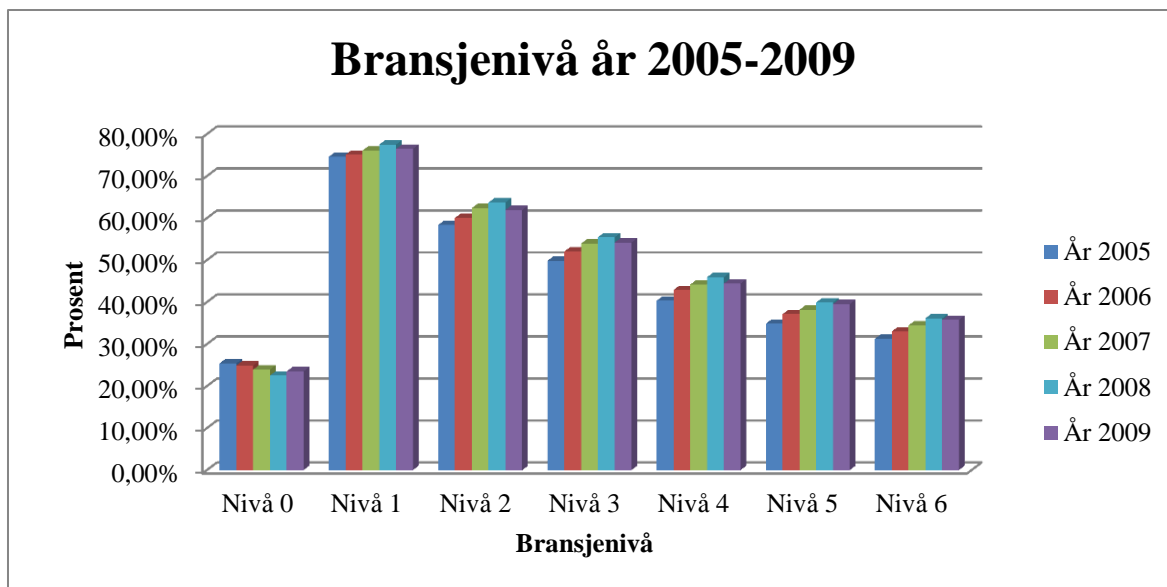
I den deskriptive analysen har vi identifisert at finanskrisen har influert mye på markedet for selskapskontroll i USA. Antallet transaksjoner gikk kraftig ned etter år 2007. Det samme mønsteret var gjeldende for aggregert transaksjonsverdi og median transaksjonsverdi. I avsnitt 2.5 og under dateringen av finanskrisen i avsnitt 5.1 beskrev vi hvordan bankene strammet inn kravene ovenfor bedriftene slik at tilgangen på kapital nærmest tørket inn. Dette anser vi som hovedårsaken til funnene i denne analysen. Disse funnene er i tråd med hypotese 1 om en nedgang i transaksjonsvolum i krisetider og nedgang i transaksjonsverdi. På den andre siden så vi at gjennomsnittlig transaksjonsverdi var høyere i 2009 enn i de øvrige årene mellom 2005-2009. Dette var overraskende, men hadde sin forklaring i et langt større standardavvik i 2009 enn i de øvrige årene. Med andre ord var spredningen mellom de største og de minste transaksjonene høyere i 2009 enn i de øvrige årene.

I analysen av de tre største bransjene målt i antall transaksjoner dominerte *bransje 5415 – datasystemutvikling* både for kjøper og oppkjøpsmål. Vi fant også at *bransje 5417 – vitenskapelig forskning og utvikling* meldte seg på som en av de tre bransjene med mest aktivitet blant oppkjøperne. Andelen transaksjoner i bransje 5415 og 5416 går noe opp i finanskrisetåret 2009 både for kjøper og oppkjøpsmål. Ettersom dette er store bransjer målt i antall transaksjoner vil det bli interessant å se om dette kan være en indikasjon på at relaterte oppkjøp øker i krisetid.

5.3. Relaterthet

I vår analyse av relaterthet har vi benyttet oss av klassifiseringssystemet NAICS. Som nevnt bygger dette systemet på koder på to til seks siffer. De to første sifrene representerer hovedkategorier for bransjer, og tabellen under punkt 8.3.1. i appendiks viser bransjene basert på to-siffer. Ved analyse av tabellen ser man at bransjene er vidtomspennende og avgrensningene er basert på generelle og relativt grove tilnærminger. En bransjeinndeling på to-siffer nivå kan føre til at svært ulik virksomhet havner innen samme kategori, og at denne virksomheten ikke nødvendigvis er relatert til hverandre. Ved vurdering av relaterthet har vi derfor valgt å se denne i sammenheng med virksomhetens kjernevirksomhet. Som nevnt i teorikapittelet er denne tilnærmingen relatert til hvem som vil ha et eierskapsfortrinn til virksomheten. For å kunne gjøre en slik analyse, mener vi det er nødvendig med en klarere avgrensning enn to-siffer ved bedømmelse av relaterthet. Vi har derfor valgt å sette en grense ved minimum fire-siffer for å vurdere om kjøpet kan betegnes som et relatert oppkjøp. Ved en slik avgrensning mener vi at vi unngår at kjøp som ikke nødvendigvis tilhører kjernevirksomheten inngår i analysen.

I det påfølgende avsnittet vil vi vurdere vår hypotese tilhørende relaterthet. Denne hypotesen baserer seg på at i krisetid vil oppkjøpene bli mer relaterte. For å teste denne hypotesen har vi sammenlignet kjøpers NAICS bransjekode med oppkjøpsmålets NAICS bransjekode. Virksomhet som er lik på de fire første sifrene eller mer, blir vurdert som relatert virksomhet. Dersom man er lik på maksimalt de tre første sifrene, betrakter vi dette som et urelatert oppkjøp. For å visualisere andelen av totale oppkjøp som befinner seg på de ulike bransjekodenivåer mellom kjøper og oppkjøpsmål, og hvordan disse nivåene endrer seg i perioden 2005-2009, har vi utarbeidet figur 18. Det er verdt å merke seg at dersom man er lik på seks siffer, så vil man også være lik på ett siffer. Derfor vil nivå 1 inneholde samtlige bransjekodenivåer fra to til seks. I appendiks 8.3.2. kan man se en oversikt som viser år for år basert på antall transaksjoner.

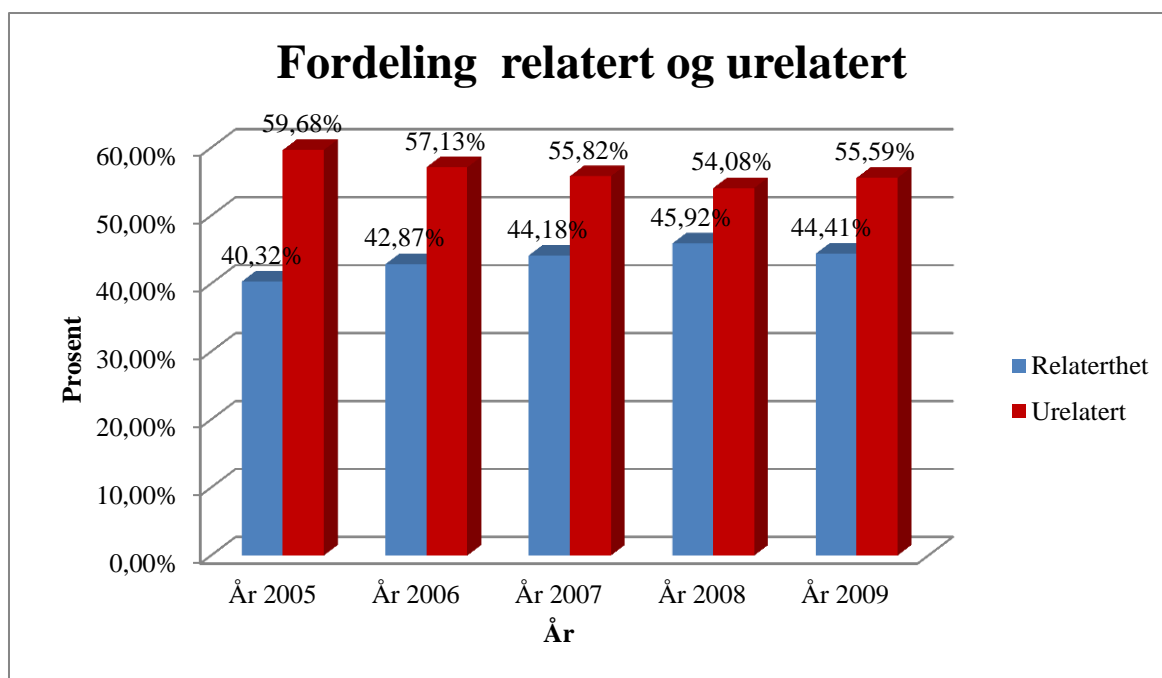


Figur 18: Bransjenivå år 2005-2009

Ved analyse av resultatene fra Figur 18 ser vi at lik bransjekode på fire-siffer øker jevnt årlig i perioden år 2005 til år 2008 med 5,6 %. Deretter ser vi en svak nedgang fra år 2008 til 2009 med 1,51 %. I de påfølgende avsnittene vil vi benytte denne figuren som utgangspunkt, og gi en mer detaljert forklaring.

5.3.1. Oversikt over fordelingen mellom relatert og urelatert virksomhet

For å kunne gjennomføre en mer dyptgående analyse av relaterthet har vi utarbeidet Figur 19 som viser fordelingen av relaterte og urelaterte oppkjøp i årene 2005-2009. I figuren er relatert virksomhet karakterisert som minimum de fire første sifrene like mellom kjøper og oppkjøpsmål. Et slikt krav fører til at vi ser en svak trend i økning i kjøp av relatert virksomhet. I år 2005 kunne 40,32 % av oppkjøpene bli betraktet som relaterte. Frem til år 2009 har andelen økt til 44,41 %, altså en stigning på 4,09 %. Dette fører til at vi ser en dreining mot oppkjøp av relatert virksomhet. Dersom man undersøker endringen år for år, ser vi derimot at det finner sted en jevn stigning i kjøp av relatert virksomhet i perioden 2005-2008, mens det er en nedgang i perioden 2008-2009. Nedgangen i kjøp av relatert virksomhet er på 1,51 %. Dette indikerer at finanskrisen kan ha ført til en oppgang i kjøp av urelatert virksomhet. Hvorvidt finanskrisen som sådan er årsaken til denne endringen er vanskelig å si. Derfor vil vi foreta dypere analyser hvor vi ekskluderer bransjene med størst transaksjonsvolum.



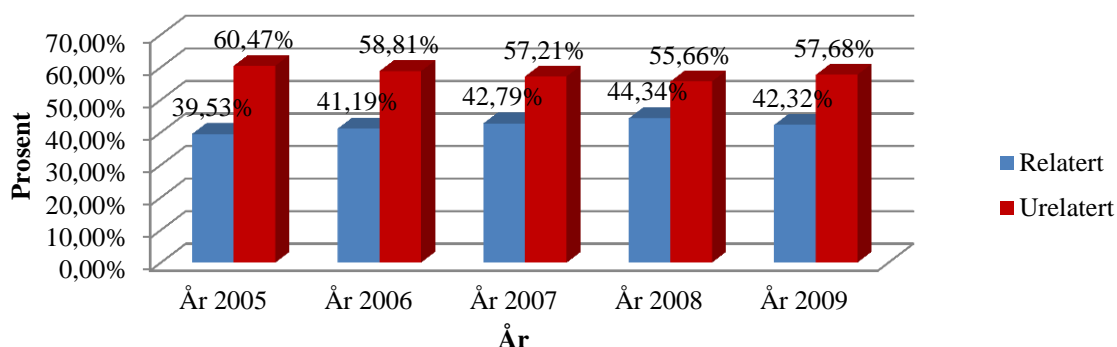
Figur 19: Fordeling relatert og urelatert

5.3.2. Analyse hvor bransjer med størst aktivitet ekskluderes

Fra den tidligere analysen har vi sett en svak trend i økning av relaterte oppkjøp i perioden før finanskrisen inntraff, mens nedgang ser ut til å finne sted under finanskrisen. Av den grunn ser vi det som hensiktsmessig å undersøke om noen bransjer kan påvirke dette resultatet. I den tidligere analysen har vi inkludert samtlige bransjer. En mer hensiktsmessig tilnærming kan være å ekskludere de bransjene som har størst aktivitet. Denne analysen baserer seg på en antakelse om at det kan være mulig at de største bransjene har gjennomført en rekke oppkjøp av enten urelatert eller relatert virksomhet, og at dette kan påvirke analysen som helhet.

Figur 20 viser fordelingen mellom relatert og urelatert virksomhet med en ekskludering av bransjene 5415 – Datasystemutvikling, 5416 – Ledelse, vitenskapelige og tekniske konsulenttjenester, 5239 – Andre finansielle investeringsaktiviteter (U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau, U.D.). Analyse av figuren viser at bransjene med størst aktivitet ikke hadde stor innvirkning på resultatet. Endringen sett år for år er tilnærmet lik resultatene vi fikk da vi inkluderte samtlige bransjer. I perioden mellom år 2005 og år 2008 øker antall oppkjøp som kan betraktes som relatert jevnt over hele perioden. Fra år 2008 til år 2009 skjer det derimot en nedgang på 2,02 %. Denne prosentandelen er høyere enn den vi fikk da vi inkluderte samtlige bransjer. Ved å ekskludere enkelte bransjer får vi altså forsterket signalet om nedgang i kjøp av relatert virksomhet.

Fordeling relatert og urelatert uten bransje 5415, 5416, 5239

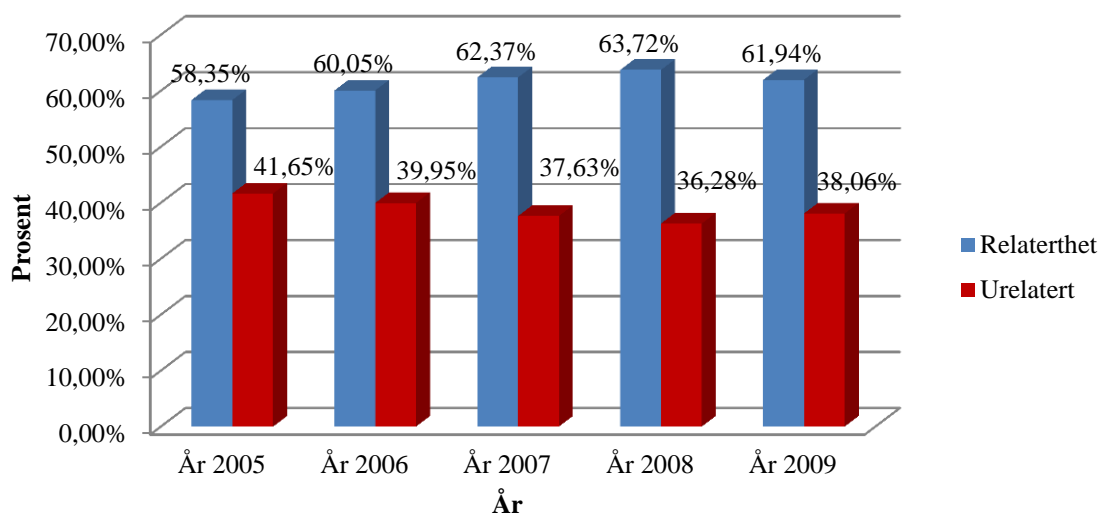


Figur 20: Fordeling relatert og urelatert virksomhet med ekskludering av de tre bransjene med flest transaksjoner

5.3.3. Analyse basert på to-siffernivå

I vår analyse har vi foretatt en avgrensning på relaterthet på fire-siffer. Våre tidligere analyser har indikert en svak oppgang i kjøp av urelatert virksomhet under finanskrisen. Endringen som fremkommer er svært små, og vi ser det derfor som hensiktsmessig å foreta ytterligere analyser for å se om dette kan forsterke våre funn. I det påfølgende vil vi vurdere om endringer kan finne sted dersom vi setter relaterthetsgrensen på et to-siffernivå. Det vil si at virksomhet som er lik på to-siffernivå og oppover, er betraktet som relatert.

