



Selskapsdiversifisering og aksjonærverdier

Konglomeratrabatten i



Karl Inge Krogsethagen og Fredrik Bratt Rebne

Veileder: Kirsten Foss

Selvstendig arbeid innen masterstudiet økonomi og administrasjon

Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å undersøke om Orklas organisasjonsstruktur som konglomerat skaper eller reduserer verdier for Orklas aksjonærer i forhold til en situasjon hvor selskapet konsentrerer seg om få kjerneområder. Studien tar utgangspunkt i en strategisk analyse som knytter Orkla opp mot potensielle verdiskapende og -reduserende egenskaper ved organisasjonsstrukturen. I tillegg inneholder utredningen tre kvantitative analyser med formål om å identifisere og følge utviklingen til en eventuell konglomeratrabatt i Orkla.

I den strategiske analysen observerer vi at Orkla gjennomfører ulike tiltak for å utnytte de potensielt verdiskapende egenskapene for et konglomerat, gjennom blant annet ledelsesutdanning og bruk av interne markeder. Det avdekkes også forhold ved Orklas kompliserte struktur som medfører potensielle kostnader, særlig knyttet til prinsipal-agent-problemer. Størrelsen og effekten av de enkelte verdiskapende og verdireduserende egenskapene er vanskelig å vurdere, da disse ikke er målbare. I tillegg kartlegges endringer i rådende markedsforhold under perioden som kan ha påvirket Orklas strategiveivalg.

I de kvantitative analysene finner vi resultater som tyder på at Orkla som et konglomerat reduserer aksjonærverdier sammenlignet med et scenario hvor selskapet er delt opp i separate enheter. Dette underbygges av en analyse med bruk av en tilnærming til forholdstallet Tobin's Q, som resulterer i en redusert konglomeratrabatt etter Orklas strategiendring om fokus på å bli Nordens ledende merkevareselskap i 2010. Videre observerer vi at Tobin's Q har økt i den tilsvarende perioden. Avslutningsvis supplerer vi med en Chop Shop-analyse av selskapet som resulterer i en konglomeratrabatt på 15 % pr. 31.12.2013.

Resultatene tyder derfor på at de verdireduserende effektene av en konglomeratstruktur for Orkla er større enn de verdiskapende effektene. Konglomeratstrukturen for Orkla kan derfor sies å redusere aksjonærverdier.

Forord

Denne masteravhandlingen er en avsluttende del av den femårige siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole, hvor vi begge har valgt en spesialisering innen økonomisk styring.

Gjennom arbeidet med utredningen ønsket vi å anvende kunnskap vi har tilegnet oss gjennom fem år med økonomistudier, og i oppgaven har vi berørt tema både innen regnskap, finans, strategi og organisasjonsteori.

Mye medieomtale og oppmerksomhet rundt Orklas oppkjøp- og merkevarestrategi gav oss inspirasjon til valg av tema og problemstilling for utredningen. Orkla-konsernet er et av flaggskipene i norsk næringsliv, og selskapets organisering som et konglomerat vekket vår interesse, spesielt i sammenheng med hvordan struktur og strategi påvirker aksjonærverdier.

Til slutt ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Kirsten Foss for nyttige innspill og et godt samarbeid under perioden.

Bergen, 16. juni 2013



Karl Inge Krogsethagen



Fredrik Bratt Rebne

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
FIGURLISTE	7
1. INNLEDNING	8
1.1 KONGLOMERAT.....	8
1.1.1 <i>Konglomeratets historie</i>	8
1.2 OM ORKLA ASA.....	11
1.2.1 <i>Orkla-aksjen</i>	13
1.2.2 <i>Orklas strategi og mål</i>	13
1.3 BAKGRUNN FOR OPPGAVEN.....	15
1.3.1 <i>Formål og Problemformulering</i>	15
1.3.2 <i>Forskningsmetode</i>	16
2. TEORI	17
2.1 AKSJONÆRVERDIER	17
2.1.1 <i>Diversifisering</i>	17
2.2 VERDISKAPENDE OG -REDUSERENDE EFFEKTER VED KONGLOMERATER	19
2.2.1 <i>Verdiskapende egenskaper for aksjonærer</i>	19
2.2.2 <i>Verdireducerende faktorer for aksjonærverdier ved konglomerater</i>	25
2.3 HYPOTESER - HVORFOR OPPSTÅR KONGLOMERATER?	30
2.3.1 <i>Vekstmaksimeringshypotesen</i>	30
2.3.2 <i>Gyldigheten av vekstmaksimeringshypotesen</i>	33
3. EMPIRI – TIDLIGERE FORSKNING	35
3.1 DIVERSIFISERING ER NEGATIVT FOR AKSJONÆRVERDIER	35
3.1.1 <i>Ulike kilder til konglomeratrabatten</i>	37

3.2	DIVERSIFISERING REDUSERER IKKE AKSJONÆRVERDIER	38
3.3	DIVERSIFISERING ER POSITIVT FOR AKSJONÆRVERDIER	40
3.4	OPPSUMMERING	42
4.	METODE OG PARAMETRE	43
4.1	TOBINS Q	43
4.1.1	<i>Markedsverdi av egenkapitalen</i>	<i>44</i>
4.1.2	<i>Gjenanskaffelseskost</i>	<i>45</i>
4.2	CHOP SHOP-MODELLEN	46
5.	ANALYSE	47
5.1	VÅRE FORVENTNINGER TIL VERDISKAPELSE OG -FORRINGELSE	47
5.1.1	<i>Deling av ressurser og evner</i>	<i>47</i>
5.1.2	<i>Prinsipal-agent problemer</i>	<i>49</i>
5.1.3	<i>Internt marked og allokering</i>	<i>50</i>
5.1.4	<i>Monopol og markedsrett</i>	<i>51</i>
5.1.5	<i>Porteføljesammensetningen og vekst</i>	<i>52</i>
5.1.6	<i>Oppsummering</i>	<i>52</i>
5.2	GENERELLE MARKEDSFORHOLD OG SELSKAPSUTVIKLING	53
5.2.1	<i>Segment-resultater</i>	<i>55</i>
5.3	METODE 1: SAMMENLIGNING AV Q FOR ØRKLAS SOM HELHET MED Q FOR ØRKLAS INDUSTRISEGMENTER OVER TID	57
5.3.1	<i>Resultater</i>	<i>59</i>
5.4	METODE 2: TOBINS EQUITY Q PÅ ULIKE TIDSPUNKTER	61
5.4.1	<i>Resultater</i>	<i>62</i>
5.5	METODE 3: CHOP SHOP-VERDSETTELSE	64
5.5.1	<i>Resultater</i>	<i>65</i>

6.	DISKUSJON	66
7.	KONKLUSJON	72
	LITTERATURLISTE	74
8.	APPENDIKS	82

Figurliste

Figur 1: Forretningsområder Orkla 2014	12
Figur 2: Aksjekurshistorikk Orkla ASA - siste 10 år	13
Figur 3: Selskapsutvikling – Kjøp og salg av virksomheter	14
Figur 4: Rabattutvikling Orkla	59
Figur 5: Equity Q – Orkla.....	62
Figur 6: Chop Shop-verdsettelse	65
Figur 7: Segmentinndeling av Orkla i Bloomberg	82

1. Innledning

1.1 Konglomerat

Et konglomerat er en organisatorisk form som oppstår fra urelatert diversifisering. Det vil si en selvstendig bedrift som opererer i flere urelaterte eller svakt relaterte industrier, med et hovedkvarter som fungerer som en overordnet instans i et internt kapitalmarked som fordeler ressursene på de ulike enhetene (Davis, Diekmann, & Tinsley, 1994). Myers og Brealey (2003) definerer et konglomerat som et stort privatkontrollert selskap med aktiviteter innen mange urelaterte bransjer og markeder, der urelatert vil si at det er liten grad av naturlig overlapping av virksomhetsområder mellom bransjene. Det er altså snakk om en bedrift som oppstår ved hjelp av diversifisering gjennom oppkjøp eller fusjoner, heller enn organisk vekst og utvikling (Weston & Mansinghka, 1971).