Fordeling relatert og urelatert: To-siffer



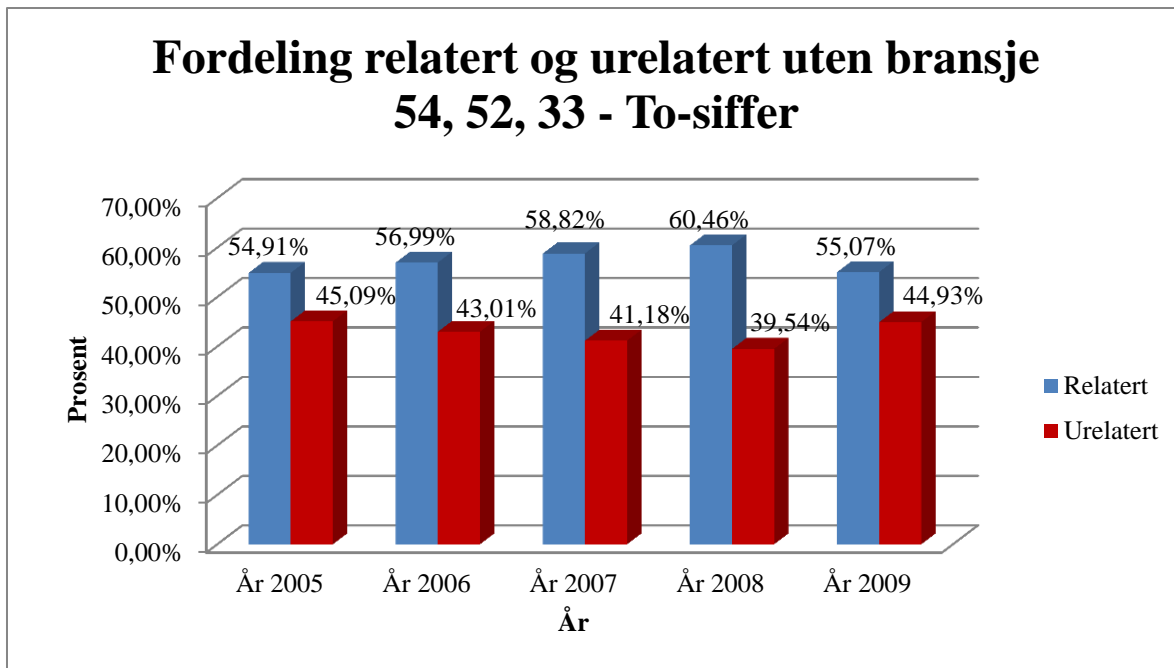
Figur 21: Fordeling relatert og urelatert virksomhet: To-siffer

Figur 21 viser fordelingen mellom kjøp som kan karakteriseres som relaterte og urelatert basert på en relaterthetsgrense på to-siffernivå. Vårt nye krav fører til at vi fortsatt ser en svak trend i økning i kjøp av relatert virksomhet i perioden 2005 til 2008. I år 2005 kunne 58,35 % av oppkjøpene bli betraktet som relaterte. Frem til år 2009 har andelen økt til 61,94 %, altså en stigning på 3,59 %. Dette fører til at vi fortsatt ser en dreining mot oppkjøp av relatert virksomhet. Dersom man undersøker endringen år for år, ser vi derimot at det i perioden 2005-2008 finner sted en jevn stigning i kjøp av relatert virksomhet, mens det er en nedgang i perioden 2008-2009. Denne nedgangen er på 1,78 %. Sammenlignet med analysen på fire-siffer relaterthetsgrense så ser vi en litt sterkere nedgang. Dette betyr at både ved to-siffer og fire-siffergrense, så finner det sted en endring i kjøp av mer urelatert virksomhet i år 2009.

5.3.4. Analyse hvor bransjer med størst aktivitet ekskluderes – To-siffernivå

Slik som i vår tidligere analyse, har vi også her sett behov for å ekskludere de bransjene med størst aktivitet. På den måten ønsker vi å se om resultatene blir påvirket av de bransjene med mest aktivitet i. Bransjene som nå ekskluderes er bransjenummer 54 – *Faglig, vitenskapelig og tekniske tjenester*, bransje 52 – *Finans og forsikringer*, og bransje 33 – *Produksjon*. Det er verdt å nevne at disse bransjene utgjorde nesten 50 % av alle transaksjoner i tidsperioden 2005-2009. Vi ser det derfor som sannsynlig at disse bransjene kan påvirke resultatene noe.

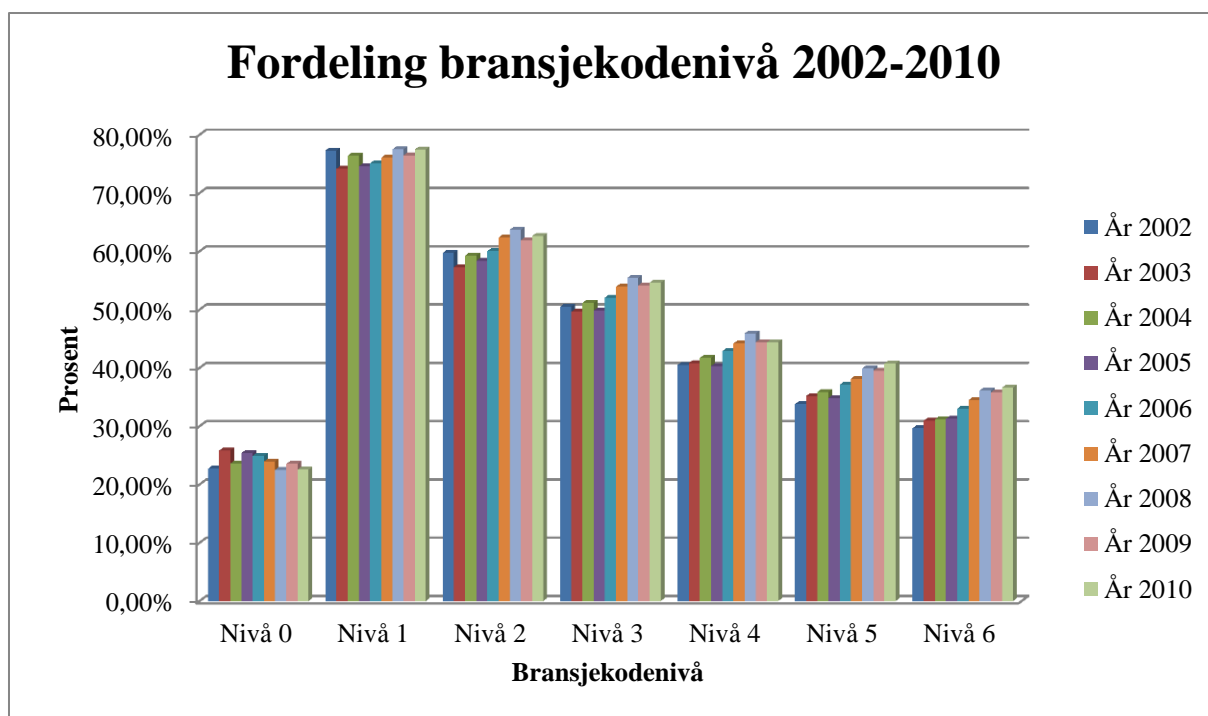
I år 2005 kunne 54,91 % av oppkjøpene bli betraktet som relaterte, se Figur 22. Frem til år 2009 har andelen økt til 55,07 %, altså en stigning på 0,16 %. Dette fører til at vi ser en dreining mot oppkjøp av relatert virksomhet. Dersom man undersøker endringen år for år, så ser vi at antall kjøp som kan karakteriseres som relatert øker i perioden år 2005-2008. Slik som ved tidligere analyser inntreffer det også her et skifte i perioden år 2008-2009. Her fremkom en nedgang i kjøp av relatert virksomhet med 5,39 %. Ved å ekskludere de tre største bransjene, ser vi at nedgangen i kjøp av relatert virksomhet kommer enda klarere til uttrykk. Dette gir en svak indikasjon på at de øvrige bransjene samlet sett har hatt en sterkere nedgang i kjøp av relatert virksomhet enn de tre bransjene 54, 52 og 33. Dette indikerer at man i krisetider kjøper mer urelatert virksomhet. Samlet sett viser analysene, både ved to-siffer og fire-siffersgrense nedgang i kjøp av relatert virksomhet under finanskrisen. Riktignok er forskjellene små. For å sikre høyest mulig holdbarhet i våre funn, ser vi det som hensiktsmessig å utvide antall år analysen innebefatter. Derfor vil vi i de påfølgende avsnittene foreta analyser på et utvidet tidsrom.



Figur 22: Fordeling relatert og urelatert virksomhet med ekskludering av de tre bransjene med flest transaksjoner

5.3.5. Analyse basert på økning av tidsperioden

Gjennomgående har våre tidligere analyser vist en svak trend i retning av at det kjøpes mer relatert virksomhet frem til år 2008. Den svake trenden som fremkommer, kan være tydeligere dersom vi undersøker en lengre tidsperiode. Vi ønsket derfor å foreta en slik analyse. Tidsperioden som nå ligger til grunn er år 2002 til år 2010. Figur 23 viser fordelingen på de ulike bransjekodenivåene i perioden. Nok en gang bør det presiseres at dersom man er lik på seks siffer, så vil man også være lik på ett siffer. Derfor vil nivå 1 inneholde samtlige bransjekodenivåer fra to til seks.



Figur 23: Fordeling av bransjekodenivå i perioden 2002-2010

Ved analyse av resultatene fra Figur 23 ser vi at lik bransjekode på fire-siffer øker jevnt årlig i perioden år 2002 til år 2004, deretter skjer det en nedgang i år 2005. Fra år 2005 til år 2008 stiger antallet igjen, for så å synke i år 2009. Det er med andre ord en klar trend i årene like før finanskrisen på at relatertheten i oppkjøpene stiger. I finanskrisetåret 2009 snur denne trenden, noe som indikerer at finanskrisen influerte på relatertheten i oppkjøpene. I 2010 ser vi at nedgangen i relaterte oppkjøp stopper, og nivået stabiliserer seg på i overkant av 44 %.

Basert på en analyse med relaterthetsgrense på to-siffer, så vil resultatene bli som følgende: I perioden mellom 2002 til 2006, ser vi en såkalt "jojo-effekt", hvor hvert år varierer med å gå opp eller ned. Fra år 2006 til år 2008, ser vi en jevn økning hvert år. Derimot skjer det en nedgang i året 2009. Tilsvarende som på et fire-siffernivå ser vi at finanskrisen snur trenden i oppkjøpene fra å bli mer relaterte for hvert år til en nedgang. Ved å øke tidsperioden ser vi at i år 2010 øker relatertheten på nytt, og man er tilbake på den samme trenden som før finanskrisen.

5.3.6. Tolkning av resultater fra relaterhetsanalysen

Vi har i denne analysen undersøkt hvorvidt en krisetransaksjon kan kjennetegnes ved om oppkjøpet inngår som relatert eller urelatert virksomhet. For å sikre analysens holdbarhet, har vi gjennomført analyser med ulikt nivå på relaterthetsgrensen. Ved relaterthetsgrense på både fire-siffernivå og to-siffernivå så indikerer funnene at det skjer en endring i år 2009 i forhold

til relaterthet. I dette året skjer det en nedgang i kjøp av relatert virksomhet. Årsaken til at det kjøpes mer urelatert virksomhet kan ha sin forklaring i brannsalg. Brannsalg finner sted når selskaper er så hardt truffet av finanskrisen at salg er eneste utvei for opprettholdelse av virksomhet. For å betrakte oppkjøpsmålet som attraktivt er det viktig at kjøper verdsetter de synergier man kan utnytte ved objektet. Kjøpere som kan utnytte disse synergiene på en optimal måte kommer gjerne fra samme bransje som oppkjøpsmålet. I krisetider blir ofte hele bransjer berørt av syklusen man befinner seg i. Dette fører til at det kan bli vanskeligere å finne kjøpere som er en del av sin egen bransje. Derfor blir selskapene nødt til å tiltrekke seg kjøpere fra andre bransjer for at et salg skal bli gjennomført. Dette fører til at prisene blir presset nedover, og bedrifter i andre bransjer kan gjøre gode kjøp utenfor sin kjernevirksomhet, som dermed kan karakteriseres som urelaterte oppkjøp. Vi ser derfor en viss brannsalgseffekt som gjør at trenden i relaterthet snur under finanskrisen.

Ved vurdering av den svake økningen i kjøp av relatert virksomhet som fremkommer i tidsrommet 2005-2008, så kan denne tilskrives historiske endringer. Sett fra et historisk perspektiv så fokuseres det i nyere tid på å maksimere aksjonærverdi gjennom eierskapsfortrinn og ressursbasert teori hvor verdi skapes gjennom deling, overføring og oppgradering av ressurser. Denne endringen i tankegangen til foretak, støtter oppkjøp av relatert virksomhet. Dette kan være en bevisst strategi basert på økt kunnskap og markedet generelt.

Basert på overnevnte drøftelse finner vi ikke støtte for hypotese 6, faktisk inntreffer totalt motsatte funn enn de forventede. Perioden før finanskrisen viser en gradvis økning i kjøp av relatert virksomhet. I kriseåret 2009 endrer denne trenden, og det foretas flere urelaterte oppkjøp. Dette indikerer at det gjennomføres flere urelaterte oppkjøp i krisetider.

5.4. Logistisk regresjon

I den tredje delen av vår analyse har vi benyttet logistisk regresjon til å analysere typiske egenskaper ved selskaper som har foretatt transaksjoner under finanskrisen sammenlignet med perioden før finanskrisen. Ved analyse av regresjonene har vi omtalt krisetransaksjon som FK-transaksjon. Vi har valgt å se på fire såkalte nøkkelindikatorer: Lønnsomhet, soliditet, vekst og størrelse. Disse fire nøkkelindikatorene har vi vurdert ett og to år før transaksjon ble foretatt, noe vi har betegnet som henholdsvis T1 og T2. Dette innebærer for eksempel at vi har sett på nøkkelindikatorene i 2007 (T2) og 2008 (T1) for de selskapene som foretok en transaksjon under finanskrisen. Vi har også bransjejustert indikatorene for å se om

resultatene endret seg i lys av å sammenstilles med bransjens gjennomsnitt. I alt vil det derfor bli presentert åtte ulike regresjoner i avsnitt 5.4.1., hvorav fire representerer kjøper og fire representere oppkjøpsmål. I avsnitt 5.4.2 tolkes resultatene og knyttes opp mot våre forventninger til funn, samt relevant teori presentert i kapittel 2.

Som nevnt i seksjon 4.3.7.2. er det enkelte forutsetninger som må være oppfylt for å kunne foreta logistiske regresjonsanalyser. Spesielt må det være fravær av multikollinearitet. For å undersøke dette foretok vi tester av *Pearsons korrelasjon* på alle variabler som var aktuelle for regresjonsanalysen, se appendiks punkt 8.4.1.1 – 8.4.1.8. For nøkkelindikatorene lønnsomhet og størrelse har vi flere mål. Disse målene korrelerer naturlig nok relativt høyt innbyrdes, hvilket gjør det rasjonelt å benytte kun et mål per nøkkelindikator for de regresjonene vi kjører. Fordelen med å ha flere mål per nøkkelindikator er at kombinasjonsmulighetene av uavhengige variabler øker, noe som igjen øker sannsynligheten/muligheten for å få regresjoner med signifikante verdier. Vi har også testet for multikollinearitet for alle de åtte regresjonene vi benyttet i analysen. Her har vi tatt inn toleranse- og variansinflasjonstester for å få et enda klarere bilde på nivået av multikollinearitet. Disse testene henvises det til underveis i resultatgjennomgangen.

I enkelte av regresjonene har det vist seg vanskelig å få ut signifikante resultater. En årsak til dette kan blant annet være at forholdet mellom de uavhengige variablene ikke er lineært. Vi har derfor testet ut kombinasjoner der enkelte variabler gjøres logaritmiske, oppheves i annen eller tredje og også sett på interaksjonsledd mellom variablene. Interaksjon mellom to variabler kan oppstå dersom linjene til to uavhengige variabler i en graf ikke beveger seg parallelt, men krysser hverandre eller ville ha krysset hverandre dersom man utvidet perioden. Vi har benyttet interaksjonsledd bevisst i denne analysen for å lete etter ikke-lineære sammenhenger mellom de uavhengige variablene. Kravet til signifikansnivå har vi satt til 5 % for de uavhengige variablene i analysen. Dersom en variabel ikke er signifikant på et 5 % signifikansnivå vektlegger vi ikke resultatene fra denne variabelen da vi ikke har statistisk grunnlag til å trekke en konklusjon. For enkelte av interaksjonsleddene har signifikansnivået ligget like over grensen på 5 %. Disse interaksjonsleddene har vi valgt å beholde ettersom de marginalt ikke er signifikante, men samtidig bidrar til å styrke modellens forklaringskraft. Nagelkerke R^2 er benyttet som pseudo R^2 i denne analysen. Nivået på Nagelkerke R^2 er gjennomgående lavt for de fleste regresjonene vi kjører. Det bør derfor tillegges at Nagelkerke R^2 ikke må tolkes på lik linje som ”vanlig” R^2 fra lineær regresjon. I våre analyser

har hovedformålet vært å identifisere hvor mye de konkrete variablene påvirker den dikotome avhengighetsvariabelen, og derfor står ikke Nagelkerke R^2 like sentralt.

5.4.1. Resultater fra logistisk regresjon

I det følgende presenteres resultatene fra den logistiske analysen. Vi fokuserer først på kjøpers egenskaper, så ser vi på oppkjøpsmål. De relevante variablene er basert på ulike enhetsnivåer, noe som gjør det vanskelig å sammenligne én enhets endring i en variabel med én enhets endring i en annen. Vi har løst dette ved å beregne sannsynligheten for at en transaksjon er en krisetransaksjon når alle variabler har sin gjennomsnittsverdi. Gjennomsnittsverdiene til de relevante variablene finner man i appendiks punkt 8.4.5. Videre foretok vi samme operasjon, men lot en av variablene øke med ett standardavvik over gjennomsnittet for denne variabelen. Ved å trekke førstnevnte sannsynlighet fra sistnevnte kunne vi måle effekten av en endring på ett standardavvik. Ved å gjøre tilsvarende for alle variabler kan man sammenligne effekten mellom variablene ved en økning på ett standardavvik.

Det er også verdt å merke seg at størrelsesvariablene omsetning og totale eiendeler fungerer dårlig sammen med de øvrige variablene når de ikke er bransjejustert. Dette skyldes trolig at tallene for omsetning og totale eiendeler blir veldig store i forhold til de øvrige variablene. Det eksisterer dermed ingen lineær sammenheng mellom de to størrelsesvariablene og de øvrige variablene. Dette løste vi ved å ta den naturlige logaritmen til størrelsesvariablene.

5.4.1.1. Kjøper

5.4.1.1.1. Tid T2 – Ikke-bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	3416.290	.017	.028

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Ln Oms T2	.148	.023	42.083	1	.000	1.160
Vekst	-.263	.109	5.830	1	.016	.769
EBITDA-margin T2	-.010	.004	7.111	1	.008	.990
Gj.andel T2	-.995	.253	15.478	1	.000	.370
Ebitda x Gj.andel T2	.018	.009	3.491	1	.062	1.018
Constant	-3.127	.289	117.503	1	.000	.044

Her har vi valgt å benytte ln omsetning som mål på størrelse. Man kunne også benyttet ln totale eiendeler og fått tilnærmet samme resultat for denne variabelen. EBITDA-margin er det eneste målet på lønnsomhet som ga signifikante resultater. Vi fant klare signaler på at variablene EBITDA-margin og gjeldsandel beveget seg i et ikke-parallelt mønster, noe som tyder på en ikke-lineær sammenheng mellom de to variablene. Derfor lagde vi et interaksjonsledd mellom gjeldsandel og EBITDA-margin. Bruken av dette interaksjonsleddet kan diskuteres da interaksjonsleddet har høy korrelasjon med EBITDA-margin, se appendiks punkt 8.4.1.1. Under samme punkt i appendiks finner man oversikt over korrelasjon og variansinflatjon for alle variablene i denne regresjonen. Men en korrelasjon på 0,730 er fortsatt lavere enn grensen på 0,8 og VIF-nivået er klart under grensen på 5. Samtidig ser vi at interaksjonsleddet marginalt ikke er signifikant. Nagelkerke R^2 er svært lav med 2,6 %, men den ble marginalt høyere ved å inkludere interaksjonsleddet mellom EBITDA og gjeldsandel. Basert på økt forklaringskraft valgte vi å beholde interaksjonsleddet.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til størrelsesmålet indikerer at oddsen og dermed også sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,160 \rightarrow (1,160-1)*100 = 16 \%$. Mer presist betyr dette at oddsen for å være en FK-transaksjon øker med 16 % for én enhets økning i den naturlige logaritmen til målet for størrelse.

Vekst: Koeffisienten for vekst indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets vekst i omsetning. $\text{Exp}(B) = 0,769 \rightarrow (0,769-1)*100 = -23,1 \%$. Dette betyr at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres med 23,1 % for én enhets økning i vekst.

Lønnsomhet: Koeffisienten for lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. $\text{Exp}(B) = 0,990 \rightarrow (0,990-1)*100 = -1 \%$. Denne reduksjonen er svært liten, men dog signifikant for EBITDA. I dette tilfellet reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 1 % for én enhets økning i lønnsomhet.

Soliditet: Koeffisienten for soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,370 \rightarrow (0,370-1)*100 = -63 \%$. Her reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 63 % for én enhets økning i

gjeldsandel. Her er det verdt å merke seg at gjeldsandel og soliditet peker i hver sin retning. Når vi sier at gjeldsandelen øker, så synker soliditeten.

Som nevnt i innledningen til dette avsnittet er det enklere å sammenligne effektene på de ulike variablene dersom man setter inn gjennomsnittsverdier og øker hver variabel med ett standardavvik. Dersom alle variablene ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 8,75 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 8,75 \%$$

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Ln Omsetning	3,54 %
Vekst	-8,75 %
EBITDA-margin	-1,56 %
Gjeldsandel	-1,79 %

Tabell 5: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-ikke bransjejustert

Fra tabell 5 ser vi at ved å øke Ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 3,54 %. Den sterkeste effekten har variabelen for vekst. En økning på ett standardavvik for vekst, reduserer sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 8,75 %. For EBITDA-margin og gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med henholdsvis 1,56 % og 1,79 % ved en økning på ett standardavvik.

Vi har også kjørt regresjoner der vi har lagt inn en kontrollvariabel som illustrerer om kjøper er børsnotert og en annen der vi tester om aksjer, kontant eller en miks av de to er benyttet som betalingsform. Regresjonene med kontrollvariabler ligger i appendiks punkt 8.4.3.1. Dersom begge disse kontrollvariablene er med i regresjonen får det negativ innvirkning på variabelen til både vekst og lønnsomhet. Koeffisienten til børsnotert indikerer at det er en langt høyere andel av kjøperne i finanskrisen som var børsnotert enn ved kjøp foretatt før finanskrisen. Med andre ord er sannsynligheten høyere for at et kjøp under finanskrisen er foretatt av et børsnotert selskap. For variabelen knyttet til betalingsform er det kun aksje som man kan si at er statistisk signifikant og det tolkes dit hen at det var en større andel av kjøperne som benyttet aksjer som betalingsform under finanskrisen. Fra punkt 8.4.4.3 i appendiks ser vi fra den deskriptive statistikken over betalingsform at andelen kjøp med aksjer stiger noe under finanskrisen relativt til årene før. En årsak kan være at selskaper ikke hadde store nok kontantstrømmer til at de kunne finansiere oppkjøp med sine egne opptjente midler. Vi ser fra samme punkt at andelen kjøp finansiert med kontanter eller en miks har falt under finanskrisen.

5.4.1.1.2. Tid T2 – Bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	3275.338	.045	.075

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Brj. Oms T2	.070	.008	83.203	1	.000	1.072
Brj. Vekst	-.082	.074	1.233	1	.267	.921
Brj. ROA T2	.186	.080	5.337	1	.021	1.204
Brj. EBITDA-margin T2	.005	.072	.005	1	.942	1.005
Brj. Gj.andel T2	-.187	.050	14.277	1	.000	.829
Brj. Gj.andel x Brj. EBITDA T2	.350	.051	47.899	1	.000	1.420
Constant	-1.761	.058	924.710	1	.000	.172

For T2 bransjejustert er det en stor utfordring å finne frem til de riktige uavhengige variablene. I den valgte regresjonen har vi benyttet omsetning som mål på størrelse. Øvrige mål på størrelse blir ikke signifikante. Problemet med omsetning er at den ikke lar seg kombinere med en signifikant verdi på vekst. Testing av interaksjonsledd, andre- og tredjegradsledd for vekst ga ingen meningsfulle tilskudd til analysen. Samtidig må vi benytte to mål på lønnsomhet av to grunner. For det første så vi igjen en indikasjon på at variablene EBITDA-margin og gjeldsandel beveget seg i et ikke-parallelt mønster, noe som tyder på en ikke-lineær sammenheng mellom de to variablene. Vi konstruerte derfor et interaksjonsledd mellom EBITDA-margin og gjeldsandel. I denne regresjonen ser vi at interaksjonsleddet er klart signifikant. For det andre må ROA inkluderes som et mål på lønnsomhet for å få en statistisk signifikant verdi på lønnsomhet. Sistnevnte kan forsvares ved at korrelasjonen mellom ROA og EBITDA-margin ikke er urovekkende høy, se appendiks punkt 0. Multikollineariteten økes ikke i særlig grad av at man legger til interaksjonsleddet mellom EBITDA-margin og gjeldsandel. Fra punkt 0 i appendiks kan man se at nivåene på korrelasjonen og variansinflatjonen ikke er særlig høy. Nagelkerke R^2 er på 7,5 %. Uten interaksjonsleddet ligger den på om lag 5 %, hvilket igjen argumenterer for å benytte interaksjonsleddet i denne regresjonen.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til det bransjejusterte størrelsesmålet i regresjonen indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,072 \rightarrow (1,072-1)*100 = 7,2 \%$. Dette indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker med 7,2 % for én enhets økning i størrelse. Vi ser her at fortegnet på koeffisienten til denne variabelen ikke har endret seg i forhold til T2 ikke-bransjejustert.

Vekst: Koeffisienten for bransjejustert vekst er ikke signifikant.

Lønnsomhet: Koeffisienten for det bransjejusterte målet på lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. Vi har her tatt utgangspunkt i koeffisienten til ROA ettersom dette var den signifikante variabelen for lønnsomhet. Med utgangspunkt i ROA har vi $\text{Exp}(B) = 1,204 \rightarrow (1,204-1)*100 = 20,4 \%$. Dermed øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 20,4 % for én enhets økning i lønnsomhet. Dette er den motsatte effekten av hva vi fikk som resultat da vi så på lønnsomhet i T2 ikke bransjejustert.

Soliditet: Koeffisienten for bransjejustert soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,829 \rightarrow (0,829-1)*100 = -17,1 \%$. Mer presist reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 17,1 % for én enhets økning i gjeldsandel. Dette er også identisk med fortegnet vi hadde for T2 ikke bransjejustert.

Dersom alle variablene ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 13,04 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 + \beta_5 \bar{x}_5 = 13,04 \%$$

Basert på tabellen under kan vi sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Omsetning	6,86 %
Vekst	Ikke signifikant
ROA	2,13 %
EBITDA-margin	Ikke signifikant
Gjeldsandel	-2,11 %

Tabell 6: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-bransjejustert

Fra Tabell 6 ser vi at ved å øke bransjejustert omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 6,86 %. Variablene for vekst og EBITDA-margin er ikke signifikante, og det blir derfor feil å vurdere effekten av en endring i dem. For bransjejustert ROA vil en økning på ett standardavvik bidra til å øke sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 2,13 %. For gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 2,11 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariablene børsnotert og aksjer som betalingsform har samme tolkning som under T2 ikke-bransjejustert.

5.4.1.1.3. Tid T1 – Ikke-bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	3589.144	.014	.024

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Ln Oms T1	.146	.022	42.824	1	.000	1.157
Vekst	-.002	.004	.290	1	.590	.998
Profittmargin T1	-.013	.002	29.214	1	.000	.987
Gj.andel T1	-.374	.189	3.910	1	.048	.688
Constant	-3.351	.283	140.230	1	.000	.035

Med samme resonnement som over har vi valgt å ta den naturlige logaritmen til størrelsesvariabelen omsetning. Man kunne også benyttet ln totale eiendeler og fått tilnærmet samme resultat. Profittmargin er det eneste målet på lønnsomhet som lot seg kombinere med gjeldsandel. Vekst i omsetning blir ikke signifikant, til tross for hyppige søk etter ikke-lineære sammenhenger mellom vekst og de øvrige variablene. Ulike interaksjonsledd, oppheving i andre eller oppheving i tredje medførte ingen forbedring i resultatet for vekst. Testingen for multikollinearitet for denne regresjon finner man i appendiks punkt 8.4.1.2. Denne viser at korrelasjonen mellom variablene og nivået på variansinflasjonen er lav, hvilket indikerer lite eller ingen multikollinearitet. Nivået på Nagelkerke R^2 er også her veldig lavt, men samtidig noe vi ikke vektlegger i særlig stor grad.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,157 \rightarrow (1,157-1)*100 = 15,7 \%$. Dette betyr at oddsen for å være en FK-transaksjon øker med 15,7 % for én enhets økning i størrelse. Også her er det viktig å merke seg at det er snakk om den naturlige logaritmen til størrelse.

Vekst: Koeffisienten for vekst er ikke signifikant. Vi har derfor ikke statistisk signifikans til å konkludere basert på veksten i omsetning.

Lønnsomhet: Koeffisienten for lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. $\text{Exp}(B) = 0,987 \rightarrow (0,987-1)*100 = -1,3 \%$. Denne reduksjonen er svært liten, men signifikant for profittmargin. Her reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 1,3 % for én enhets økning i lønnsomhet.

Soliditet: Koeffisienten for soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,688 \rightarrow (0,688-1)*100 = -31,2 \%$. Dermed reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 31,2 % for én enhets økning i gjeldsandel.

Dersom alle variablene ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 13,61 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 13,61 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1$ STD	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Ln Omsetning	4,94 %
Vekst	Ikke signifikant
Profittmargin	-2,98 %
Gjeldsandel	-1,06 %

Tabell 7: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-ikke bransjejustert

Fra Tabell 7 over ser man at ved å øke ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 4,94 %. Variabelen for vekst er ikke signifikant, og blir derfor ikke vurdert. For profittmargin vil en økning på ett standardavvik bidra til å redusere sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 2,98 %. For

gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 1,06 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariablene børsnotert og betalingsmiddelet aksje gir samme resultat som i analysen under T2.

5.4.1.1.4. Tid T1 – Bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	3669.438	.013	.022

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Brj. Oms T1	.036	.006	31.647	1	.000	1.037
Brj. Vekst	-.002	.004	.236	1	.627	.998
Brj. ROA T1	.153	.059	6.651	1	.010	1.165
Brj. Gj.andel T1	.100	.048	4.363	1	.037	1.105
Constant	-1.740	.048	1300.115	1	.000	.175

I denne regresjonen er det også kun bransjejustert omsetning som gir signifikant verdi på størrelse. Bransjejustert vekst er ikke mulig å få signifikant i T1. Det samme var tilfellet for vekst i T1 ikke bransjejustert. Også her er alle mulige interaksjonsledd og opphevinger testet uten at det gir signifikante resultater for vekst. ROA er benyttet som mål på lønnsomhet da dette målet gikk best overens med de andre variablene. Korrelasjonen mellom variablene er gjennomgående lav, se punkt 0 i appendiks. Det samme kan sies om nivået på variansinflasjonen. Nivået på Nagelkerke R^2 er også her veldig lavt, men samtidig noe vi ikke vektlegger i særlig stor grad.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til det bransjejusterte størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,037 \rightarrow (1,037-1)*100 = 3,7 \%$. Dermed øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 3,7 % for én enhets økning i størrelse. Variabelens fortegn har ikke endret seg i forhold til T1 ikke bransjejustert.

Vekst: Koeffisienten for vekst er ikke signifikant.

Lønnsomhet: Koeffisienten for bransjejustert lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. $\text{Exp}(B) = 1,165 \rightarrow (1,165-1)*100 = 16,5 \%$. Mer presist øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 16,5 % for én enhets økning i lønnsomhet. Dette er den motsatte effekten av hva vi fikk som resultat da vi så på lønnsomhet i T1 ikke bransjejustert.

Soliditet: Koeffisienten for bransjejustert soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 1,105 \rightarrow (1,105-1)*100 = 10,5 \%$. Dermed øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 10,5 % for én enhets økning i gjeldsandel. Dette funnet har den motsatte effekten enn den vi så for T2 bransjejustert.

Dersom alle variablene ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 15,86 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 15,86 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Omsetning	3,80 %
Vekst	Ikke signifikant
ROA	1,96 %
Gjeldsandel	1,26 %

Tabell 8: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1- bransjejustert

Vi ser fra Tabell 8 over at dersom vi øker ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 3,80 %. Variabelen for vekst er ikke signifikant, og blir derfor ikke vurdert. For ROA gir en økning på ett standardavvik en økning i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 1,96 %. For gjeldsandel øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 1,26 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariablene børsnotert og aksjer har samme tolkning som tidligere.

5.4.1.2. Oppkjøpsmål

5.4.1.2.1. Tid T2 – Ikke bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	432.677	.208	.316

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Ln Oms T2	.343	.066	26.859	1	.000	1.410
Vekst	.043	.124	.121	1	.728	1.044
EBIT-margin T2	-.014	.006	5.995	1	.014	.986
Gj.andel T2	-2.251	.305	54.488	1	.000	.105
Constant	-5.005	.803	38.885	1	.000	.007

Tilsvarende som for regresjonene utarbeidet for kjøper benytter vi også her den naturlige logaritmen til størrelsesvariabelen for å få signifikante verdier på de uavhengige variablene. Det er kun ln omsetning som gir et statistisk relevant resultat for størrelse, og ved bruk av totale eiendeler fremkom lite meningsfulle resultater i regresjonen. Vekst ga heller ikke i dette tilfellet signifikante verdier verken ved bruk av interaksjonsledd eller andre- og tredjegradsledd. EBIT-margin er det lønnsomhetsmålet som fungerte best i denne regresjonen. Fra tabellene i punkt 0 i appendiks ser vi at korrelasjonen ligger nærme null mellom alle variabler. Variansinflasjonen er også lav, slik at trusselen fra multikollinearitet ikke eksisterer i særlig grad. Nagelkerke R^2 er på 31,6 %. Dette er særdeles høyt sammenlignet med de andre regresjonene, men vektlegges ikke i stor grad.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,441 \rightarrow (1,441-1)*100 = 44,1 \%$. Med andre ord øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 44,1 % for én enhets økning i størrelse. Det er verdt å påpeke at vi har benyttet den naturlige logaritmen til størrelse.

Vekst: Koeffisienten for vekst er ikke signifikant. Vi har derfor ikke statistisk signifikans til å konkludere basert på veksten i omsetning.

Lønnsomhet: Koeffisienten for lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. $\text{Exp}(B) = 0,986 \rightarrow (0,986-1)*100 = -1,4 \%$. Denne reduksjonen er svært liten, men signifikant for EBIT-margin. I dette tilfellet reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 1,4 % for én enhets økning i lønnsomhet.

Soliditet: Koeffisienten for soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,112 \rightarrow (0,112-1)*100 = -88,8 \%$. Dette betyr at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres med 88,8 % for én enhets økning i gjeldsandel.

For å kunne sammenligne betydningen av variablene ønsker vi også for oppkjøpsmålene å se på effektene av en endring på ett standardavvik. Dersom alle variablene benyttet i regresjonen for T2 ikke bransjejustert ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 12,46 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 12,46 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Ln Omsetning	9,99 %
Vekst	Ikke signifikant
EBIT-margin	-3,11 %
Gjeldsandel	-8,69 %

Tabell 9: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-ikke bransjejustert

Fra Tabell 9 kan man identifisere at en økning i ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 9,99 %. Variabelen for vekst er ikke signifikant, og er heller ikke i dette tilfellet vurdert. For EBIT-margin gir en økning på ett standardavvik en reduksjon i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 3,11 %. For gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 8,69 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariablene knyttet til om oppkjøpsmålene er børsnotert eller betalingsform som aksjer eller kontant gir ingen signifikante resultater.