1.1.1 Konglomeratets historie

Konglomeratet oppstod gjennom flere tiår med endring i forretningsverdens tankegang rundt organisasjonsstruktur. Et naturlig sted å begynne er på 1920-tallet da de store bedriftene DuPont og GM begynte å bruke det vil kaller for en multidivisjonsform, også kalt M-form. Denne organisasjonsstrukturen ble raskt spredt videre, med mål om å selge eller produsere lignende produkter gjennom flere separate avdelinger eller divisjoner. Multidivisjonsformen gjorde bedriftene mer kapable til å integrere oppkjøpte bedrifter, noe som startet en trend hvor bedrifter hadde stor vekst gjennom oppkjøp (Chandler, 1962).

På 1950-tallet ble i midlertidig muligheten til å vokse gjennom oppkjøp regulert, da *Celler-Kefauver Act*¹ ble vedtatt for å hindre monopolisme. Dette vedtaket ble sett på som en anti-markedsøkonomisk handling, og førte til at bedrifter som ville vokse gjennom oppkjøp under rådende forhold ofte måtte rette fokus mot nye industrier. Staten (USA) spilte derfor en stor rolle i konglomeratets oppstandelse, og mange bedrifter på 1960 og 1970 tallet var involvert i konglomerat-fusjoner (Fligstein, 1985).

¹ Lov i USA – la restriksjoner for vertikale fusjoner som kunne hindre konkurranse

Bedrifter som innførte en strategi med vekst gjennom oppkjøp av urelaterte bedrifter og ble konglomerater faller inn under «Firma som portefølje»-modellen. Bruken av denne modellen nådde toppen på 1980 tallet, og var den mest anvendte strategien blant store firmaer (Porter, 1987). Omfanget av denne modellen underbygges av det faktum at mindre enn 25 % av de 500 største bedriftene i USA etter Fortune 500, hadde salg innen kun en industri definert av Standard Industrial Classification (SIC)² (Davis, Diekmann, & Tinsley, 1994).

«Firma som en portefølje»-modellen fikk et godt fotfeste gjennom et institusjonelt klima som blant annet oppstod på grunn av statlige reguleringer, konsulenter (også tankegang), og organisatorisk tankegang frem til 1980 tallet. De statlige reguleringene omfatter det allerede nevnte vedtaket Celler- Kefauver Act. I tillegg spilte ledelseskonsulenter en viktig rolle gjennom såkalt porteføljeplanlegging for store diversifiserte bedrifter. The Boston Consulting Group, McKinsey og andre utviklet et system som gjorde ledelse av store konglomerater enklere uten å sitte på detaljkunnskap om hver enkelt enhet (Davis, Diekmann, & Tinsley, 1994). Det ble også publisert organisasjonsteori som gjorde at konglomerater ble sett på som en godt drevet fler-divisjon form, som først og fremst spredte ledelsestalent. Dette ble utnyttet ved oppkjøp av dårlig drevne eller feilverdsatte bedrifter, for å så tilføre god ledelse (Williamson, 1975).

Det tok i midlertidig ikke lang tid før konglomeratets popularitet falt drastisk. Vi kan si at det institusjonelle klimaet endret seg. Den statlige reguleringen av horisontale fusjoner ble mildere, noe som førte til lavere barrierer for oppkjøp av bedrifter i samme industri (Weston, Kwang, & Hoag, 1990). I tillegg var president Reagan stor tilhenger av fri konkurranse (Roe, 1993). Spesialisering ble sett på som en mer riktig tilnærming, og det ble mer fokus på kjernevirksomhet (Bhagat, Shleifer, & Vishny, 1990). Holdninger knyttet til «Firma som portefølje»-modellen endret seg med en tanke om at investorer burde diversifisere selv, ikke bedriftene (Amihud & Baruch, 1981). Dette ble begrunnet med at det er lettere for investorer å endre på porteføljen sin, enn det er for konglomerater som er mer fastbundet til hver enkelt enhet, da det er dyrt og gå inn og ut av disse enhetene ved endrede forhold (Porter, 1987). Det var også en tanke om at bedrifter måtte kunne reorganiseres uten å tenke på organisatoriske grenser, det vil si være mer fleksible i en mer dynamisk verden (Gordon, 1991).

² System som klassifiserer industrier i en firesifferkode.

Individer eller grupper så da muligheten til å oppnå profitt ved å kjøpe opp konglomerater finansiert gjennom avtaler om salg av de separate enhetene, også kalt «Bust up»-overtagelser (Lipton & Steinberger, 1988). Muligheten for profitt gjennom slike overtagelser er vist av Lebaron og Speidell (1987) sin Chop Shop-verdsettelsesmodell som bestemte verdien av et konglomerat som ble delt opp og solgt videre. Det ble her funnet at det generelt var mye større verdier i enhetene hver for seg, og at forskjellen i verdi økte med diversifiseringen. Videre ble bedrifter som gjorde oppkjøp av urelaterte industrier straffet gjennom fall i aksjekursen (Morck & Vishny, 1989). Endringen i det institusjonelle klima, reguleringer, markedsforholdene generelt og nye tanker om finans og porteføljestrategi var faktorer som påvirket organisasjonsstrukturen og i løpet av få år var det få store konglomerater igjen.

Scharfstein (1998) sier at den generelle holdningen til forskere, konsulenter og ansatte i finansielle institusjoner til hvorvidt diversifisering innad i bedriften skaper aksjonærverdier, er at den ødelegger verdi. Vi finner bevisene for dette gjennom flere kilder. Blant annet viser Wernerfelt og Montgomery (1988), Lang og Stulz (1994), og Servaes (1996) at diversifiserte firmaer har en lavere Tobins Q^3 enn spesialiserte firmaer. I tillegg finner Berger og Ofek (1995), Servaes og Linz (1999), og Lamont og Polk (2000) at diversifiserte firmaer blir omsatt med en rabatt på opptil 15 % sammenlignet med en portefølje av sammenlignbare spesialiserte selskaper. Aksjemarkedet pleier også å reagere positivt på endringer mot mer fokuserte strategier og strukturer (Martin & Akin, 2003).

Villalonga (2000) viser på den andre siden at det eksisterer en diversifiseringspremie når hun konstruerer enheter som er konsistente mellom firmaene, og Villalonga (2004) underbygger konglomeratpremien med at diversifiserte selskap verdsettes høyere relativt til spesialiserte selskaper i samme industri. Denne konglomeratpremien skyldes ifølge Hadlock (2001) blant annet at konglomerater skaper verdier på grunn av bedre tilgang til kapitalmarkeder (Martin & Akin, 2003).

³ Tobin's q = Markedsverdi / Gjenanskaffelseskost

1.2 Om Orkla ASA

Orkla er et av de eldste storselskapene i norsk næringsliv, og dets historie går tilbake over 350 år i tid. Selskapet ble startet opp som et rent gruveselskap i Sør-Trøndelag på Løkken Verk, og gjennom oppkjøp og vekst består Orkla ASA i dag av i alt ca. 100 selskaper innen et vidt spekter av produktområder. Selskapets formål er å drive virksomhet som omfatter: Industri, handel, skogbruk, transport, finansiering, erverv og salg av verdipapirer og andre investeringer, kjøp, salg, utvikling og drift av fast eiendom, drift av aviser, blader og andre medier, tjenesteytelse, og enhver annen virksomhet i sammenheng med det her nevnte. Orkla ASA har gjennom de siste 10 årene vært involvert i mer enn 200 fusjons- og oppkjøpstransaksjoner (Orkla ASA, 2014).

Orklas prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse skal legge grunnlaget for langsiktig verdiskapning til beste for aksjonær, ansatte og samfunnet for øvrig. Prinsippene skal også fremme en sunn forretningsmessig bedriftskultur. Fokus på åpenhet, transparens, ansvarlighet og likebehandling underbygger tilliten til konsernet både internt og eksternt.