5.4.1.2.2. T2 – Bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	569.104	.032	.048

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Brj. Oms T2	.198	.073	7.447	1	.006	1.219
Brj. Vekst	.007	.021	.114	1	.736	1.007
Brj. ROA T2	-.022	.009	5.945	1	.015	.978
Brj. Gj.andel T2	.248	.127	3.831	1	.050	1.281
Brj. Oms x Brj. Gj.andel T2	-.194	.104	3.496	1	.062	.823
Constant	-1.332	.116	131.416	1	.000	.264

Omsetning er igjen den størrelsesvariabelen som gir best resultat. For bransjejusterte selskaper i T2 er det ikke mulig å få signifikant verdi på vekst. Interaksjonsledd, andre og tredjegrads ledd er forsøkt. Videre kan det nevnes at ROE også fungerer som mål på lønnsomhet, og ville gitt tilnærmet likt resultat som ROA. Etersom Nagelkerke R^2 er litt høyere ved bruk av ROA velges denne variabelen. Det er en indikasjon på at variablene bransjejustert omsetning og gjeldsandel beveger seg i et ikke-parallelt mønster, noe som tyder på en ikke-lineær sammenheng mellom de to variablene. Vi valgte derfor å konstruere et interaksjonsledd mellom bransjejustert omsetning og bransjejustert gjeldsandel. Fra appendiks punkt 8.4.2.7 kan man lese at interaksjonsleddet ikke korrelerer veldig mye med verken omsetning eller gjeldsandel. Nivået på variansinflasjonen er lavt for alle variabler, slik at man ikke har noen signaler om betydelig grad av multikollinearitet. Interaksjonsleddet er marginalt ikke signifikant på et 5 % nivå. Nagelkerke R^2 er på 4,8 %. Dersom man fjerner interaksjonsleddet faller Nagelkerke R^2 med nesten 1 %, hvilket er et godt argument for å beholde interaksjonsleddet.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til det bransjejusterte størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,219 \rightarrow (1,219-1)*100 = 21,9 \%$. Mer presist øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 21,9 % for én enhets

økning i størrelse. Vi ser her at fortegnet på denne variabelen ikke har endret seg i forhold til T2 ikke bransjejustert.

Vekst: Koeffisienten for vekst er ikke signifikant for regresjonen.

Lønnsomhet: Koeffisienten for bransjejustert lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. Med utgangspunkt i ROA har vi $\text{Exp}(B) = 0,978 \rightarrow (0,978-1)*100 = -2,2 \%$. Dette viser at oddsen for å være en FK-transaksjon øker med 2,2 % for én enhets økning i lønnsomhet. Dette er det samme fortegnet som vi fikk som resultat da vi så på lønnsomhet i T2 ikke bransjejustert.

Soliditet: Koeffisienten for bransjejustert soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 1,281 \rightarrow (1,281-1)*100 = 28,1 \%$. Dermed øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 28,1 % for én enhets økning i gjeldsandel. Effekten er den motsatte av den vi identifiserte for T2 ikke bransjejustert.

Dersom alle variablene benyttet i regresjonen for T2 bransjejustert ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 21,88 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 21,88 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Ln Omsetning	4,83 %
Vekst	Ikke signifikant
ROA	-3,66 %
Gjeldsandel	4,06 %

Tabell 10: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T2-bransjejustert

En økning i ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 4,83 %. Variabelen for vekst er ikke signifikant og derfor ikke vurdert. For ROA gir en økning på ett standardavvik en reduksjon i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 3,66 %. For gjeldsandel øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 4,06 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariabler tilknyttet om oppkjøpsmålene er børsnotert eller ikke gir ingen signifikante resultater. Derimot vises samme trend som for kjøperne hva angår betalingsformen aksjer. Igjen ser det ut til at flere av kjøpene under krisen er foretatt med aksjer, se punkt 8.4.3.2.

5.4.1.2.3. Tid T1-Ikke bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	523.227	.086	.130

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Ln Oms T1	.192	.056	11.617	1	.001	1.211
Vekst	-1.871	.492	14.441	1	.000	.154
EBIT-margin T1	-.024	.006	15.768	1	.000	.976
Gj.andel T1	-.454	.209	4.709	1	.030	.635
Vekst x Gj.andel T1	1.930	.812	5.659	1	.017	6.892
Constant	-3.105	.671	21.413	1	.000	.045

I denne regresjonen benyttes den naturlige logaritmen til størrelsesvariabelen for å få signifikante verdier på de uavhengige variablene. Det er kun ln omsetning som gir et statistisk signifikant resultat for størrelse. Ved bruk av totale eiendeler blir det mange høye signifikansnivåer i regresjonen. Som mål på lønnsomhet har vi benyttet EBIT-margin for å være konsekvent med analysen under T2. Vi ville oppnådd tilnærmet identisk resultat med bruk av profittmargin. Vi så det som hensiktsmessig å konstruere et interaksjonsledd mellom vekst og gjeldsandel da det var signaler om et ikke-lineært forhold mellom de to variablene som hadde negativ påvirkning for modellen som helhet. Gjeldsandel korrelerer ikke særlig med interaksjonsleddet, men det gjør derimot vekst, se appendiks punkt 0. Det kan derfor argumenteres for at interaksjonsleddet bør tas bort. På den andre siden er variansinflasjonen lav for alle variabler, også for interaksjonsleddet. I tillegg ser vi at alle variabler har signifikante variabler, samt at Nagelkerke R^2 er på 13 %. Dette er et høyt nivå på Nagelkerke relativt til de andre regresjonene vi har kjørt. Ettersom Nagelkerke R^2 faller med nesten 2 % ved å fjerne interaksjonsleddet mellom vekst og gjeldsandel velger vi å beholde det i regresjonen.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,211 \rightarrow (1,211-1)*100 = 21,1 \%$. Med andre ord øker oddsen for å være en FK-transaksjon med 21,1 % for én enhets økning i den naturlige logaritmen til størrelse.

Vekst: Koeffisienten for vekst indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon reduseres mye med økt nivå på vekst. $\text{Exp}(B) = 0,154 \rightarrow (0,154 - 1) * 100 = -84,6 \%$. Her ser vi at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres med 84,6 % for én enhets økning i vekst.

Lønnsomhet: Koeffisienten for lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. $\text{Exp}(B) = 0,976 \rightarrow (0,976 - 1) * 100 = -2,4 \%$. Denne reduksjonen er liten, men signifikant for EBIT-margin. Mer presist reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 2,4 % for én enhets økning i lønnsomhet.

Soliditet: Koeffisienten for soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,635 \rightarrow (0,635 - 1) * 100 = -36,5 \%$. Dermed reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 36,5 % for én enhets økning i gjeldsandel.

Dersom alle variablene benyttet i regresjonen ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 0,75 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 0,75 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1 \text{ STD}$	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Ln Omsetning	0,35 %
Vekst	-0,75 %
EBIT-margin	-0,32 %
Gjeldsandel	-0,17 %

Tabell 11: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-ikke bransjejustert

Av Tabell 11 ser vi at alle effektene ligger relativt lavt sammenlignet med effektene vi har sett i de øvrige regresjonene. En økning i ln omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 0,35 %. En økning på ett standardavvik i vekst reduserer sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 0,75 %. For EBIT-margin gir en økning på ett standardavvik en reduksjon i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 0,32 %. For gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 0,17 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariabler knyttet til om oppkjøpsmålene er børsnotert eller ikke gir ingen signifikante resultater. Derimot ser vi samme trend som for kjøperne hva angår betalingsformen aksjer. Igjen ser det ut til at en større andel av kjøpene under finanskrisen er betalt med aksjer.

5.4.1.2.4. Tid T1 – Bransjejustert

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	562.486	.049	.074

Variabler i regresjonen

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Brj. Oms T1	.111	.046	5.911	1	.015	1.117
Brj. Vekst	.028	.033	.721	1	.396	1.028
Brj. ROA T1	-.022	.007	10.492	1	.001	.978
Brj. Gj.andel T1	-.359	.118	9.295	1	.002	.698
Constant	-1.202	.119	102.640	1	.000	.301

For bransjejusterte oppkjøpsmål ett år før transaksjon (T1) har vi tatt utgangspunkt i regresjonen over. Omsetning er vårt naturlige mål på størrelse. Vekst lar seg heller ikke her bli signifikant. Vi har forsøkt alle mulige interaksjoner og andre- og tredjegradsledd med vekst uten å lykkes. Dersom EBIT-margin benyttes som mål på lønnsomhet i stedet for ROA er veksten nærmere et 5 % signifikansnivå, men fortsatt et stykke unna. Vi velger derfor igjen å benytte ROA (slik som for T2) ettersom Nagelkerke R^2 er høyere ved ROA enn EBIT-margin. I appendiks punkt 8.4.2.8 ser vi at korrelasjonen mellom samtlige variabler er lav, og at det samme er tilfellet for variansinflasjonen. Nagelkerke R^2 er på 7,4 %, hvilket er brukbart sammenlignet med de øvrige regresjonene utført i denne analysen.

Kommentarer til resultatene:

Størrelse: Koeffisienten til det bransjejusterte størrelsesmålet indikerer at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med størrelsen på selskapet. $\text{Exp}(B) = 1,117 \rightarrow (1,117-1)*100 = 11,7 \%$. Dette innebærer at oddsen for å være en FK-transaksjon øker med 11,7 % for én enhets økning i størrelse. Vi ser her at fortegnet på denne variabelen ikke har endret seg i forhold til T1 ikke bransjejustert.

Vekst: Koeffisienten for vekst er ikke signifikant for regresjonen.

Lønnsomhet: Koeffisienten for bransjejustert lønnsomhet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets lønnsomhet. Med utgangspunkt i ROA har vi $\text{Exp}(B) = 0,978 \rightarrow (0,978-1)*100 = -2,2 \%$. Mer presist øker oddsen for å være en FK-

transaksjon med 2,2 % for én enhets økning i lønnsomhet. Dette er den samme effekten som vi fikk da vi så på lønnsomhet i T1 ikke bransjejustert.

Soliditet: Koeffisienten for bransjejustert soliditet indikerer at oddsen for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på selskapets gjeldsandel. $\text{Exp}(B) = 0,698 \rightarrow (0,698 - 1) * 100 = -30,2 \%$. Med andre ord reduseres oddsen for å være en FK-transaksjon med 30,2 % for én enhets økning i gjeldsandel. Dette er identisk med fortegnet vi hadde for T1 ikke bransjejustert.

Dersom alle variablene benyttet i regresjonen ligger på sitt gjennomsnitt blir sannsynligheten for å være en FK-transaksjon lik 21,76 %.

$$Y = \text{Konstant} + \beta_1 \bar{x}_1 + \beta_2 \bar{x}_2 + \beta_3 \bar{x}_3 + \beta_4 \bar{x}_4 = 21,76 \%$$

Basert på tabellen under kan vi dermed sammenligne effekten av å øke den enkelte variabel med ett standardavvik.

Variabel med $\Delta = + 1$ STD	Effekt på sannsynlighet for å være krisetransaksjon
Omsetning	2,58 %
Vekst	Ikke signifikant
ROA	-4,06 %
Gjeldsandel	-5,53 %

Tabell 12: Effekten av å øke variabelen med ett standardavvik T1-bransjejustert

En økning i bransjejustert omsetning med ett standardavvik, øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 2,58 %. Variabelen for vekst er ikke signifikant og derfor ikke vurdert. For ROA gir en økning på ett standardavvik en reduksjon i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 4,06 %. For gjeldsandel reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 5,53 % ved en økning på ett standardavvik.

Kontrollvariabler knyttet til om oppkjøpsmålene er børsnotert gir ingen signifikante resultater. Derimot ser vi samme trend som for kjøperne hva angår betalingsformen aksjer. Igjen ser det ut til at en større andel av kjøperne under finanskrisen er foretatt med aksjer.

5.4.1.3. Oppsummering av funnene i den logistiske regresjonsanalyse

5.4.1.3.1. Kjøper under finanskrisen

Typiske egenskaper ved **kjøper under finanskrisen** er at de er **større** målt i omsetning enn kjøper før finanskrisen. Dette gjelder også når man justerer for bransjemessige forskjeller. Kjøper under finanskrisen opplever **lavere vekst i omsetning to år før transaksjon**. Dersom

variabelen for vekst bransjejusteres er den ikke signifikant. Veksten ett år før transaksjon har vi ikke grunnlag til å si noe om grunnet dens signifikansnivå. **Lønnsomheten er litt lavere** for kjøper under finanskrisen både ett og to år før transaksjon **når tallene ikke er justert for bransje**. Men dersom man **bransjejusterer lønnsomhetsmålene er lønnsomheten bedre for kjøpere under finanskrisen** enn kjøpere før krisen. **Soliditeten er høyere** (gjeldsandelen lavere) hos kjøpere under finanskrisen både ett og to år før transaksjon **uten bransjejustering**. **Bransjejustert soliditet er høyere to år før oppkjøp og lavere ett år før oppkjøp** for kjøper under finanskrisen.

5.4.1.3.2. Oppkjøpsmål under finanskrisen

Typiske egenskaper ved **oppkjøpsmål under finanskrisen** er at de er **større** målt i omsetning enn oppkjøpsmål før finanskrisen. Dette gjelder også når man justerer for bransjemessige forskjeller. Vekst i omsetning har vært en vanskelig variabel å finne statistisk signifikante verdier for oppkjøpsmål. Det eneste troverdige målet på vekst går ut på at oppkjøpsmål under finanskrisen har **lavere vekst ett år før transaksjon** enn oppkjøpsmål før krisen. Tall for to år før transaksjon og bransjejusterte tall gir ikke troverdighet. **Lønnsomheten er litt lavere** for oppkjøpsmål under finanskrisen både ett og to år før transaksjon. Bransjejustering av lønnsomhetsmålene endrer ikke på denne konklusjonen. **Soliditeten er høyere ett og to år før transaksjon** for oppkjøpsmål under finanskrisen **uten bransjejustering**. **Med bransjejustering er soliditeten lavere** for oppkjøpsmål under finanskrisen **to år før transaksjon**, mens **soliditeten er høyere ett år før transaksjon**.

5.4.2. Tolkning av resultater i logistisk regresjon

I vår tolkning av resultatene fra den logistiske regresjonen vil vi fokusere på hvilke egenskaper som er typiske for selskaper som var involvert i transaksjoner under finanskrisen sammenlignet med perioden før krisen. Funnene vil bli drøftet opp mot teorien vi presenterte i kapittel 2 og sammenlignet med de forventningene vi hadde til de ulike variablene i kapittel 3. På den måten ønsker vi å identifisere hvordan finanskrisen influerte det amerikanske markedet for selskapskontroll. I denne tolkningen av resultatene fra regresjonsanalysen vil vi beholde samme mønster som ved forventningene til variablene. Det innebærer at vi tolker funnene til både kjøper og oppkjøpsmål for hver enkelt variabel vi ser på.

5.4.2.1. Lønnsomhet

I hypotese 2a forventet vi å se at sannsynligheten for at kjøper skulle være en FK-transaksjon ble redusert ved økt nivå på lønnsomheten. Med andre ord forventet vi at kjøper under

finanskrisen hadde lavere lønnsomhet enn kjøper før finanskrisen. Forventningene våre ble bekreftet i analysen både i T2 og i T1, som viste signifikant nedgang i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ved økning i lønnsomhet. En plausibel forklaring på denne nedgangen er at den generelle etterspørselen etter varer og tjenester falt i forbindelse med krisen, noe som ledet til reduserte inntekter for selskapene. For mange selskaper var det trolig umulig å tilpasse kostnadsnivået etter det fallende nivået på inntektene, og det var dermed vanskelig å opprettholde det samme nivået på marginene. En annen viktig årsak knytter seg til tilgangen på kreditt. Etter hvert som tilgangen på kreditt fra utlånsbanker tørket inn, ble betingelsene på lånene dårligere. Disse økte kostnadene knyttet til lån bidro trolig også til å senke nivået på lønnsomheten. Fra den logistiske regresjonsanalysen har vi også målt effekten på sannsynligheten for å være en krisetransaksjon gitt at man øker variabelen for lønnsomhet med ett standardavvik. Hvis vi sammenligner denne effekten for lønnsomhet i T2 og T1, ser vi at den var sterkere i T1 enn i T2. Det betyr at forskjellene var større ett år før transaksjonen enn to år før transaksjonen. Dette virker også plausibelt ettersom etterspørselen for varer og tjenester og tilgangen på kreditt trolig var lavere i 2008 enn i 2007, og dermed hadde større innvirkning på lønnsomheten i 2008 enn i 2007.

Foreløpig har vi kun tolket de ikke bransjejusterte funnene for lønnsomheten hos kjøper. De bransjejusterte funnene gir vel så interessante resultater. Fra hypotese 2b forventet vi at den bransjejusterte lønnsomheten ville være høyere for kjøper under finanskrisen enn kjøper før finanskrisen. Denne forventningen ble bekreftet i resultatene fra den logistiske regresjonsanalysen. Når vi ser på lønnsomheten til kjøperne i forhold til gjennomsnittet i bransjen får vi den motsatte effekten som for kjøperne som ikke var bransjejustert. Her øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ved økning i lønnsomhet. Ved å bransjejustere trekker vi ut effekten av det makroøkonomiske fallet i etterspørsel og kan derfor sammenligne selskaper på mikronivå i forhold til sin egen bransje. Funnet indikerer at når krisen inntraff så var det, i sterkere grad enn før krisen inntraff, de mest lønnsomme selskapene i bransjen som foretok kjøp. Fra tolkningen av ikke-bransjejustert lønnsomhet fant vi at lønnsomheten generelt var høyere før krisen for kjøper. Kombinerer vi funnene tyder dette på at de litt mindre lønnsomme selskapene innenfor sin bransje var i stand til å gjøre oppkjøp før finanskrisen inntraff, mens det under krisen primært var de mest lønnsomme selskapene innenfor sin bransje som kunne kjøpe. Sammenlignet med sine respektive bransjer var derfor kjøperne mer lønnsomme under finanskrisen enn i årene før. En plausibel forklaring kan her være at de selskapene som relativt sett hadde best lønnsomhet under finanskrisen benyttet

anledningen til å kjøpe selskaper som slet med lavere lønnsomhet til en pris som var kraftig undervurdert. Dette kan ses i sammenheng med teori om brannsalg, hvor selskaper i sterkt berørte bransjer må prises til et lavt nivå for å tiltrekke seg kjøpere fra andre bransjer.

For ikke bransjejusterte oppkjøpsmaal forventet vi ogsa at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ble redusert ved økt nivå på lønnsomheten. Funnene i den logistiske regresjonsanalysen bekreftet våre forventninger da både T2 og T1 viste signifikant nedgang i sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ved økning i lønnsomhet. Med andre ord var det lavere lønnsomhet på de selskapene som ble solgt under finanskrisen enn før krisen. Hovedårsaken knytter seg, som for kjøper, opp mot det generelle fallet i etterspørselen og endringen i lånebetingelsene.

Fra hypotese 2b forventet vi at det ikke ville være noen klare resultater i verken positiv eller negativ forstand når lønnsomheten til oppkjøpsmalet var bransjejustert. Resultatene fra den logistiske regresjonsanalysen viser den motsatte effekten for bransjejustert lønnsomheten til oppkjøpsmalet enn den effekten vi så for kjøper. Her reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ved økt nivå på bransjejustert lønnsomhet. Med andre ord blir en større andel av de selskapene innad i en bransje som har lavest lønnsomhet kjøpt under finanskrisen relativt til årene før krisen. Sammenligner man dette med funnene fra kjøper kan det forstås slik at det under finanskrisen var typisk de mest lønnsomme selskapene i en bransje som kjøpte de mindre lønnsomme selskapene. I årene før krisen var ikke nivået på bransjejustert lønnsomhet like betydningsfullt for å identifisere hvem som var kjøper og hvem som var oppkjøpsmaal. Logikken bak funnene for oppkjøpsmaal peker derfor i retning av at mange av de relativt sett minst lønnsomme selskapene måtte selges under krisen, noe som kan ses i samsvar med teorien om brannsalg nevnt ovenfor.

5.4.2.2. Soliditet

Basert på hypotese 3a forventet vi at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ville stige ved et økt nivå på soliditet. Fra den logistiske regresjonsanalysen så vi at en økning i gjeldsandel reduserte sannsynligheten for å være en FK-transaksjon. Ettersom en reduksjon i gjeldsandel er ensbetydende med en økning i soliditeten stemmer analysen overens med våre forventninger. Enkelt forklart innebærer funnet at kjøperne under finanskrisen hadde lavere andel gjeld i sin balanse enn de selskapene som foretok kjøp før krisen. Det kan være flere årsaker til at kjøperne hadde lavere gjeldsandel under finanskrisen. Det lave nivået på renten i det amerikanske markedet tidlig på 2000-tallet kan ha påvirket bedrifters valg av

kapitalstruktur ved å gjøre gjeldsopptak relativt sett mer attraktivt perioden før finanskrisen. I tiden inn mot finanskrisen ble gjeld mindre attraktivt grunnet strengere betingelser fra bankene. Lån ble både dyrere og vanskeligere å få tak i. Dette kan ha ført til at selskaper med høy gjeld og lav soliditet hadde færre muligheter til å finansiere oppkjøp under finanskrisen. Risikoen knyttet til slike selskaper var høy, og bidro trolig til å redusere mulighetene for å hente inn nødvendig kapital utenfra til å foreta et oppkjøp.

Dersom man ser på bransjejustert soliditet for kjøper, spriker funnene for T2 og T1 i hver sin retning. T2 indikerer at en økning i bransjejustert soliditet øker sannsynligheten for å være en FK-transaksjon. Funnet for T2 er med andre ord det vi forventet, noe vi presenterte i hypotese 3b. T1 indikerer at en økning i bransjejustert soliditet reduserer sannsynligheten for å være en FK-transaksjon. Mer utdypende betyr dette at kjøperne under finanskrisen var mer solide relativt til sin bransje to år før finanskrisen, sammenlignet med kjøperne to år før en transaksjon i perioden før krisen. Motsatt er tilfellet for selskapene ett år før transaksjon. Her var selskapene mindre solide i forhold til bransjens gjennomsnitt for en FK-transaksjon. Resultatene for T2 bransjejustert virker plausibelt i form av at forskjellen i soliditeten mellom kjøper og bransjens gjennomsnitt var høyere under FK-transaksjonene enn for transaksjonene før krisen. Dette viser bare at det var viktigere å ha en lav gjeldsandel relativt til bransjen under finanskrisen dersom man skulle foreta et oppkjøp. Effekten på sannsynligheten for å være en FK-transaksjon er sterkere for T2 enn for T1, dermed fremstår troverdigheten i funnet på T2 større.

For oppkjøpsmålene forventet vi gjennom hypotese 3a at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ville reduseres med økt nivå på soliditeten. Funnene våre fra analysen indikerer det stikk motsatte. Her ser vi at oppkjøpsmålene har høyere soliditet ved FK-transaksjon enn ved transaksjon før krisen. Effekten er særlig sterk i T2, mens den er svak i T1. Årsaken bygger trolig på det samme som for kjøper, nemlig at rentenivået generelt var veldig lavt tidligere på 2000-tallet. Det var derfor lettere å få tilgang på gjeld. En annen medvirkende faktor kan være at oppkjøpsmål med høy gjeldsandel ble vurdert til å ha alt for høy risiko under finanskrisen, mens slike oppkjøpsmål var mindre risikable i årene før krisen.

Ser vi på bransjejustert soliditet for oppkjøpsmålene finner vi også her sprikende resultat for T2 og T1. Vi forventet i hypotese 3b at den bransjejusterte soliditeten ville være lavere for oppkjøpsmål under finanskrisen. Vår forventning bekreftes i funnene for T1, men ikke for T2. Ett år før transaksjonen reduseres sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ved økning i

soliditet, mens det motsatte er tilfellet to år før transaksjonen. En rasjonell tolkning av resultatet i T1 kan være at bedrifter med høyere gjeld enn sine konkurrenter ble nødt til å selges under finanskrisen.

5.4.2.3. Størrelse

I hypotese 4a argumenterte vi for at vi forventet at kjøper under finanskrisen var relativt sett større enn kjøper i årene før krisen. Vi antok at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon ville øke med økt nivå på størrelse. Funnene i analysen bekrefter nettopp det vi forventet ettersom vi har signifikante resultater i både T2 og T1 som peker på at selskapene som gjorde kjøp under krisen var større enn selskapene som gjorde kjøp før krisen. Resultatene er ikke særlig overraskende ettersom større selskaper av flere grunner håndterer en krise bedre enn små selskaper. For det første bør store selskaper ha større ressurser til komme seg gjennom en tung periode. Både finansielle og organisatoriske ressurser bør gi større selskaper et fortrinn som gjør at store selskaper ikke i samme grad må foreta paniske handlinger som for eksempel et salg. For det andre vil banker være mindre villige til å gi ut lån i krisetider til små selskaper ettersom risikoen hos disse anses langt høyere. Små selskaper rammes med andre ord hardere under en finanskrisen enn store selskaper. Den manglende tilgangen på kapital gjør det vanskelig for de små å foreta oppkjøp i krisetider.

Fra hypotese 4b forventet vi at bransjejustert størrelse ville være høyere for kjøper under finanskrisen. Vår forventning bekreftes i resultatene fra den logistiske regresjonsanalysen. Vi får samme resultat som ved den ikke bransjejusterte størrelsesvariabelen, hvilket betyr at størrelsen relativt til bransjens gjennomsnittsstørrelse var viktigere under finanskrisen enn årene før krisen. Viktigheten av å være markedsleder eller størst innenfor sin bransje står altså sterkere under finanskrisen i lys av å være i posisjon til å foreta oppkjøp. Funnene kan tyde på at konkurransen innad i bransjene tilspisses i oppgangstider, mens det i nedgangstider primært er de store selskapene som markerer seg. Det var trolig lettere for de større selskapene å utnytte sin markedsrett ved å kjøpe opp mindre selskaper som ikke klarte å håndtere sine forpliktelser like bra under krisen.

Funnene for oppkjøpsmål er litt mer overraskende. I hypotese 4a forventet vi at oppkjøpsmålene under finanskrisen typisk ville være litt mindre enn oppkjøpsmålene før krisen. Resultatene fra den logistiske regresjonsanalysen indikerer det stikk motsatte. Sannsynligheten for å være en FK-transaksjon øker med økt størrelse på oppkjøpsmålene både i T2 og T1. Det tyder derfor på at argumentene i avsnittet over knyttet til at de store

selskapenes utnyttet sin markedsrett til å kjøpe små selskaper ikke er like troverdig. Vi mener ikke at funnene avviser påstanden om at de små selskapene slet mer enn de store under finanskrisen. I stedet tror vi at funnet for oppkjøpsmål kan tyde på at de store selskapene vegret seg for å kjøpe de minste, nettopp fordi risikoen knyttet til disse selskapene var større. Resultatene er også konsistente med funnene fra den deskriptive analysen punkt 5.2.3. I dette avsnittet viste vi at den gjennomsnittlige transaksjonsverdien i 2009 var klart høyere enn samme verdi i årene før. Det var også klart færre transaksjoner i 2009 enn i perioden før. På bakgrunn av at prisen man betalte per oppkjøpsmål var høyere gjennomsnittlig under finanskrisen, er det derfor ikke ulogisk at oppkjøpsmålene under finanskrisen var større enn oppkjøpsmålene før krisen.

I hypotese 4b forventet vi at bransjejustert størrelse var lavere for oppkjøpsmålene under finanskrisen. Fra den logistiske regresjonsanalysen så vi derimot at funnene for oppkjøper ikke endres ved å bransjejustere størrelsesmålet. Med andre ord ser vi en tendens under finanskrisen til at de største selskapene i bransjen kjøper relativt sett store oppkjøpsmål hvis man sammenligner med årene før krisen. En plausibel forklaring kan være at det er flere små selskaper som går eller er i ferd med å gå konkurs under finanskrisen, og dermed ikke er særlig attraktive oppkjøpsmål. Samlet sett er det derfor større selskaper som er involvert i transaksjoner enten som kjøper eller oppkjøpsmål under finanskrisen.

5.4.2.4. Vekst

I hypotese 5a forventet vi at veksten til både kjøper og oppkjøpsmål ville være lavere for de som var involvert i transaksjoner under finanskrisen enn de som var involvert før krisen. Fra den logistiske regresjonsanalysen får vi kun delvis støtte for våre forventninger. Vekst ga kun signifikant resultat for kjøper to år før transaksjon og oppkjøpsmål ett år før transaksjon. Hvis vi begynner med kjøper, så indikerer funnene fra analysen i T2 at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon reduseres ved økt nivå på vekst. Effekten på sannsynligheten var sterk gitt at en økning på ett standardavvik i vekst reduserte sannsynligheten for å være en FK-transaksjon med 8,75 %. Ettersom vi definerte vekst basert på vekst i omsetning fremstår dette funnet plausibelt. Den årlige omsetningen er avhengig av den årlige etterspørselen, og siden etterspørselen på det samlede amerikanske markedet falt i forbindelse med finanskrisen er det naturlig at veksten hos kjøperne under krisen er lavere enn veksten til kjøperne før krisen. Årene rundt midten av 2000-tallet var samtidig preget av stor optimisme og økende etterspørsel, som bidro til at nivået på veksten blant selskapene bør ha vært høyt. Det er derfor overraskende at man ikke får det samme signifikante funnet for vekst hos kjøper ett år før

transaksjon. Koeffisienten til vekst i T1 er ikke signifikant. Det innebærer at vi ikke har statistisk grunnlag til å hevde at veksten var lavere for kjøper ett år før en FK-transaksjon enn ett år før en transaksjon før krisen.

I hypotese 5b forventet vi at bransjejustert vekst for kjøper under finanskrisen ville være lavere enn for kjøper før krisen. Fra den logistiske regresjonsanalysen så vi at den bransjejusterte variabelen for veksten til kjøper ikke ble signifikant verken i T2 eller T1. Det er derfor heller ikke her grunnlag til å konkludere i en bestemt retning. For bransjejustert vekst kunne et mulig utfall være at veksten var høyere hos kjøper under finanskrisen. Bransjejustert vekst er selskapets vekst fratrukket bransjens medianvekst, og det ville ikke overrasket om de selskapene som var i stand til å foreta kjøp under finanskrisen hadde større differanse til bransjens medianvekst enn de som gjennomførte kjøp før krisen. Da vi argumenterte for vår hypotese la vi til grunn at vi trodde at finanskrisen rammet bransjer i ulik grad. Dette kan ha bidratt til at kjøpere typisk kom fra bransjer som ikke var like hardt rammet, mens oppkjøpsmål kom fra bransjer som var hardt rammet. På den måten argumenterte vi for at kjøper ikke nødvendigvis måtte ha høyere vekst enn bransjens median under finanskrisen. Den logistiske regresjonsanalysen har ikke gitt noen signaler om verken den ene eller den andre retningen på vekst. Funnene er allikevel interessante da de indikerer at det ikke er noen sammenheng mellom bransjejustert vekst og sannsynligheten for å være en FK-transaksjon.

For oppkjøpsmålet indikerer funnene i T1 at sannsynligheten for å være en FK-transaksjon reduseres ved en økning i veksten. Dette stemmer overens med vår forventning fra hypotese 5a. Som for kjøper innebærer dette at veksten i selskapene som ble kjøpt under finanskrisen var lavere enn veksten i oppkjøpsmålene før krisen. Med tanke på den reduserte etterspørselen er dette et forventet funn da vi tror mange selskaper som opplevde stor nedgang i sin omsetning ble nødt til å selge sin virksomhet under finanskrisen. For T2 viser analysen at vi ikke har statistisk grunnlag til å si at veksten var lavere for de selskapene som ble solgt under finanskrisen.

De bransjejusterte variablene for veksten til oppkjøpsmålene ga heller ingen signifikante resultater. Det betyr at vi ikke har tall som tyder på at det var store forskjeller i oppkjøpsmålenes vekst mot bransjens medianvekst når man sammenligner FK-transaksjoner med transaksjonene før krisen.

6. STYRKER OG SVAKHETER VED STUDIEN OG FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING

6.1. Styrker og svakheter ved studien

Ved enhver studie vil det fremkomme styrker og svakheter. I de påfølgende avsnittene vil vi presentere de mest relevante for vår studie.

I vår studie har vi benyttet regnskapsdata produsert av Bureau Van Dijk og informasjon om fusjoner og oppkjøp fra samme database. I denne databasen har vi brukt BvD ID nummer til hvert foretak for å identifisere hvert foretak og tilhørende bransje. Bureau Van Dijk produserer internasjonale databaser, noe som har bidratt til å øke reliabiliteten til vår studie.

For det andre er foretaksinformasjon og regnskapsdata å betrakte som en objektiv kilde til informasjon. Ved å benytte slik informasjon, har vi unngått problemer som kan oppstå ved intervjusituasjoner. På den andre siden kan det oppstå andre svakheter når man benytter sekundærdata. Tallmaterialet er ikke utarbeidet ene og alene til gjennomførelse av våre analyser. Det kan derfor oppstå skjevheter i forholdet til ønskelig analyse. Dette problemet har ikke vært nevneverdig stort for oss. Derimot har mangelfulle data vært et større problem. Mange av selskapene vi har analysert er ikke børsnotert og tilgang på foretaksinformasjon har således vært minimal. Særlig har mangelfull informasjon gjort seg gjeldende i forbindelse med oppkjøpsmålene, se appendiks punkt 8.4.4.1 som viser at kun 4 % av oppkjøpsmålene var børsnotert. Generelt har databasene Zephyr og Orbis ikke inneholdt like mye informasjon som vi hadde håpet på. Vi vurderer likevel ikke den manglende informasjonen som et stort problem for vår analyse, men det er nærliggende å tro at et enda større tallmateriale ville økt den lave forklaringskraften til den logistiske regresjonsmodellen. Gjennomgående for samtlige analyser, har forklaringskraften, illustrert gjennom Nagelkerke R^2 , vært lav. Dette indikerer at det trolig eksisterer andre forklaringsvariabler enn den benyttede foretaks- og regnskapsdataen, som kan fange opp sannsynligheten for å være en FK-transaksjon på en bedre måte. Med andre ord er ikke slik informasjon alene nok til å forklare hva som påvirker sannsynligheten for å være en krisetransaksjon. Vi har i vår analyse benyttet variabler basert på et mikroøkonomisk nivå. En kombinasjon av variabler på et mikro- og makroøkonomisk nivå kunne påvirket forklaringskraften i positiv forstand. I tillegg er det verdt å nevne at vårt skjeve utvalg, kan ha innvirkning på forklaringskraften til studien. Vi har et vesentlig høyere antall av transaksjoner i perioden før krisen, enn i krisetid. Spesielt i de tilfeller hvor SPSS

skal predikere om et funn tilhører en krisetransaksjon eller ikke, vil den i de fleste tilfeller fokusere på utvalgsstørrelsen, og dermed antyde at variabelen tilhører det største utvalget.

Det er viktig å presisere at funn fra studier knyttet til regnskapsmål må tolkes med forsiktighet da prestasjonsmål som profittmarginer og vekst hentet fra årlige regnskapstall vil være en funksjon av (Lien & Knudsen, 2012d):

- Krisens påvirkning på bedriften
- Handlinger bedriften tok for å møte utfordringer og muligheter skapt av krisen
- Alle andre faktorer som påvirker selskapets prestasjon mellom de aktuelle årene som ikke er relatert til krisen.

Vår analyse av relaterthet lider også av enkelte svakheter. En rekke bedrifter opererer med både primær- og sekundærkoder. I vår analyse har vi valgt kun å vektlegge primærkoden. Dette betyr at det kan eksistere tilfeller hvor bedrifter er lik på sekundærkoden, og dermed er relaterte, men som ekskluderes siden vår analyse kun omfatter lik primærkode.