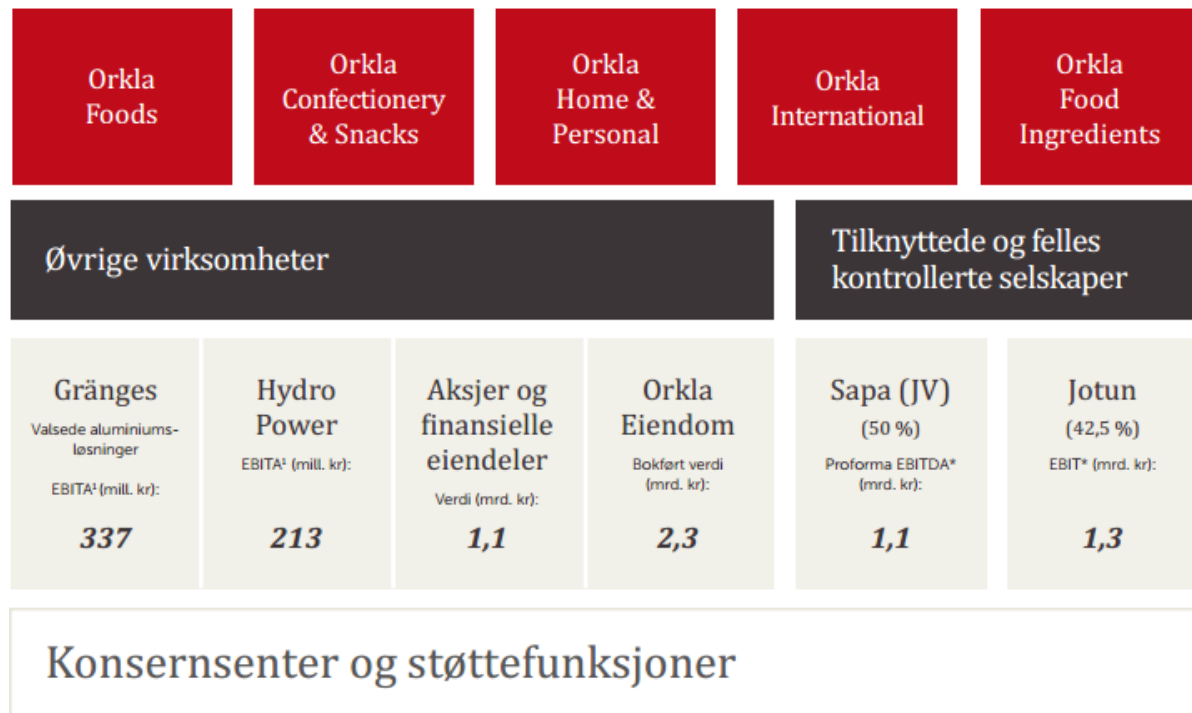
Konglomeratet Orkla ASA er organisert i en desentralisert organisasjonsstruktur, hvor det enkelte selskap har ansvaret for strategi og verdiskapning. Selve strukturen innebærer at hver enhet er juridisk ansvarlig for virksomhetens drift og resultat. Formålet er å sikre at beslutninger tas av ledere med nærhet til sine markeder og med innsikt i lokale problemstillinger og behov.

Konsernet har også etablert overordnede retningslinjer for de enkelte selskap på områder der dette er viktig for å ivareta kommersielle hensyn, eksterne krav og konsernets samfunnsansvar. De ulike enhetene følges opp gjennom konsernets internrapportering, intern revisjon, rutiner for risikostyring og den interne styre-strukturen. Fellesnevnerne for alle enheter i konsernet:

- Lokal ledelse og verdikjede
- Selvstendig juridisk ansvar
- Selvstendig resultatansvar
- Salgsorganisasjoner med gode kunderelasjoner

- Lokal markedskunnskap, forbruker- og kundeforståelse
- Nummer én- eller to-posisjoner i sine markeder (hovedsakelig)

Forretningsområder



Figur 1: Forretningsområder Orkla 2014

1.2.1 Orkla-aksjen

Orkla er et av de største selskapene på Oslo Børs og utgjorde ved utgangen av 2013 5,2 % av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). Alle aksjene har like rettigheter og er fritt omsettelige, hvor Orkla har en aksjeklasse og hver aksje gir en stemme. Antall aksjonærer pr. 31.12.13 var 41 307, utenlandsandelen var 52 % og kursen var 47,32 per aksje. Pålydende er 1,25 kroner pr. aksje. Selskapets politikk er å ikke vanne ut eksisterende aksjonærer, og det har i henhold til dette ikke vært gjennomført reelle kapitalforhøyelser i selskapet i nyere tid.



Figur 2: Aksjekurshistorikk Orkla ASA - siste 10 år

Av figuren overfor ser vi utviklingen i aksjekursen de siste 10 årene. Aksjen nådde toppen i 2007 med kursen 116,50 per aksje, og hadde sine bunnpunkter i både 2004 og i kjølvannet av finanskrisen (Orkla ASA, 2014).

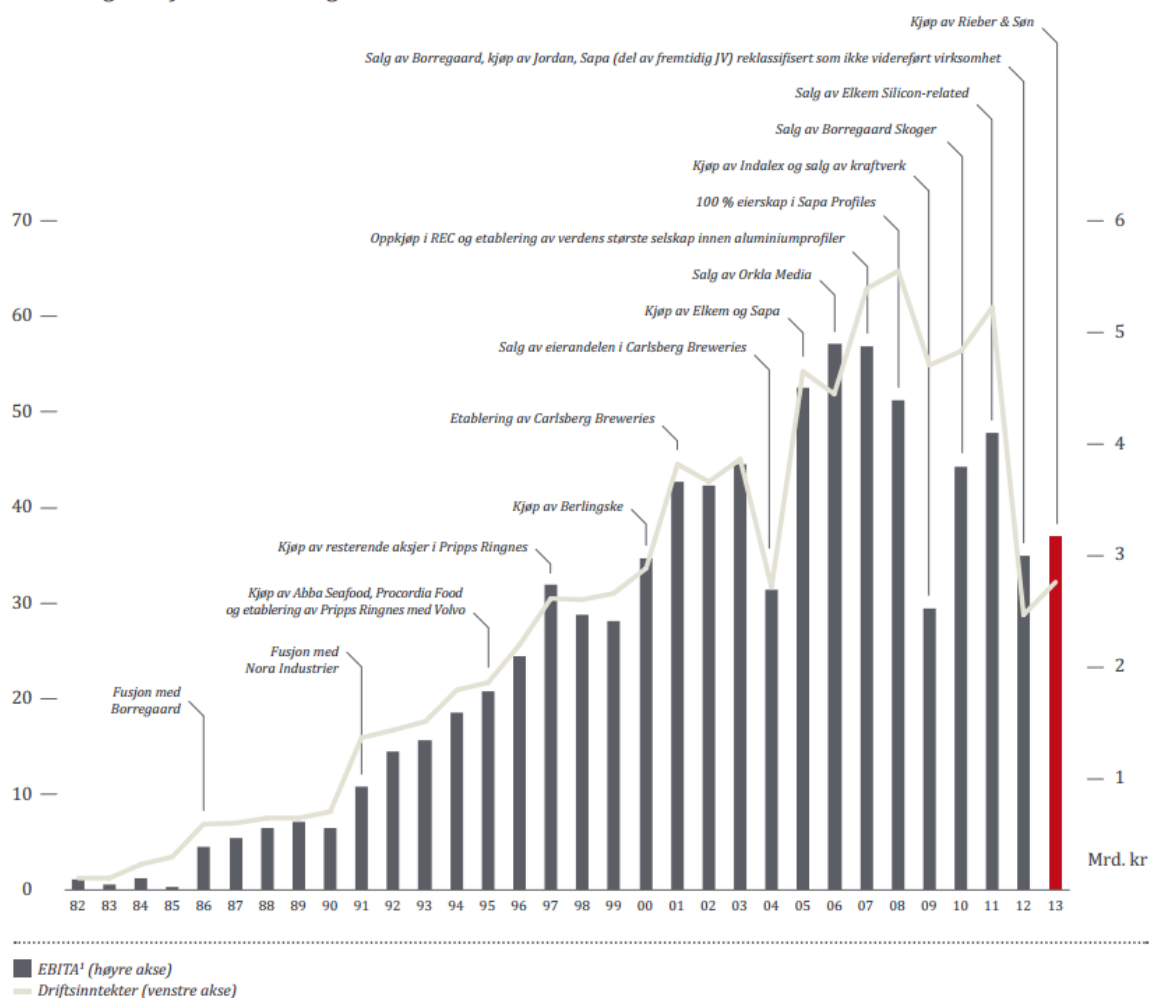
1.2.2 Orklas strategi og mål

Orklas hovedmål er å gi aksjonærene en langsiktig avkastning over aksjemarkedets gjennomsnitt. Konsernets overordnede strategiske fokus vil være vekst innen merkevarer. En merkevare er et produkt med visse egenskaper som oppnår tilleggsfordeler hos forbrukeren på grunn av selve merket, og merkevarebygging er en strategi som går ut på å gi produktet tilleggsfordeler eller -verdier (Cappelen Dam, 2009). Med utgangspunkt i selskapets kjernekompetanse innen merkevarebygging, fusjoner og oppkjøp, skal Orkla styrke sin posisjon som Nordens ledende merkevareselskap. Videre er Orklas mål å utvikle mennesker - skape verdier. Orkla skal være bedre og skape større verdier enn konkurrentene og andre

det er naturlig å sammenligne seg med. Dette skal oppnås gjennom et skarpere forretningsmessig fokus og sterkere forbrukerorientering.

I tråd med formålsparagrafen driver også Orkla virksomhet innen flere områder. Virksomheten er hovedsakelig konsentrert om merkevarer, aluminiumløsninger og finansielle investeringer. Orkla kommuniserte i 2011 at konsernet fremover vil fokusere på og allokere sine ressurser til merkevarevirksomhet. I tråd med denne strategien har Orkla i løpet av 2012 og 2013 tatt flere steg i retning av å bli et mer rendyrket merkevareselskap ved at virksomhet som ligger utenfor konsernets satsingsområde fases ut. Styret vil vurdere hvorvidt det er hensiktsmessig å foreslå en justering av formålsparagrafen når slik utfasing er gjennomført.

Utvikling i driftsinntekter og EBITA*¹



Figur 3: Selskapsutvikling – Kjøp og salg av virksomheter

1.3 Bakgrunn for oppgaven

Som historien viser er konglomeratets storhetstid som selskapsform forbi. Til tross for dette finnes det enda store aktører som fortsatt velger å drive virksomhet i urelaterte forretningsområder. Orkla ASA er det mest kjente konglomeratet i Norge, og vi ble interessert i hvorfor enkelte selskaper som Orkla har valgt å beholde denne selskapsformen med urelaterte selskaper. Orkla-konsernet er i tillegg et av de største selskapene på Oslo Børs og har over lang tid vært et flaggskip i norsk næringsliv. Bakgrunnen for at vi velger å se nærmere på Orkla ASA i denne oppgaven er også at bedriften har hatt mye medieomtale de siste årene hvor ny toppleder, fornyet strategi og mangfoldige oppkjøp- og salgstransaksjoner kan nevnes. Orklas mål er som sagt å gi aksjonærene en langsiktig avkastning godt over aksjemarkedets gjennomsnitt, men er det noe som konglomeratsstrukturen optimaliserer?

1.3.1 Formål og Problemformulering

Formålet med denne oppgaven er å undersøke om selskapsformen konglomerat, urelatert diversifisering, skaper eller reduserer aksjonærverdier. Vi ønsker videre i denne utredningen å fokusere spesielt på Orkla-konsernet når vi undersøker forholdet mellom selskapsdiversifisering og aksjonærverdier. Dette har bunnet ut i problemformuleringen: ***Skaper eller reduserer Orklas organisasjonsstruktur som konglomerat verdier for Orklas aksjonærer i forhold til en situasjon hvor Orkla konsentrerer seg om få kjerneområder?***

Selve undersøkelsen gjøres ved beregning og sammenligning av en tilnærming til måltallet *Tobins Q*. Utledningen skal gi et estimat av *Q* både for konglomeratet som helhet og for divisjonene innad i selskapet, som blir verdsatt som det gjennomsnittlige spesialiserte firmaet i de respektive bransjene. I tillegg foretar vi en såkalt *Chop Shop Valuation* for å verdsette de enkelte enhetene i konsernet, og dermed kunne sammenligne totalverdien av divisjoner opp mot markedsverdien av konglomeratet. Ved hjelp av dette undersøker vi også om Orklas strategiendring til merkevarespesialisering hadde innvirkning på verdien av selskapet, og dermed også om en endring av selskapsdiversifisering påvirker aksjonærverdier.

1.3.2 Forskningsmetode

Forskningsmetoden som vi mener er best mulig egnet til å belyse spørsmålet om hvordan diversifiseringsstrategien i Orkla ASA påvirker aksjonærverdier er et kvantitativt forskningsopplegg, supplert med en analyse av orklas strategi og de rådende markedsforholdene. Ved kvantitative metoder samles informasjon som lar seg tallfeste, eller er mulig å uttrykke i form av tall, og som videre kan behandles ved hjelp av statistiske teknikker. Kvantitative metoder er velegnet til å si noe om variasjon og samvariasjon i ulike forhold, og i tillegg gjør standardiseringen av informasjon den lett å behandle. En kan dermed få oversikt over et stort og komplekst material på en forholdsvis enkel måte, som også øker muligheten til å generalisere funn (Jacobsen, 2005).

Å ta i bruk kvantitative metoder i utredningen er dermed hensiktsmessig for å skaffe en oversikt over det utvalget av sammenlignbare selskaper vi har, og for å videre undersøke sammenhengen mellom diversifiseringsstrategier og lønnsomhet. I tillegg anvender vi målbare forhold i våre regneoperasjoner og analyser, ved at vi benytter en kombinasjon av regskapsbaserte tall og markedsprisedata. Våres forskningsmetode spisses og aktualiseres ved at det gjøres en casestudie med fokus på forholdene i Orkla.

2. Teori

2.1 Aksjonærverdier

En investor investerer sine midler i et foretak i håp om positiv avkastning, en økonomisk gevinst i forhold til kapitalinnsats og tid. Selve aksjonærverdiene følger direkte av endringer i aksjekursene, når det også tas hensyn til utbytteutbetalinger. En høyere aksjekurs vil således øke markedsverdien til et selskap og dermed også aksjonærverdiene. Av andre faktorer som påvirker aksjonærverdier kan blant annet investors handlefrihet, regulatoriske forhold og andre markedsforhold med tanke på risiko også nevnes.

2.1.1 Diversifisering

For en aksjonær vil avveiningen mellom avkastning og risiko være en sentral del i investeringsstrategien, og en investor kan redusere risiko ved hjelp av porteføljediversifisering. Totalrisikoen for en aksje består av to komponenter: systematisk og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen består av effekten makroøkonomiske og markedsforhold har på aksjen, mens den usystematiske risikoen består av komponenter som er kun industri- eller firmaspesifikke. Ved å konstruere en vel-diversifisert portefølje, altså en samling av ikke perfekt korrelerte verdipapirer, kan en fjerne all selskapsspesifikk risiko. Risikoen fjernes i og med at forhold som reduserer avkastningen for et aktivum vil balanseres av forhold som øker avkastningen til et annet aktivum i porteføljen. Porteføljer med ikke perfekt korrelerte aktiva gir alltid bedre risiko-avkastning-avveining enn de individuelle aktivaene hver for seg. Investor er dermed med en vel sammensatt portefølje kun påvirket av markedsspesifikk risiko (Persson, 2013).