Et annet problem vi har støtt på er en svakhet ved selve utformingen av Orbis databasen. Da vi benyttet denne databasen brukte vi flere seleksjonskriterier. Blant dem vi forsøkte å benytte var en minimumsgrense på omsetning. Et problem ved bruk av dette kriteriet var at den utelukket omsetning som var innenfor vårt ønskede intervall. Derfor brukte vi sorteringsknappen og manuelt fant frem til grensen. På den måten sikret vi at hele det ønskede utvalget ble inkludert. Dette problemet mener vi er verdt å nevne slik at ikke andre havner i denne fallgruven.

6.2. Forslag til videre forskning

Etter å ha forsket på hvordan finanskrisen har påvirket markedet for selskapskontroll over en lengre periode, har vi underveis i prosessen sett at en rekke områder kan være aktuelle for fremtidig forskning. For det første kan det være aktuelt å gjennomføre våre analyser på nytt for å undersøke om endringer fremkommer dersom man hadde hatt tilgang på et rikere material. Spesielt omhandler dette tilgang på informasjon fra ikke børsnoterte selskaper. Slik informasjon er svært utfordrende å finne frem til, men dersom fremtidig databaser inneholder denne typen informasjon kunne det vært svært interessant å se om dette har innvirkning på funnene.

I vår relaterhetsanalyse har vi kun fokusert på analyser av primærkoden mellom kjøper og oppkjøpsmål. En analyse hvor man i tillegg inkluderer sekundærkoden kan potensielt få frem klarere resultater i relaterhetsanalysen

Selve temaet markedet for selskapskontroll relatert til finanskrisen har blitt viet lite forskning sammenlignet med større makroøkonomiske analyser. Vi har i vår analyse forsøkt å gi en forklaring på hvilke karakteristika en krisetransaksjon har. Våre analyser er primært rettet mot et mikronivå, det vil si fokus på foretaks- og regnskapstall. Vår relativt lave forklaringsgrad indikerer at andre faktorer kan være bedre forklaringsvariabler. Derfor vil vi oppmuntre videre forskning til å se nærmere på om andre variabler vil øke forklaringskraften, eksempelvis kan man supplere mikro- og makroøkonomiske forhold i samme analyse. Avslutningsvis kan en annen interessant studie være å sammenligne vår studie med lignende studier gjennomført på andre land for å drøfte resultatene.

7. KONKLUSJON

I denne utredningen har vi forsøkt å avdekke hvordan finanskrisen har påvirket det amerikanske markedet for selskapskontroll. Vi har vektlagt forhold som antall og verdi på transaksjonene, relatertheten mellom transaksjonspartene og egenskapene til de selskapene som var involvert.

Vår deskriptive analyse viste at finanskrisen har ført til et fall i antall og aggregert verdi på transaksjonene. Samtidig var det interessant å påvise at gjennomsnittlig transaksjonsverdi faktisk var høyere under krisen enn i perioden før. En nærmere analyse av standardavvikene viste at det var større spredning mellom de største og minste kjøpene under finanskrisen. Det kan derfor tyde på at det var en større nedgang i små transaksjoner enn i store.

Relaterthetsanalysen viste en jevn økning i kjøp av relatert virksomhet i perioden 2005-2008. Denne trenden snudde under finanskrisen, noe som kan indikere en viss brannsalgseffekt. Det var store forskjeller i hvordan finanskrisen berørte ulike bransjer. Dette førte til at de bransjene som ble hardest rammet ble nødt til å selge eller avvikle sin virksomhet. For å tiltrekke seg potensielle kjøpere fra andre bransjer ble prisen presset nedover. Relatert til funnene om gjennomsnittlig transaksjonsverdi under finanskrisen kan det bety at man fikk kjøpt store selskaper til en god pris.

Den logistiske regresjonsanalysen påviste at sannsynligheten for å være en krisetransaksjon for *kjøper* økte med økt nivå på størrelse og soliditet, mens den reduserte for økt nivå på lønnsomhet og vekst. Ved bransjustering av variablene endret konklusjonen seg for lønnsomhet ett og to år før transaksjon, samt soliditet ett år før transaksjon. For størrelse var resultatet det samme, mens bransjustert vekst ikke ga signifikante resultater.

Sannsynligheten for å være en krisetransaksjon for *oppkjøpsmål* økte ved et høyere nivå på størrelse og soliditet, mens den ble redusert ved et høyere nivå på lønnsomhet og vekst. Ved bransjustering av variablene endret resultatene seg for soliditet ett år før transaksjon. For bransjustering av størrelse og lønnsomhet fremkom det ingen endring i resultatet, mens bransjustert vekst ikke ga signifikante verdier.

Ved en sammenligning av de bransjusterte resultatene med de absolutte, indikerte den logistiske regresjonsanalysen enkelte forskjeller i konklusjonene knyttet til selskapers egenskaper. Flere av resultatene i de absolutte variablene kan derfor tilskrives bransjeeffekter. Vi konkluderer derfor med at typiske karakteristika ved *kjøper* under finanskrisen var at den

generelle lønnsomheten var lavere, men relativt til bransjens gjennomsnitt hadde kjøper faktisk bedre lønnsomhet. Kjøper var større målt i omsetning både i absolutt forstand og justert relativt til egen bransje. Soliditeten var bedre målt på absolutt form, men relativt til egen bransje var den kun bedre to år før transaksjonen. Kjøper opplevde lavere vekst i omsetning to år før transaksjon, mens den bransjejusterte variabelen for vekst virker å ha lite betydning.

Vi konkluderer med at typiske karakteristika ved *oppkjøpsmålene* under finanskrisen var at lønnsomheten var lavere både i absolutt forstand og sammenlignet med bransjens gjennomsnitt. Oppkjøpsmålene var større målt i omsetning både i absolutt forstand og justert i forhold til egen bransje. Soliditeten var sterkere målt på absolutt form, men relativt til egen bransje var den kun bedre ett år før transaksjonen. Oppkjøpsmålene opplevde lavere vekst i omsetning ett år før transaksjon, mens den bransjejusterte variabelen for vekst ikke ga meningsfulle resultater.

Avslutningsvis vil vi poengtere at vår studie hovedsakelig ønsket å belyse finanskrisens effekter fra et mikroøkonomisk perspektiv. Det kan derfor være andre forklaringsvariabler fra makroøkonomiske forhold som kan utfylle våre funn.

8. APPENDIKS

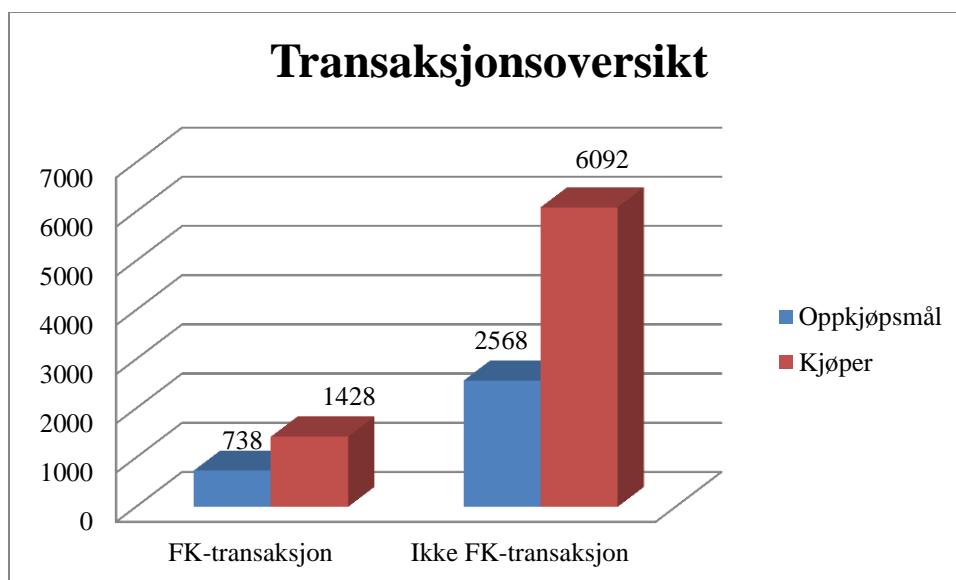
8.1. Inflasjonstabell

År	Inflasjon	Grense
2002	1,59 %	1 000 000
2003	2,27 %	1 022 700
2004	2,68 %	1 050 108
2005	3,39 %	1 085 707
2006	3,24 %	1 120 884
2007	2,85 %	1 152 829
2008	3,85 %	1 197 213
2009	-0,34 %	1 193 143
2010	1,64 %	1 212 710

(Capital Professional Services, LLC, U.D)

8.2. Deskriptiv statistikk

8.2.1. Fordelingen mellom kjøper og oppkjøpsmål

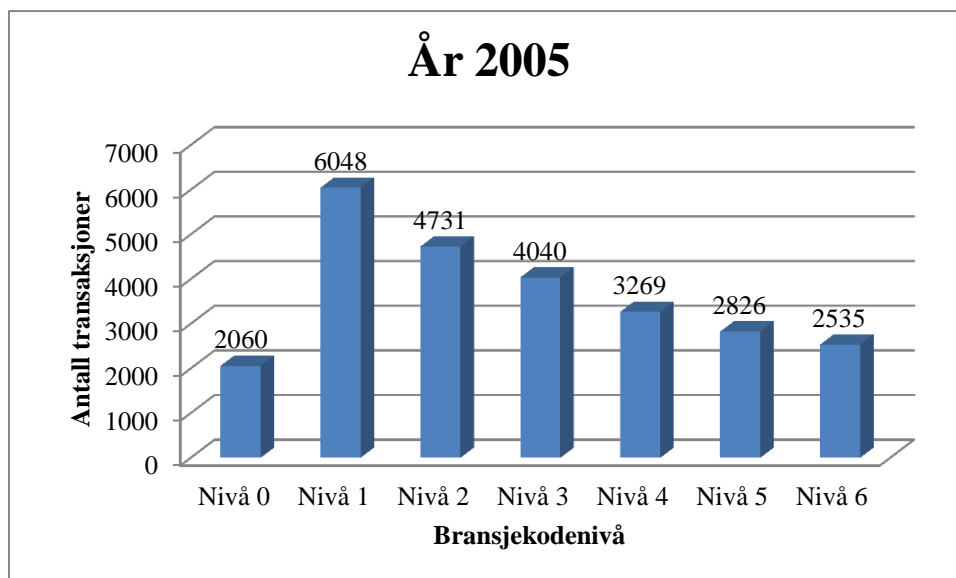


8.3. Relaterthet

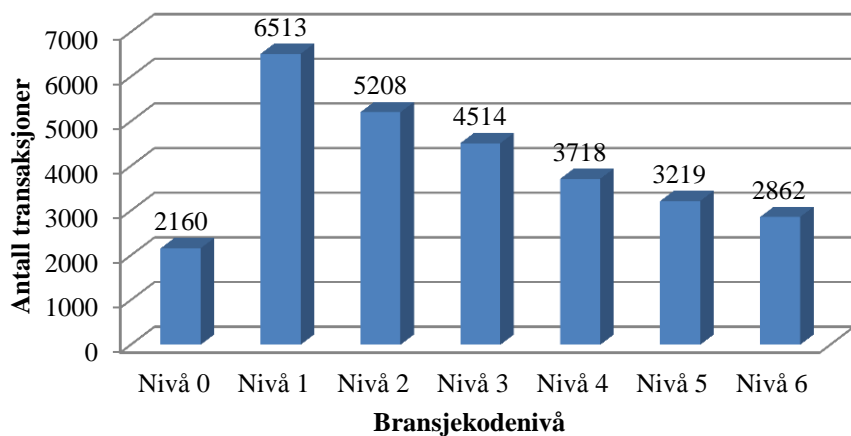
8.3.1. Tabell over bransjer basert på to-siffernivå

Sektor	Beskrivelse
11	Jordbruk, skogbruk, jakt og fiske
21	Bergverksdrift og olje- og gassutvinning
22	Redskaper/hjelpemidler
23	Bygg- og anlegg
31-33	Produksjon
42	Engroshandel
44-45	Detaljhandel
48-49	Transport og lagring
51	Informasjon
52	Finans og forsikring
53	Eiendom, utleie og leasing
54	Faglig, vitenskapelig og tekniske tjenester
55	Ledelse av bedrifter og virksomheter
56	Administrative, brukerstøtte, avfallshåndtering og utbedringstjenester
61	Utdanning og pedagogiske tjenester
61	Helsevesenet og sosialhjelp
71	Kunst, underholdning og rekreasjon
72	Overnatting og restaurantdrift
81	Andre tjenester unntatt offentlig forvaltning
92	Offentlig forvaltning

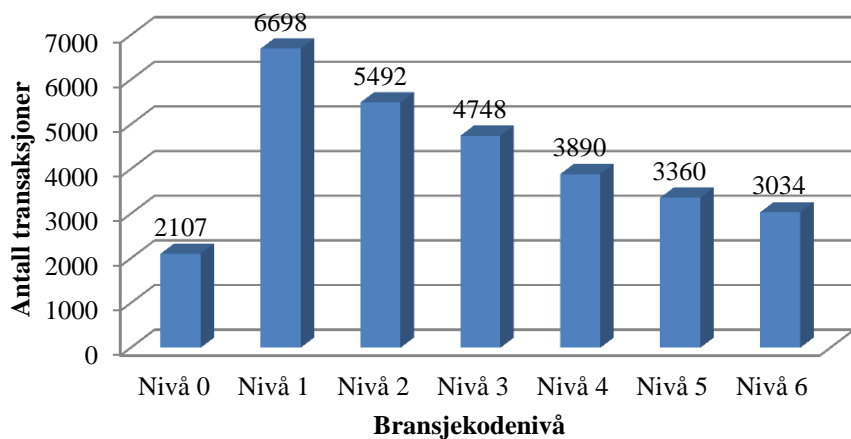
8.3.2. Oversikt over fordelingen av bransjekodenivå år for år basert på antall transaksjoner



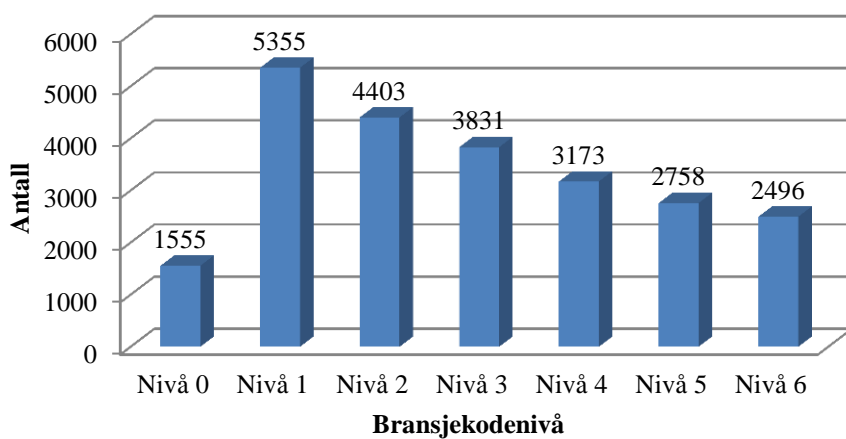
År 2006

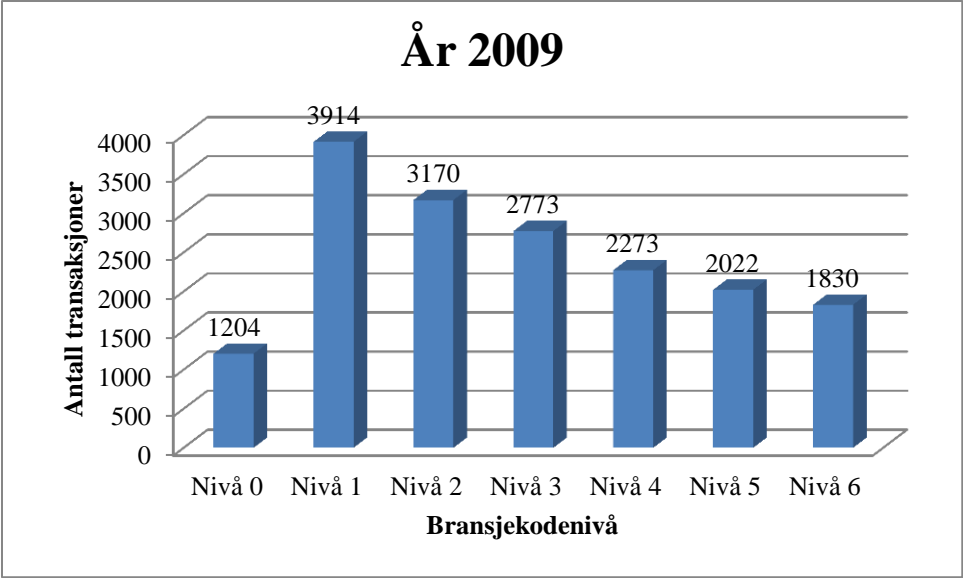


År 2007



År 2008





8.4. Logistisk regresjon

8.4.1. Test av multikollinearitet ved bruk av Pearsons korrelasjonstest

8.4.1.1. Kjøper i periode T2 – Ikke bransjejustert

	Oms	LnOms	Vekst	Tot Ei	Profittmargin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITD A-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1										
LnOms	0,422**	1									
Vekst	-0,008	-0,132**	1								
Tot Ei	0,426**	0,256**	-0,05	1							
Profittmargin	0,037**	0,177**	-0,044**	0,107**	1						
ROE	0,058**	0,235**	-0,024	0,024	0,435**	1					
Ant. Ansatte	0,758**	0,363**	-0,010	0,336**	0,037*	0,053**	1				
ROA	0,075**	0,340**	-0,034*	0,001	0,607**	0,662**	0,066**	1			
EBITDA-margin	0,030*	0,299**	-0,051**	0,072**	0,793**	0,353**	0,024	0,553**	1		
EBIT-margin	0,037*	0,276**	-0,044**	0,056**	0,912**	0,438**	0,33*	0,663**	0,919**	1	
Gj. andel	0,103**	0,308**	-0,030	0,125**	-0,026	0,024	0,098**	-0,043**	0,141**	0,088**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.2. Kjøper i periode T1 – Ikke bransjejustert