Til sammenligning kan også selskaper benytte seg av diversifiseringsstrategier. Selskapsdiversifisering oppstår når et foretak utvider til å operere i markeder og bransjer som ikke har noen markedsinteraksjon, for eksempel ved at produktene ikke har noen krysspriselasitet med hverandre. På samme måte som investor investerer i ukorrelerte aksjer vil et selskap også kunne utjevne opp- og nedgangstider ved å operere i industrier som ikke er perfekt korrelerte. Aksjonærverdiene vil økes ved at investor unngår transaksjonskostnadene knyttet til egen porteføljeforvaltning i en allerede diversifisert aksje, men samtidig reduseres ved at en blir låst til en fast porteføljesammensetting. Valget om å investere i et konglomerat, eller sette sammen egen portefølje kan med andre ord bli en

avveining mellom transaksjonskostnader på den ene siden og aksjonærens egen handlefrihet på den andre.

I dagens aksjemarked er derimot ikke transaksjonskostnadene av så betydelig størrelse at de ene og alene kan forklare hvorfor konglomerater eksisterer. En stor del av forklaringen må vies til enkelte aksjonærs tro på driftsfordelene og innflytelsen diversifisering har på organisasjonseffektiviteten, altså synergier som ikke kan repliseres av investor ved egen porteføljekonstruksjon. Samdriftsfordeler i en organisasjon er en kostnadsbesparelse eller andre verdiøkende faktorer som ellers ikke hadde oppstått om enhetene ikke var en del av samme organisasjon (Panzar & Willig, 1981). Eksempler på samdriftsfordeler kan være bedre ressursutnyttelse, som ved at innsatsfaktorer i produksjonen er delelige og totalkostnaden for disse tjenestene eller produktene blir mindre enn om de ikke var i samme foretak. Et annet eksempel kan være at konglomeratet som enhet er bedre rustet mot sjokk i den enkelte industri på grunn av diversifiseringen. Dette gir mer stabile forhold og det kan dermed bli lettere både å rekruttere og beholde humankapital som ledelsesekspertise i selskapet.

Foruten utnyttelsen av samdriftsfordeler, vil også diversifisering kunne være en naturlig del og et resultat av firmavekst, som igjen stammer fra dynamiske strategier som maksimerer aksjonærverdier. En naturlig utfordring de fleste foretak vil stå overfor er fallende produktivitet, og en diversifiseringsstrategi vil kunne åpne for muligheten til å utforske nye, attraktive og produktive alternativer. Disse mulighetene vil ikke bare gjelde for modne og tregt-voksende selskaper, men også spesialiserte selskaper hvor produktmarkedene kan være differensierte, oligopolistiske eller svært begrensede.

Det hevdes også at konglomerater ødelegger aksjonærverdier sammenlignet med porteføljer bestående av sammenlignbare selskaper. Det finnes flere populære argumenter for at et konglomerat ikke forvalter og utvikler selskapets ressurser på best mulig måte, men det ingen kan besvare er hvorfor diversifiserte firmaer i det hele tatt eksisterer, og i tillegg er mange av problemene vanskelige å kvantifisere og testes.

I følge Rumelt R. P (1982) ble størst profitt og avkastning funnet blant firma som har en strategi som hovedsakelig gikk ut på å diversifisere til bransjer og markeder som deler noen kjerneressurser. På nedre del av avkastning var vertikalt integrerte firmaer og selskaper som diversifiserte i totalt urelaterte bransjer. Optimal selskapsdiversifisering innebærer dermed å

finne balansen mellom samdriftsfordelene og ulempene av organisasjonskompleksiteten som fører til kontrolltap og ineffektiv intern bruk og allokering av midler. Coase (1937) besvarte spørsmålet om når diversifisering skaper ekstra aksjonærverdier slik: Når kostnaden av å organisere en ekstra transaksjon innad i firmaet blir lik kostnaden av å utføre den samme transaksjonen ved handel i det åpne markedet eller kostnaden av å organisere i et nytt firma (Lang & Stulz, 1994).

2.2 Verdiskapende og -reduserende effekter ved konglomerater

En god fremgangsmåte når vi skal identifisere mulige fordeler og ulemper for aksjonærer i et konglomerat kontra et spesialisert firma kan være å se på forskjeller mellom diversifiserte firmaer og spesialiserte firma. Bhide (1990) omtaler to forskjeller. Den ene er håndteringen av kunder, leverandører, utlånere, og skattemyndigheter som vil være forskjellig på grunn av at det diversifiserte firmaet påvirkes av den samlede egenskapen til de tilhørende enhetene. Den andre forskjellen som Bhide nevner er at det ofte er et ekstra nivå av administrative eller overordnede kostnader. Dette skaper en ekstra kostnad til konglomeratet, men gir også muligheten til å styre de kombinerte ressursene til de ulike enhetene.

2.2.1 Verdiskapende egenskaper for aksjonærer

Gjeldskapasitet

Det at kreditorene til et konglomerat kan basere utlånene sine på den samlede sammensetningen av enhetene kan gi større finansielle muligheter for konglomeratet. Etter Lewellen (1971) som baserer sin forskning på at konglomeratets enheter ikke har perfekt korrelerte kontantstrømmer, gir derfor konglomeratet mindre volatilitet knyttet til kontantstrømmene og vil derfor øke gjeldskapasiteten. I et perfekt marked med skattefrihet, lik rente til individer og selskaper, uten transaksjonskostnader og uten konkurrisiko sier finansiell teori at kapitalstruktur ikke påvirker selskapets markedsverdi (Modigliani & Miller, 1958). I vår verden er det likevel tilstedeværelse av de nevnte parameterne. Skatt vil ved en økt gjeldskapasitet skape verdier for aksjonærene da man vil redusere skattekostnaden på grunn av fradrag på rentekostnader. Det er likevel kostnader knyttet til et større opptak av gjeld som kalles konkurskostnader. Disse oppstår på grunn av uro knyttet til spørsmål om videre drift. Når risikoen for konkurs øker vil blant annet kreditorene kreve

høyere rente på lån, og leverandører vil kunne si opp avtaler på grunn av frykten for å ikke motta betaling (DeMarzo & Berk, 2011). Enhver økning i opptak av lån skaper derfor ikke aksjonærverdier i alle tilfeller. Det som derimot skaper aksjonærverdier er konglomeratets mulighet til å låne mer til den samme konkursrisikoen når kontantstrømmene til enhetene er ukorrelerte (Melnik & Pollatschek, 1973), og dermed oppnå større skattefradrag på rentekostnadene. Jensen M. C. (1986) viser for eksempel at det skjer en kursstigning etter annonsering om økt gjeldsgrad, og et kursfall etter annonsering om transaksjoner som reduserer gjelden.

Fremførbart underskudd

Et konglomerat består etter definisjonen av urelaterte enheter. Dette kan også skape aksjonærverdier ved etterfølgelse av norske lover om fremførbart underskudd. Etter Skatteloven (2014) paragraf 14-6 har selskaper i Norge rett på fradrag for underskudd som skatteyteren har hatt i tidligere år. Dette vil da også gjelde for spesialiserte selskaper. Fordelen for konglomeratet er at skattepliktig resultat vil variere mer siden skattepliktig resultat mellom enhetene ikke er helt korrelerte som nevnt under avsnittet over. Dette vil i praksis si at konglomeratet vil kunne benytte seg av det fremførbare underskuddet tidligere enn et spesialisert selskap, og oppnå avkastning på denne skattebesparelsen. Følgelig vil dette være en liten verdidriver for aksjonærene.

Internt kapitalmarked

Et konglomerat kan sies å inneha et internt kapitalmarked, fordi en enkelt enhet i konglomeratet som trenger kapitaltilførsel utover sin egen inntjening kan tilføres denne fra en annen enhet innad i konglomeratet. På den andre siden vil et spesialisert selskap innhente denne kapitalen fra et eksternt marked. Dette kan kort fortalt sies å kunne skape aksjonærverdier når det eksterne markedet ikke er perfekt, og når det interne markedet på andre måter er bedre enn det eksterne markedet (Sudarsanam, 2003). Etter *Pecking order theory*⁴ er også tilførsel av kapital internt rangert over tilførsel av kapital eksternt når det er tilstedeværelse av informasjonsasymmetri mellom ledelse og markedet (Myers & Shyam-Sunder, 1999).

⁴ Teori som rangerer ulike finansieringskilder.

Svakheter i finansielt marked

Diversifisering innad i firmaet vil altså blant annet kunne skape aksjonærverdier gjennom å forbedre svakheter i det finansielle markedet gjennom å implementere disse funksjonene i det interne kapitalmarkedet. Dette kan være feil eller begrensninger ved alle institusjoner som er vanlige i, og påvirker det finansielle markedet. Eksempler på slike institusjoner er banker, børser, registre med korrekte opplysninger osv. Dette vil være spesielt viktig i nye markeder (Khanna & Palepu, 1999).

Et effisient internt kapitalmarked

En spesialisert bedrift vil hovedsakelig hente kapital ved opptak av lån eller ved aksjeutstedelse. Det vil da oppstå transaksjonskostnader knyttet til opptak av banklån, utstedelse av obligasjoner og utstedelse av nye aksjer. Det er ikke her kun snakk om direkte transaksjonskostnader, blant annet agent-kostnader, men også kostnader knyttet til informasjonsasymmetri. Kostnader knyttet til informasjonsasymmetri kan her skyldes at det eksterne markedet ikke har tilgang på samme informasjon som ledelsen, og derfor heller ikke den samme forutsetningen til å kunne velge mellom investeringer og prosjekter. I et internt kapitalmarked er ikke disse kostnadene like store, da informasjonsflyten er bedre innad i konglomeratet enn fra et selskap og ut til det eksterne markedet (Williamson, 1975). I tillegg viser Fluck og Lynch (1996) at agentkostnader fører til at spesialiserte firmaer avslår prosjekter med positiv nåverdi, og er derfor positivt for aksjonærene i et konglomerat. Det interne kapitalmarkedet kan derfor sies å være mer effisient enn det eksterne kapitalmarkedet (Shleifer & Vishny, 1991). Ledelsen eller et finansielt hovedkvarter i et konglomerat vil altså kunne fordele kapital fra enheter med lite muligheter til mer lovende enheter uten påvirkning fra det mindre informerte kapitalmarkedet, noe som vil kunne øke firmaets verdi og følgelig også aksjonærverdier. Dette underbygges av Stein (1997) som viser at diversifisering øker effektiviteten til et konglomerat siden ledelsen allokterer kapital til de mest effektive enhetene, på grunn av blant annet intern overvåking og derfor også bedre informasjonstilgang.

Aksjonærvennlig tilførsel av ekstern kapital

Konglomeratet har uansett mulighet til å få tilførsel av ekstern kapital hvis det er nødvendig, og da også med en effekt som reduserer aksjonærverdiene mindre eller øker aksjonærverdiene mer. Ved kapitaltilførsel via aksjeemisjon så reduseres ikke aksjonærverdiene med like mye som spesialiserte selskaper, noe Hadlock, Ryngaert, og Thomas (2001) viser ved å observere aksjemarkedets respons på 641 nyhetslipp om

aksjeemisjon. Resultatet viser at markedsreaksjonen var bedre for diversifiserte firmaer enn for spesialiserte firmaer. Når det gjelder låneopptak og utstedelse av obligasjoner så er selskapsrisikoen for et konglomerat mindre enn for et spesialisert selskap, og som nevnt tidligere vil kunne gi bedre betingelser.

Monopolmakt

Monopolistisk makt kan defineres som enhver forskjell i selgers marked fra et perfekt marked (Bain, 1941). Disse forskjellene kan etter enkel økonomisk teori kunne skape verdier gjennom å skaffe seg fordeler på bekostning av kunder, konkurrenter og leverandører. Trautwein (1990) nevner tre muligheter et konglomerat kan utnytte for å skaffe seg monopolmakt. Disse er kryss-subsidiering, gjensidig overbærenhet og mulighet til å avskrekke potensielle konkurrenter ved hjelp av synergier. Montgomery (1994) supplerer med konglomeraters mulighet til å utføre gjensidig handel.

Kryss-subsidiering

Kryss- subsidiering kan brukes i et konglomerat for å drive rovdyrprising i markedet til en eller flere av enhetene. Dette skjer ved at man overfører profitt fra enheter som er egnede til enheter i markeder man ønsker å øke sin markedsandel, og deretter setter ned prisen for å presse ut konkurrentene. Hvorvidt denne økte markedsandelen vil øke profitten er diskutert blant forskere. Det er ingen tvil om at det er en korrelasjon mellom bedrifters markedsandel og lønnsomhet, likevel er det mange ulike synspunkter på hva denne korrelasjonen bunner ut i. En mulighet er at korrelasjonen skyldes markedsandelen direkte (Buzzell, Gale, & Sultan, 1975). På den andre siden argumenterer Rumelt og Wensley (1981) og Jacobson og Aaker (1985) for at korrelasjonen skyldes andre påvirkende variabler som blant annet ledelsestalent og flaks. Uansett er det en korrelasjon, og hvis vi antar at økt markedsandel øker lønnsomheten, så vil kryss-subsidiering også kunne skape aksjonærverdier.

Gjensidig overbærenhet

Teorien om gjensidig overbærenhet ble utviklet av Edwards (1955) som argumenterer for at rivalisering reduseres når samme konkurrenter møtes i flere markeder. Dette følger av selskapene sin forståelse av at konkurrenten kan gjøre skadelige mottiltak ved aggressive handlinger. Hypotesen er støttet av flere studier, deriblant Heggstad og Rhoades (1978) som observerte at rivalisering ble redusert mellom banker når de var linket mot hverandre innenfor bankmarkedet. Videre viser Evans og Kessides (1994) at høye priser i den amerikanske flyindustrien var sterkt knyttet til selskapskontakt gjennom flere markeder. Ved

gjentatt interaksjon er også en samarbeidsløsning et kjent fenomen innen spillteori. Bedrifter som møtes ofte kan lære spillet, og aktørene tilpasser seg en samarbeidsløsning uten å kommunisere direkte med hverandre (Mathiesen, 2010). Det kan også her være verdt å nevne at de ulike enhetene allerede må ha markedsrett i sine segmenter for at konglomeratet skal oppnå monopolistisk makt på denne måten, da de må kunne vise at aggressive handlinger vil kunne tilføre motparten store økonomiske tap. Ved riktige forhold vil derfor gjensidig overbærenhet kunne skape aksjonærverdier.

Avskrekke konkurrenter ved synergier

Konglomeratet reduserer sjansen for at nye konkurrenter etablerer seg i dets respektive markeder blant annet på grunn av synergiegenskaper mellom liknende enheter. Denne egenskapen vil kunne virke avskrekkende på potensielle nyetablerte konkurrenter, og kan styrkes gjennom såkalte konsentriske oppkjøp. Et konsentrisk oppkjøp er et oppkjøp av en enhet som berører noen av de samme økonomiske egenskapene og på den måten utnytter synergier. Et eksempel på dette kan være et konglomerat som kjøper opp en motorsykkelprodusent når de allerede har en enhet som produserer biler (Trautwein, 1990).

Gjensidig handel

En siste mulighet for å skape aksjonærverdier gjennom monopolistisk makt er ved gjensidig handel med andre konglomerater. Det betyr at de ulike konglomeratene prioriterer hverandre som kjøpere og selgere. Kort fortalt betyr dette at konglomeratene handler med hverandre gjennom de ulike enhetene for å fryse ut andre aktører i de aktuelle markedene (Montgomery C. A., 1994). Man kan på mange måter si at gjensidig handel er en utviklet form for gjensidig overbæring, da forskjellen hovedsakelig er at man støtter hverandre gjennom handel i stedet for kun å unngå å konkurrere med hverandre. Det bør også nevnes at slik handel ikke nødvendigvis alltid vil skape verdier på lang sikt da blant annet leverandørkvaliteten kan falle når man har faste avtaler om leveranse. Denne effekten veies likevel kanskje også opp av kostnadsbesparelser knyttet til faste leveranser (Handler, 1963).