	Oms	LnOms	Vekst	Tot Ei	Profittmargin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITD A-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1										
LnOms	0,419**	1									
Vekst	-0,008	-0,049**	1								
Tot Ei	0,396**	0,245**	-0,004	1							
Profittmargin	0,038**	0,203**	-0,050**	0,095**	1						
ROE	0,057**	0,239**	-0,009	0,019	0,446**	1					
Ant. Ansatte	0,735**	0,357**	-0,007	0,326**	0,032*	0,047**	1				
ROA	0,071**	0,324**	-0,020	-0,004	0,628**	0,655**	0,056**	1			
EBITDA-margin	0,027	0,321**	-0,056**	0,070**	0,784**	0,366**	0,019	0,539**	1		
EBIT-margin	0,038**	0,298**	-0,055**	0,056**	0,911**	0,460**	0,029	0,666**	0,906**	1	
Gj. andel	0,103**	0,305**	-0,022	0,126**	-0,027	0,007	0,097**	-0,069**	0,141**	0,086**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.3. Kjøper i perioden T2 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1									
Vekst	-0,009	1								
Tot Ei	0,894**	-0,004	1							
Profitt-margin	0,040**	-0,041**	0,031*	1						
ROE	0,023	-0,026	0,007	0,492**	1					
Ant. Ansatte	0,862**	-0,013	0,805**	0,047**	0,027	1				
ROA	0,018	-0,043**	-0,004	0,611**	0,647**	0,028	1			
EBITDA-margin	0,040**	-0,047**	0,023	0,750**	0,348**	0,069**	0,528**	1		
EBIT-margin	0,041**	-0,044**	0,029*	0,838**	0,391**	0,044**	0,576**	0,778**	1	
Gj. andel	0,083**	-0,030	0,061**	-0,101**	-0,006	0,077**	-0,059**	-0,001	0,137**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.4. Kjøper i perioden T1 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1									
Vekst	-0,010	1								
Tot Ei	0,905**	-0,005	1							
Profitt-margin	0,052**	-0,067**	0,036**	1						
ROE	0,028*	-0,015	0,012	0,516**	1					
Ant. Ansatte	0,909**	-0,006	0,922**	0,040**	0,018	1				
ROA	0,025	-0,026	0,005	0,674**	0,650**	0,013	1			
EBITDA-margin	0,077**	-0,046**	0,046**	0,579**	0,284**	0,051**	0,411**	1		
EBIT-margin	0,062**	-0,086**	0,043**	0,899**	0,488**	0,046**	0,663**	0,667**	1	
Gj. andel	0,121**	-0,023	0,086**	-0,085**	-0,006	0,097**	-0,098**	0,088**	0,013	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.5. Oppkjøpsmål i periode T2 – Ikke bransjejustert

	Oms	LnOms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1										
LnOms	0,449**	1									
Vekst	-0,009	-0,149**	1								
Tot Ei	0,399**	0,337**	-0,007	1							
Profitt-margin	-0,013	-0,014	-0,035	0,137**	1						
ROE	0,008	0,038	-0,073*	0,021	0,441**	1					
Ant. Ansatte	0,704**	0,338**	-0,010	0,352**	-0,007	0,026	1				
ROA	0,009	0,031	-0,005	0,006	0,427**	0,700**	0,040	1			
EBITDA-margin	0,053	0,275**	-0,020	0,217**	0,731**	0,413**	0,065	0,537**	1		
EBIT-margin	0,024	0,095**	-0,019	0,103**	0,882**	0,494**	0,035	0,576**	0,909**	1	
Gj. andel	0,060	0,120**	-0,131**	0,120**	0,036	0,067	0,089*	0,029	0,176**	0,106**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.6. Oppkjøps mål i periode T1 – Ikke bransjejustert

	Oms	LnOms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1										
LnOms	0,456**	1									
Vekst	-0,003	-0,028	1								
Tot Ei	0,361**	0,345**	-0,007	1							
Profitt-margin	-0,033	-0,052	-0,095**	0,123**	1						
ROE	0,003	0,076*	-0,005	0,019	0,408**	1					
Ant. Ansatte	0,648**	0,338**	0,023	0,325**	-0,024	-0,003	1				
ROA	0,033	0,090**	-0,083**	0,015	0,462**	0,641**	0,036	1			
EBITDA-margin	0,044	0,310**	-0,119**	0,214**	0,738**	0,343**	0,052	0,567**	1		
EBIT-margin	0,013	0,073*	-0,120**	0,117**	0,850**	0,364**	0,031	0,560**	0,908**	1	
Gj. andel	0,086*	0,214**	0,170**	0,090**	-0,022	0,005	0,061	-0,031	0,093	0,037	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.7. Oppkjøps mål i perioden T2 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1									
Vekst	-0,015	1								
Tot Ei	0,147**	-0,003	1							
Profitt-margin	0,006	-0,050	0,088**	1						
ROE	0,006	-0,182**	-0,027	0,416**	1					
Ant. Ansatte	0,325**	-0,011	0,558**	0,107**	0,091**	1				
ROA	0,026	-0,115**	0,003	0,614**	0,767**	0,082**	1			
EBITDA-margin	0,024	-0,032	0,333**	0,572**	0,428**	0,235**	0,595**	1		
EBIT-margin	0,000	-0,001	0,202**	0,745**	0,504**	0,153**	0,635**	0,921**	1	
Gj. andel	0,107**	-0,039	0,046	0,000	0,000	0,036	-0,008	0,067	0,019	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.1.8. Oppkjøps mål i perioden T1 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	Tot Ei	Profitt-margin	ROE	Ant. Ansatte	ROA	EBITDA-margin	EBIT-margin	Gj. andel
Oms	1									
Vekst	-0,007	1								
Tot Ei	-0,178**	-0,003	1							
Profitt-margin	-0,019	-0,012	0,131**	1						
ROE	-0,019	-0,214**	-0,092**	0,459**	1					
Ant. Ansatte	0,326**	-0,008	0,403**	0,076*	0,024	1				
ROA	-0,015	-0,061*	-0,011	0,644**	0,616**	0,060*	1			
EBITDA-margin	0,035	-0,015	0,238**	0,652**	0,208**	0,197**	0,343**	1		
EBIT-margin	-0,031	-0,024	0,121**	0,841**	0,440**	0,111**	0,659**	0,816**	1	
Gj. andel	0,116**	-0,003	0,001	-0,000	0,017	-0,013	0,017	0,014	0,001	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

8.4.2. Test av multikollinearitet for variablene benyttet i analysen

8.4.2.1. Kjøper i perioden T2 – Ikke bransjejustert

	LnOms	Vekst	EBITDA-margin	Gj. andel	EBITDA-margin x Gj. andel
LnOms	1				
Vekst	-0,132**	1			
EBITDA-margin	0,299**	-0,051**	1		
Gj. andel	0,308**	-0,030	0,141**	1	
EBITDA-margin x Gj. andel	0,253**	-0,020	0,730**	0,488**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
LnOms	0,000	0,818	1,223
Vekst	0,126	0,954	1,048
EBITDA-margin	0,013	0,393	2,547
Gj. andel	0,000	0,611	1,638
EBITDA-margin x Gj. andel	0,104	0,317	3,151

8.4.2.2. Kjøper i perioden T1 – Ikke bransjejustert

	LnOms	Vekst	EBITDA-margin	Gj. andel
LnOms	1			
Vekst	-0,049**	1		
Profittmargin	0,203**	-0,050**	1	
Gj. andel	0,305**	-0,022	-0,027	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
LnOms	0,000	0,830	1,205
Vekst	0,645	0,996	1,004
Profittmargin	0,000	0,929	1,077
Gj. andel	0,050	0,885	1,130

8.4.2.3. Kjøper i perioden T2 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	ROA	EBITDA-margin	Gj. andel	Gj. andel x EBITDA-margin
Oms	1					
Vekst	-0,009	1				
ROA	0,018	-0,043**	1			
EBITDA-margin	0,040**	-0,047**	0,528**	1		
Gj. andel	0,083**	-0,030	-0,059**	-0,001	1	
Gj. andel x EBITDA-margin	0,030	-0,044**	0,115**	0,449**	0,168**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
Oms	0,000	0,992	1,009
Vekst	0,376	0,985	1,016
ROA	0,021	0,693	1,443
EBITDA-margin	0,970	0,567	1,763
Gj. andel	0,082	0,946	1,057
Gj. andel x EBITDA-margin	0,000	0,759	1,318

8.4.2.4. Kjøper i perioden T1 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	ROA	Gj. andel
Oms	1			
Vekst	-0,010	1		
ROA	0,025	-0,026	1	
Gj. andel	0,121**	-0,023	-0,098**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
Oms	0,000	0,984	1,017
Vekst	0,614	0,998	1,002
ROA	0,012	0,991	1,009
Gj. andel	0,030	0,976	1,024

8.4.2.5. Oppkjøpsmål i perioden T2 – Ikke bransjejustert

	LnOms	Vekst	EBIT-margin	Gj. andel
LnOms	1			
Vekst	-0,149**	1		
EBIT-margin	0,095**	-0,019	1	
Gj. andel	0,120**	-0,131**	0,106**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
LnOms	0,000	0,945	1,058
Vekst	0,943	0,940	1,064
EBIT-margin	0,026	0,971	1,030
Gj. andel	0,000	0,923	1,084

8.4.2.6. Oppkjøpsmål i perioden T1 – Ikke bransjejustert

	LnOms	Vekst	EBIT-margin	Gj. andel	Vekst x Gj. andel
LnOms	1				
Vekst	-0,028	1			
EBIT-margin	0,073*	-0,120**	1		
Gj. andel	0,214**	0,170**	0,037	1	
Vekst x Gj. andel	-0,011	0,920**	0,040	0,188**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
LnOms	0,002	0,942	1,061
Vekst	0,003	0,778	1,285
EBIT-margin	0,000	0,993	1,007
Gj. andel	0,050	0,870	1,150
Vekst x Gj. andel	0,215	0,731	1,368

8.4.2.7. Oppkjøpsmål i perioden T2 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	ROA	Gj. andel	Oms x Gj. andel
Oms	1				
Vekst	-0,015	1			
ROA	0,026	-0,115**	1		
Gj. andel	0,107**	-0,039	-0,008	1	
Oms x Gj. andel	0,337**	-0,011	0,025	0,206**	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

		Collinearity statistics	
Variabel	Sig.	Tolerance	VIF
Oms	0,002	0,723	1,383
Vekst	0,691	0,982	1,019
ROA	0,008	0,971	1,030
Gj. andel	0,056	0,927	1,079
Oms x Gj. andel	0,025	0,696	1,437

8.4.2.8. Oppkjøpsmål i perioden T1 – Bransjejustert

	Oms	Vekst	ROA	Gj. andel
Oms	1			
Vekst	-0,007	1		
ROA	-0,015	-0,061*	1	
Gj. andel	0,116**	-0,003	0,017	1

* = signifikant på 0,05 nivå, ** = signifikant på 0,01 nivå

Variabel	Sig.	Collinearity statistics	
		Tolerance	VIF
Oms	0,011	0,975	1,025
Vekst	0,281	0,988	1,012
ROA	0,000	0,987	1,013
Gj. andel	0,002	0,977	1,024

8.4.3. Regresjoner med kontrollvariabler

8.4.3.1. Kjøper T2 – ikke bransjustert

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
LnOmsT2	.109	.030	12.833	1	.000	1.115
VekstOms	-.203	.120	2.856	1	.091	.816
EBITDAMargin.T2	-.008	.004	3.813	1	.051	.992
Gj.andel.T2	-.945	.321	8.671	1	.003	.389
EbitdaGj.andelT2	.014	.011	1.627	1	.202	1.015
Børsnotert	.415	.164	6.426	1	.011	1.515
Aksje	.800	.181	19.510	1	.000	2.226
Constant	-3.392	.388	76.565	1	.000	.034

a. Variable(s) entered on step 1: LnOmsT2, VekstOms, EBITDAMargin.T2, Gj.andel.T2, EbitdaGj.andelT2, Børsnotert, Aksje.

8.4.3.2. Oppkjøps mål T2 – bransjustert

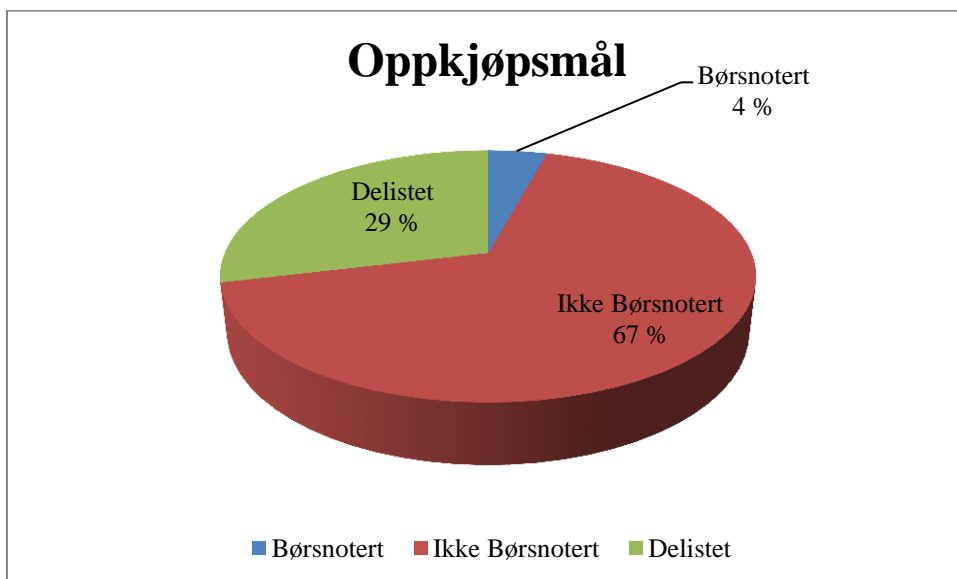
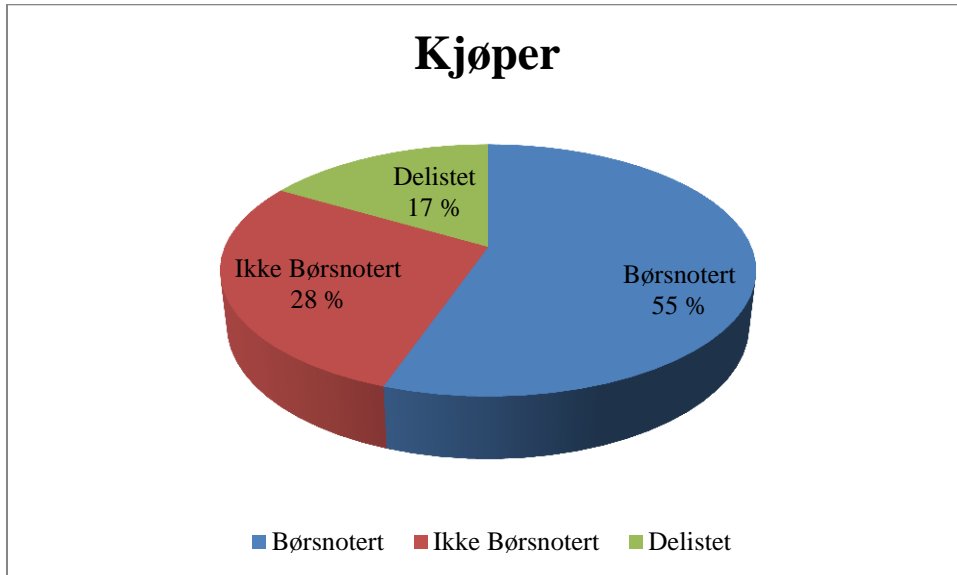
Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
BRJ.Oms.T2	.240	.080	8.946	1	.003	1.271
BRJ.VekstOms	-.002	.022	.012	1	.912	.998
BRJ.ROAT2	-.030	.010	9.263	1	.002	.970
BRJ.Gj.andel.T2	.223	.138	2.634	1	.105	1.250
BRJ.OmsBRJ.Gj.andelT2	-.185	.105	3.104	1	.078	.831
Aksje	.568	.269	4.468	1	.035	1.765
Constant	-1.490	.143	108.206	1	.000	.225

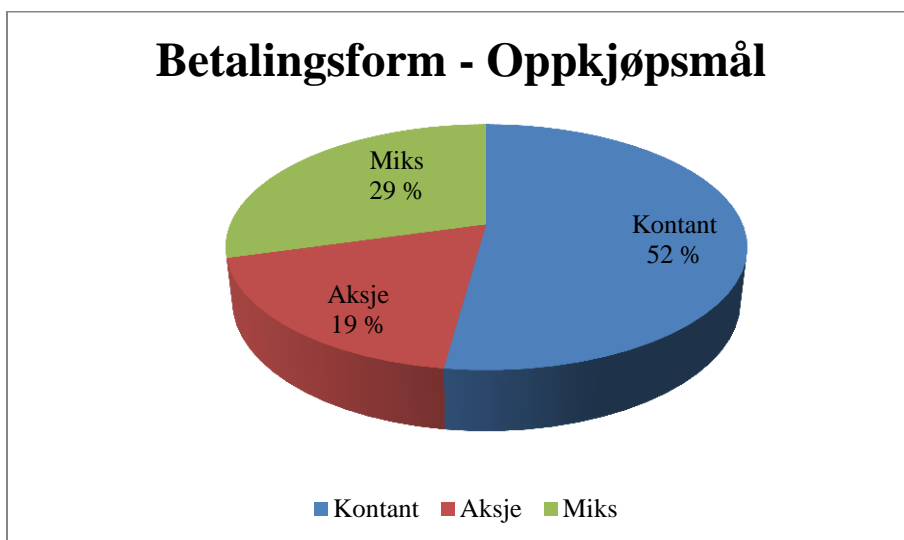
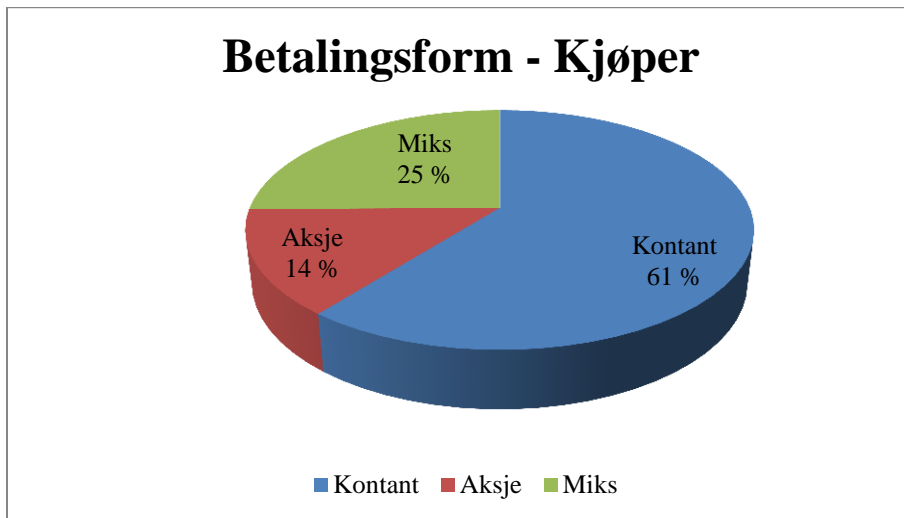
a. Variable(s) entered on step 1: BRJ.Oms.T2, BRJ.VekstOms, BRJ.ROAT2, BRJ.Gj.andel.T2, BRJ.OmsBRJ.Gj.andelT2, Aksje.