Deling av evner og ressurser

Humankapital

Deling av humankapital som en verdiskapende faktor for et konglomerat kontra et spesialisert selskap er noe Teece (1982) nevner. Dette gjelder kunnskap som er overførbar og substitusjonell, og derfor kan overføres mellom ulike produkter og enheter. Kunnskap om

hvordan aktiviteter kan forbedres, kan i et konglomerat overføres mellom enhetene til lavere transaksjonskostnader enn ved å skaffe seg informasjonen i markedet hvor man må finne ut av hvem som har informasjonen, drive forhandlinger og overføre kapital. Dette skyldes at ingen i markedet har noe incentiv til å dele informasjonen gratis. Informasjonsoverføringen kan også skape et fortrinn i forhold til spesialiserte selskaper gjennom at all informasjon fra flere urelaterte industrier innenfor et område, for eksempel markedsføring, kan skape en unik egenskap innenfor dette området. Konglomeratets størrelse og urelaterte enheter gjør også at aksjonærverdier kan skapes gjennom nyttiggjøringen av spesialiserte eksperter, innenfor blant annet driftsanalyse, databehandling, incentivsystemer og internasjonal forretningsvirksomhet. I en spesialisert enhet forsvarer ikke størrelsen av foretaket kostanden knyttet til å ha slike eksperter (Jacoby, 1970).

Ledelse

I tillegg kan konglomeratet anvende ledelsestalent over en større del av organisasjonen, blant annet gjennom at toppledelsen fungerer som innsidekonsulenter for hele organisasjonen. Ledelsen i et konglomerat kan sees på som eksperter i generell ledelse, og denne kunnskapen kan brukes i alle enhetene i organisasjonen. Dette vil kunne skape aksjonærverdier dersom ledelsen i hver enkelt enhet ikke innehar samme ekspertise som separat selskap. Videre kan ledelsen i de ulike enhetene gjennom det man kaller ledelsessynergier samarbeide og tilføre hverandre kunnskap (Matsusaka, 1993).

Annen deling av ressurser

I et konglomerat kan man også utnytte andre synergier som kan redusere kostnaden pr organisatoriske enhet, kontra hvis enhetene var enkeltstående spesialiserte selskaper. Eksempler på dette kan være deling av distribusjonsnett, varelager, produksjon og HR-funksjonen. Gomes og Livdan (2004) sier at konglomeratet kan skape aksjonærverdier gjennom at faste produksjonskostnader per enkelt enhet kan reduseres gjennom slike synergier. Som nevnt tidligere bør det påpekes at konglomeratet ofte har et ekstra nivå av overordnede eller administrative kostnader (Bhide, 1990).

Eksterne virkninger

Eksterne virkninger kan også ha en verdiøkende effekt. Et eksempel på en ekstern virkning er at en av enhetene bygger et hotell på et øde sted hvor en annen enhet har en restaurant, og begge enhetene drar nytte av den andres plassering. Et annet eksempel er at bygging av en flyplass vil kunne skape store ringvirkninger for mange industrier i nærheten (Teece, 1982).

Håndtering av sjokk

Investorer har som nevnt ulike nyttefunksjoner og ulik grad av risikoaversjon. Det er gjort en rekke empiriske undersøkelser på sammenhengen mellom handelsvolum til aksjer og størrelsen på en prisendring, og Karpoff (1987) finner at denne sammenhengen er positivt korrelert. Det vil med andre ord kunne være aksjonærverdier knyttet til lavere volatilitet, for en investor som er risikoavers. Her spiller også «bid-ask spread» en rolle. «Bid-ask spread» er differansen mellom kjøpsprisen og salgsprisen en investor står ovenfor ved en handel. Ifølge Copeland og Galai (1983) øker denne «spreaden» når handelsvolumet til en aksje går ned. Det vil si at en aksjonær risikerer å måtte betale en større kostnad knyttet til umiddelbar handel jo større «bid-ask spreaden» er, og transaksjonskostnadene kan sies å være høyere. Dette kan skape aksjonærverdier, men det bør likevel nevnes at den ekstra risikoen og de ekstra kostnadene blir tatt hensyn til av at investorer tillegger avkastningskravet en ekstra likviditetspremie (Amihud & Mendelson, 1986). Disse effektene forventes å være sterkere for større selskaper enn små, og derfor vil et konglomerat skape aksjonærverdier kontra en portefølje av de samme selskapene (Cheung & NG, 1992).

2.2.2 Verdireduserende faktorer for aksjonærverdier ved konglomerater

Det vil naturligvis også oppstå kostnader og ulemper ved å drive et konsern innen mange urelaterte bransjer, og disse kostnadene ved et konglomerat kan ses på som fordelene ved å være et mer spesialisert foretak. Faktorer som kan redusere aksjonærverdier er for eksempel at en går glipp av stordriftsfordeler, en aksjonærverdiskapende faktor som ville ha vært tilstede i et mer spesialisert og relatert foretak. Hvilke faktorer som kan virke som verdiforingene er situasjonsbestemt, og en faktor som isolert sett ødelegger aksjonærverdier vil nødvendigvis ikke ha en fremtredende effekt uten at spesifikke forhold er tilstede.

Prinsipal-agent-problemet

Et av hovedargumentene mot selskapsdiversifisering er at det bidrar til å forverre det såkalte prinsipal-agent problemet. Dette er et arrangement hvor en agent handler på prinsipalens vegne og påvirker prinsipalens nytte. Denne relasjonen blir et problem når agenten kan forfølge egne mål på prinsipalens bekostning. Sentrale forhold er at det oppstår asymmetrisk informasjon, det er kostbart å overvåke agenten og det er usikkerhet rundt resultatet (Mathiesen, 2010). I selskapsammenheng belyser dette forholdet mellom agenten (ledelsen) og prinsipalene (eierne) i et foretak med tanke på hvordan asymmetrisk informasjon kan bli

utnyttet, samt vanskelighetene ved å overvåke agentens handlinger. Problemet oppstår når ledelsen har incentiver til å følge egeninteresser og derfor ikke handler i overensstemmelse med eiernes interesser. Faktorer som gjør at ledelsen handler etter egne interesser er et ønske om økt økonomisk kompensasjon, makt, status og prestisje, samt det å gjøre seg kostbar å erstatte. Agentproblemer gjør seg da særlig gjeldende når ledelsen bare har små eierandeler i selskapet ettersom incentivene til å sikre seg personlige fordeler blir større, siden mesteparten av kostnaden uansett tilføres eierne (Jensen & Meckling, 1976). Videre gjør konglomeratstrukturen det vanskeligere å løse prinsipal-agent-problemet ved å utstede aksjer til divisjonslederne, ettersom aksjeverdien påvirkes av konsernets totale prestasjon og hver enkel enhet har kun direkte påvirkning på egen innsats. I tillegg vil også konglomeratets størrelse og struktur styrke prinsipal-agent problemet ytterligere, i og med at det blir vanskeligere for eierne å kontrollere og overvåke ledelsen enn i mindre og mer fokuserte selskaper. Dette bidrar til at forholdene ligger enda mer til rette for å følge personlige mål i stedet for eiernes mål (Jensen & Murphy, 1990).

Verdsettelse av konglomerater

Gjennom en studie av analytikere fant Dunn og Nathan (1990) hold i at analytikere som følger flere bransjer har mindre nøyaktige estimater. Dette kan være en verdireducerende faktor for aksjonærene i et konglomerat, ettersom analytikerne kan få problemer med å estimere inntjening og verdsette konglomerater. Lamont og Polk (2001) antok også at analytikere setter høyere avkastningskrav til konglomerater grunnet økt usikkerhet. Dette blir også mulig forsterket gjennom rapporteringsreglene, ved at den lovpålagte informasjonsplikten for de ulike divisjonene kan være begrenset til enkle resultat og balanseoppstillinger. Dermed er det knyttet usikkerhet til foretakets faktiske operasjonelle aktiviteter og økonomiske prestasjoner, som vil problematisere verdsettelsen av konglomerater (Sudarsanam, 2003).