8.4.4. Kontrollvariabler

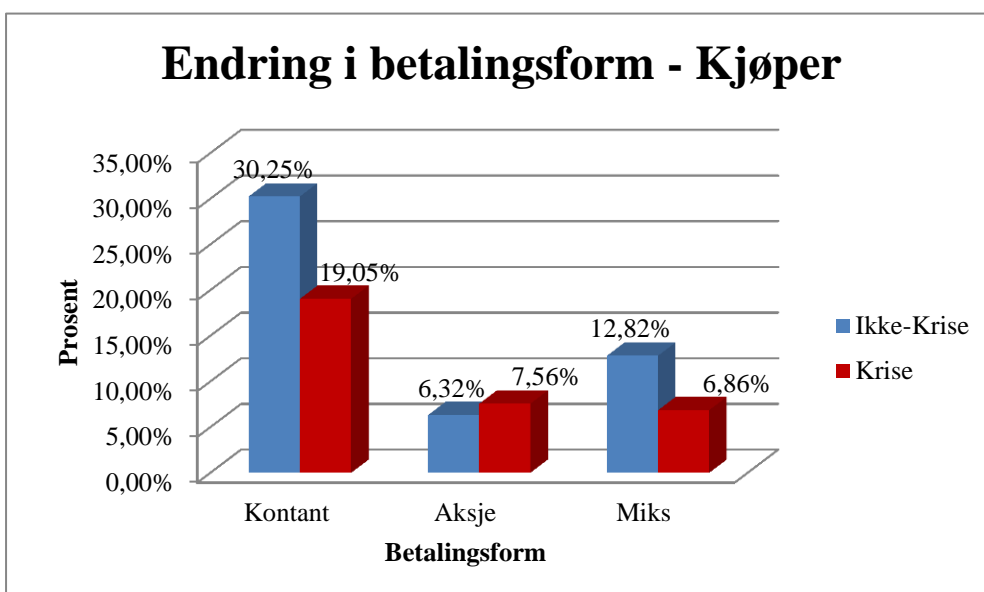
8.4.4.1. Fordelingen mellom børsnoterte, ikke-børsnoterte og delistede selskaper



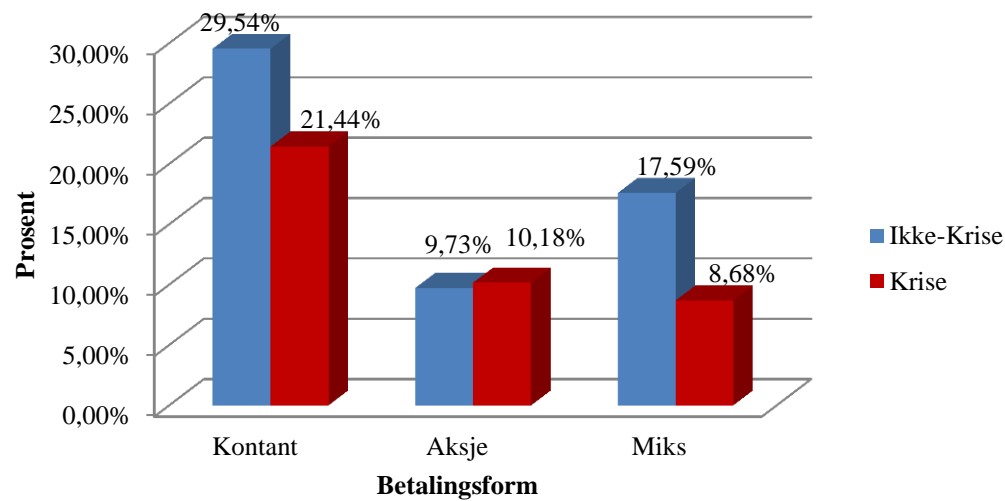
8.4.4.2. Oversikt over betalingsform



8.4.4.3. Endring i betalingsform – før krise vs. under krisen



Endring i betalingsform - Oppkjøpsmål



8.4.5. Relevante variablers gjennomsnittsverdi og standardavvik

8.4.5.1. Kjøper

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Ln Oms T2	6177	.00	19.82	12.2992	2.56637
Ln Oms T1	6967	1.39	19.98	12.2827	2.52466
Brj. Oms T2	6241	-1.2445	405.7352	1.742148	7.2135498
Brj. Oms T1	6972	-.8186	394.2926	1.913075	7.2483350
Vekst	5642	-3.8853	4755.0000	2.565845	73.3515247
Brj. Vekst	5642	-4.3153	4754.6700	2.461828	73.3491815
Profittmargin T1	5567	-100.0000	99.5000	8.969547	21.6450860
Brj. ROA T2	5209	-24.4321	16.9871	-.032044	.9447834
Brj. ROA T1	5438	-18.3953	15.5052	-.114871	.9161010
EBITDA-margin T2	4285	-98.9600	93.0500	13.558511	21.3415817
Brj. EBITDA-margin T2	4253	-17.4535	10.5604	.214571	.9579754
Gj.andel T2	4435	.0000	.9090	.325289	.2491575
Brj. Gj.andel T2	4419	-2.1114	9.8552	.619214	1.0716791
Gj.andel T1	4653	.0000	.9090	.327719	.2482746
Brj. Gj.andel T1	4641	-2.5305	3.2884	.250843	.9112491
EBITDA-margin x Gj.andel T2	3939	-79.94	66.51	5.3233	9.22288
Brj. EBITDA-margin x Brj. Gj.andel T2	3852	-39.89	12.68	.1564	1.31766
Valid N (listwise)	3597				

8.4.5.2. Oppkjøpsmål

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Brj. Oms T2	2134	-.7435	31.1041	.157370	1.3291628
Brj. Oms T-1	2582	-11.5446	18.7070	.193857	1.3126149
Vekst	1404	-2.6400	1780.0000	2.248825	49.2634027
Brj. Vekst	1307	-2.7100	1779.8800	2.225741	50.9924619
Brj. ROA T2	1439	-96.6800	94.2200	-.451289	10.4086085
Brj. ROA T1	1300	-93.3500	97.2200	-.864341	11.6874460
EBIT-margin T2	832	-99.5100	100.0000	4.489511	22.9792847
EBIT-margin T1	807	-97.6300	97.6600	5.874170	21.9799754
Gj.andel T2	937	-4.8884	3.4961	.208894	.5735378
Brj. Gj.andel T2	960	-1.8731	2.9249	.192492	.9002497
Gj.andel T1	826	-1.3354	2.9172	.297188	.5488824
Brj. Gj.andel T1	808	-1.6487	3.9718	.503137	1.0061668
Ln Oms T2	2122	.00	17.53	10.1805	2.06953
Ln Oms T1	2580	4.43	17.42	10.1574	2.04111
Vekst x Gjeldsandel T1	646	-1.18	177.31	.3885	7.05730
Brj.Oms x Brj. Gj.andel T2	952	-5.98	13.20	.2316	1.15996
Valid N (listwise)	447				

9. Litteraturliste

- Adrian, T., & Shin, H. S. (2010). *The Changing Nature of Financial Intermediation and Financial Crisis of 2007-09*. New York: Federal Reserve Bank of New York - Staff Reports no. 439.
- Andreassen, Ø. (2. februar 2011). *UiT*. Hentet 27. oktober 2012 fra <http://uit.no/Content/225532/Definisjoner%20p%C3%A5%20regnskapsmessige%20begreper%20ver.%201.0.pdf>
- Ask-Henriksen, H., Stjern, S. T., & Frydenberg, S. (August 2009). Hvilke faktorer vektlegges ved valg av kapitalstruktur? *Magma*.
- Banken, K., & Busch, T. (2007). *Analyse av finansregnskapet (3. utgave)*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Barney, J. B. (2007). *Gaining and sustaining competitive advantage*. New Jersey: Pearson prentice Hall.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2011). *Corporat Finance*. Boston: Pearson Edication.
- Bureau Van Dijk. (Juli 2012a). *Bureau Van Dijk - International*. Hentet 1. november 2012 fra <http://www.bvdinfo.com/Products/Company-Information/International/Orbis>
- Bureau Van Dijk. (Juli 2012b). *Bureau Van Dijk - International*. Hentet 1. november 2012 fra <http://www.bvdinfo.com/Products/Economic-and-M-A/M-A/Zephyr>
- Business Cycle Dating Committee. (11. desember 2008). *the National Bureau of Economic Research*. Hentet november 7, 2012 fra <http://www.nber.org/cycles/dec2008.html>
- Capital Professional Services, LLC. (U.D). *inflationdata.com*. Hentet 10. oktober 2012 fra http://inflationdata.com/inflation/Inflation_Rate/HistoricalInflation.aspx
- Christophersen, K.-A. (2009). *Databehandling og statistisk analyse med SPSS*. Unipub.
- DePamphilis, D. M. (2012). Introductions to Mergers and Acquisitions. I D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (ss. 13-19). Oxford: Elsevier Inc.
- e-conomic norge as. (u.d.). *e-conomic regnskapsprogram på nettet*. Hentet 27. oktober 2012 fra <http://www.e-conomic.no/regnskapsprogram/ordliste/nedskrivning>

- Eikemo, T. A., & Clausen, T. H. (2007). *Kvantitativ analyse med SPSS: En praktisk innføring i kvantitative analyseteknikker*. Trondheim: Tapir Akademisk Forlag.
- Espedal, B. (28. april 2011a). *Oppsummeringsforelesning*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Hordaland, Norge.
- Espedal, B. (19. januar 2011b). *Str 405: Analysemodell*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Norge.
- Estrella, A., & Mishkin, F. S. (Juni, 1996). *Federal Reserve Bank of New York*. Hentet 10. november 2012 fra http://www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci2-7.pdf
- Federal Reserve Bank of New York. (U.D.). *Federal Reserve Bank of New York*. Hentet 10. november 2012 fra WWW.NEWYORKFED.ORG:
http://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq.html#Q1
- Finanskriseutvalgets utredning, N. (2011). *Bedre rustet mot finanskriser*. Oslo: Finansdepartementet.
- FRED Economic data. (2012a). *Graph: Industrial Production Index (INDPRO)*. Hentet 12. november 2012 fra
<http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?s%5b1%5d%5bid%5d=INDPRO>
- FRED Economic data. (2012b). *Personal Consumption Expenditures: Chain-type Price Index (PCEPI)*. Hentet 15. november 2012 fra
<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPI/downloaddata?cid=21>
- Goold, M., & Kathleen, L. (1993). Why Diversify? Four Decades of Management Thinking. I *The Academy of Management Executive (1993-2005), Vol. 7, No. 3* (ss. 7-25). Academy of Management.
- Hammervold, R. (2012). *En kort innføring i SPSS*. Trondheim: Tapir Akademisk Forlag.
- Haugland, S. A. (2004). *Samarbeid, allianser og nettvek*. Oslo: Univeristetsforlaget, 2 Utgave, 2 opplag 2007.
- Investopedia. (U.D.). *Investopedia.com - Acquisition*. Hentet 30 oktober 2012 fra
<http://www.investopedia.com/terms/a/acquisition.asp#axzz2EO7uvjQ7>
- Jakobsen, E. W. (Februar 1999). Transaksjonskostnader og bedriftens eksistens. *Magma*.

- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001). *EKSPANSJON-Strategi for forretningsutvikling*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS, 1. Utgave, 5 opplag 2011.
- Johnsen, T. (13. oktober 2011). *Forelesning FIE 402 Corporate Finance: Capital Structure*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Norge.
- Kinserdal, A. (2005). *Finansregnskap med analyse (13. utgave)*. Oslo: Cappelen akademisk.
- Klovland, J. T. (2. februar 2011). *Forelesning 7: Internasjonale finansmarkeder og finansiell stabilitet*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Norge.
- Lederkilden. (U.D.). *Lederkilden.no*. Hentet 24. august 2012 fra Ordliste: Diversifisering: <http://www.lederkilden.no/oppslag/ordliste/diversifisering>
- Lien, L. (2008e). Kapittel 3: Gevinster og tap i markedet for selskapskontroll. I K. Boye, & C. B. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. 36-49). Cappelen Damm AS, 1. utgave, 1. opplag.
- Lien, L. (23. august 2011a). *Introduksjonsforelesning: Konsernstrategi*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Norge.
- Lien, L. (25. august 2011b). *Hva gikk galt med markedet for selskapskontroll?* Hentet 28. november 2012 fra Blogg: Kriseprogrammet - Krise, omstilling og vekst: <http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?p=1242>
- Lien, L. (11. mars 2011c). *Brannsalg*. Hentet 3. desember 2012 fra Blogg: Kriseprogrammet - Krise, omstilling og vekst: <http://blogg.nhh.no/kriseprogrammet/?p=812>
- Lien, L., & Knudsen, E. S. (Juni 2012d). Norske bedrifter gjennom krisen: En oversikt. *Magma*, ss. 40-51.
- Lipton, M. (2006). *Merger waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*. York: York University.
- McConnell, C., Brue, S. L., & Flynn, S. M. (2009). *Macroeconomics: principles, problems and policies*. Boston: McGraw-Hill.
- Mercia. (U.D.). *Companies Act 2006 Update*. Hentet oktober 31, 2012 fra <http://www.mercia-group.co.uk/news/CA06update.pdf>

- Merkur. (U.D.). *Merkur*. Hentet 30 oktober 2012 fra
<http://merkur1.cappelendamm.no/c390419/merkurmodul/vis.html?tid=390426>
- Meyer, C. B. (2008a). Kapittel 1: Fusjoner og oppkjøp som strategisk veivalg. I K. Boye, & C. B. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. 14-24). Cappelen Damm AS, 1. utgave, 1. opplag.
- Meyer, C. B. (2008b). Kapittel 2: Motiver for fusjoner og oppkjøp. I K. Boye, & C. B. Meyer, *Fusjoner og oppkjøp* (ss. 25-35). Cappelen Damm AS, 1. utgave, 1. opplag.
- Nærings- og Handelsdepartementet. (U.D.). *Regjeringen.no*. Hentet 27. oktober 2012 fra
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/19992000/stmeld-nr-15-1999-2000-/8.html?id=321336>
- NBER. (2012a). *Bureau of Labor Statistics*. Hentet 17. november 2012 fra
<http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost>
- NBER. (2012b). *Bureau of Labor Statistics*. Hentet 17. november 2012 fra
www.bls.gov/cpi/tables.htm
- Norges Handelshøyskole. (2009). *Nhh.no*. Hentet 6. september 2012 fra Krise, omstilling og vekst: <http://www.nhh.no/no/forskning-og-fagmilj%C3%B8/handlingsprogrammet-nhh-2021/nhh-2021/krise--omstilling-og-vekst.aspx>
- Owen, S. (2006). *The history and mystery of merger waves: A UK and US perspective*. Sydney: School of Banking and Finance, University of New South Wales.
- Pedersen, T. L. (14. mars 2011). *Forelesning: Research Ethics*. Norges Handelshøyskole, Bergen, Hordaland, Norge.
- Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill Companies.
- Sander, K. (23. august 2004a). *Kunnskapssenteret*. Hentet 7. mars 2011 fra Hva er en metode?: <http://www.kunnskapssenteret.com/articles/2484/1/Hva-er-en-metode/Hva-er-en-metode.html>
- Sander, K. (14. oktober 2004b.). *Kunnskapssenteret.com*. Hentet 7. november 2012 fra Vekst gjennom oppkjøp og fusjon:

<http://www.kunnskapssenteret.com/articles/3070/1/Vekst-gjennom-oppkjop-og-fusjon/Vekst-gjennom-oppkjop-og-fusjon.html>

Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students, fifth edition*. Prentice Hall.

Stat Trek Teach yourself statistics. (2012). *Statistics and Probability Dictionary*. Hentet 4. november 2012 fra Categorical Variable:
http://stattrek.com/statistics/dictionary.aspx?definition=categorical_variable

The Federal Reserve Board. (27. april 2010). *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*. Hentet 10. november 2012 fra
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/about.htm>

U.S. Department of Commerce, United States Census Bureau. (U.D.). *North American Industry Classification System*. Hentet 2. desember 2012 fra Introduction to NAICS:
<http://www.census.gov/eos/www/naics/>