Porteføljesammensetning

Sammensetningen av et konglomerat kan sammenlignes og ses på som en portefølje av enkeltaktiva. Om en portefølje er sammensatt av aksjonæren eller gjennom selskapsdiversifisering i et konglomerat vil verken skape eller redusere noen ekstraverdier for aksjonærene. Dette vil selvsagt være annerledes om det foreligger synergieffekter ved konglomeratdannelsen eller store transaksjonskostnader (Sudarsanam, 2003). Sett i lys av dagens aksjemarked kan investorer handle både noterte og unoterte aksjer til en neglisjerbar

transaksjonskostnad. Til sammenligning blir en konglomeratdannelse en svært dyr og tungvint måte å replisere en tilsvarende aksjeportefølje på. Handlefriheten og fleksibiliteten til investorer vil også bli redusert ved å investere i et konglomerat med diversifiseringsformål. Vi har også tidligere nevnt ledelsens incentiver til å styrke egen posisjon. Fra ledelsens ståsted vil diversifisering til urelaterte bransjer være av interesse siden en ved hjelp av diversifisering kan utligne svingninger i økonomien, og dermed redusere egen risiko. Fra eiernes ståsted kan dette være uinteressant og verdireducerende, siden sikkerheten som reduksjonen av risiko gir hovedsakelig vil tilfalle ledelsen og kreditorene. Dette er tilfellet fordi eierne enten allerede er diversifiserte, eller at de blir tvunget med i en bestemt miks av virksomhetsområder uten å selv kunne bestemme avveiningen mellom risiko og avkastning (Boye, 2004).

Diversifisering og utnyttelse av bredderessurser

Fordelene for store bedrifter og selskaper i vekst er at sannsynligheten for utnyttbare samdrift- og stordriftsfordeler øker. Utnyttelse og effektivisering av bredderessurser i et konsern er selvsagt i utgangspunktet en verdiskapende faktor for aksjonærene, men i tilfeller med konglomerater kan forskjellene mellom driften av enhetene bli så store at det bare er en knippe ressurser som kan utnyttes på tvers av avdelingene. I og med at konglomeratet har større avtagende marginalutbytte⁵ på ressursene sammenlignet med mer spesialiserte selskaper, kan dette sies å være en verdireducerende faktor for aksjonærene. I konglomerater forsterkes også denne effekten, særlig på kort sikt, med tanke på man ikke vet med sikkerhet hvor i organisasjonen en kan utnytte ressursene for å oppnå synergier. Dette kan dermed bli en kostbar prøve og feile-prosess med stor usikkerhet (Matsusaka, 2001).

Overinvesteringer i konglomerater

I et konglomerat vil det være over gjennomsnittlig fri kontantstrøm tilgjengelig for ledelsen, og med fri kontantstrøm menes den kontantstrømmen bedriften sitter igjen med etter at de nødvendige investeringene for å opprettholde drift er foretatt (Jensen, 1986). Grunnen til dette er at de fleste konglomerater opererer i modne bransjer og markeder, og disse har som oftest god inntjening, men færre investeringsmuligheter. Den frie kontantstrømmen som da blir tilgjengelig i konglomerater gir dermed ledelsen et friere spillerom. Når investeringsmulighetene for lønnsomme prosjekter bortfaller, ville det vært

⁵ Avtagende marginalutbytte oppstår når output øker prosentvis mindre enn økningen i innsatsfaktorene

bedriftsøkonomisk optimalt å utbetale den frie kontantstrømmen til aksjonærene. En utbetaling til aksjonærene ville derimot redusere ledelsens spillerom, og dermed også ledelsens makt og interesser. I tillegg ville også en utbyttepolitikk hvor all fri kontantstrøm utbetales, gi økt sannsynlighet for at foretaket må anskaffe dyrere kapital eksternt. For konglomerater blir konsekvensene av dette en økt kontroll og overvåking av ledelsen, samt at prisen på tilgjengelige midler blir høyere. Disse motstridene interessene mellom selskapsledelsen og eierne angående utbyttepolitikken kan ses på som et prinsipal-agentproblem som vi forklarte tidligere. Ledelsen vil ha incentiver til ikke å handle i tråd med eiernes beste, ved at de foretar flere investeringer med veldig usikker eller negativ nåverdi for å sikre egne personlige fordeler og makt. Dette problemet gjør seg særlig gjeldene, og virker verdiredukerende i et konglomerat, fordi strukturen og alle de urelaterte aktivitetene gjør det vanskeligere for utenforstående å overvåke og kontrollere ledelsens beslutninger. Jensen og Murphy (1990) tar for seg eksempelet på overinvesteringer i oljeindustrien på 1980-tallet. Etter en periode med svært gode tider ble det overkapasitet i oljebransjen, og forventningene var en fremtidig lavere oljepris. Til tross for dette ble kapasitetene fremdeles ikke redusert, og den frie kontantstrømmen ble heller ikke utbetalt til aksjonærene. Midler ble rett og slett brukt til diversifisering inn i nye bransjer, alt fra gruvedrift til kontorutstyr, for å opprettholde ledelsens makt og midler.

Kapitalfordelingsproblematikken

Det har ofte vist seg at det interne kapitalmarkedet i konglomerater ikke fordeler og tildeler kapital effektivt. Dette innebærer at enkelte enheter i konglomeratet tildeles for store midler på bekostning av andre. Denne skjer ved at lønnsomme enheter finansierer mindre lønnsomme enheter innad i konglomeratet, i stedet for å effektivisere, nedskjære, selge eller avvikle driften som ellers ville ha vært det bedriftsøkonomisk optimale for aksjonærverdien (Scharfstein & Stein, 2000). Studiene til Shin og Stulz (1998) støtter også opp under den ineffektive kapitalallokeringen i konglomerater. De fant bevis på at investeringene til divisjonene er avhengige av kontantstrømmen til andre urelaterte divisjoner, og ikke av om divisjonen som mottar overføringen har de mest gunstige investeringsmulighetene. Denne ineffisiente kapitalfordelingen kan kun forklares ved hjelp av et standard prinsipal-agentproblem dersom ledelsen konsekvent kan nyte mest personlige fordeler fra de mindre lønnsomme enhetene. Det er derimot mulig å forklare dette ved å se på rollene til aktørene i konglomeratet som er aksjonærene, toppledelsen og lederne for de ulike enhetene. Problemet vil med større sannsynlighet oppstå når ledelsen har svake incentiver til å maksimere

aksjonærverdi, og når framtidsutsiktene og investeringsmulighetene mellom de ulike enhetene er store. De ulike divisjonslederne må kjempe om knappe ressurser, og har store incentiver til å forbedre sin egen posisjon for tildeling av kompensasjon. Dette kan ses på som en lobbyvirksomhet fra divisjonslederne for å oppnå økt makt, kompensasjon, status og prestisje. De minst lønnsomme avdelingene, som har lavere produktivitet, har i tillegg mindre alternativkostnader og dermed større incentiver til å drive med denne typen lobbyvirksomhet. Fra toppledelsens synspunkt vil fordelingen av midler og kapital innad i konglomeratet være avhengig av kontrakten med eierne, og hvordan de kompenseres for sin jobb. Dette spillet mellom aktørene kan føre til en ineffektiv allokering av kapital i konglomerater (Scharfstein & Stein, 2000).

En vesentlig forskjell mellom det interne kapitalmarkedet i et konglomerat og det eksterne kapitalmarkedet er kontrollmekanismene. God ledelse og gode økonomiske resultater premieres av markedet med en høyere aksjekurs, og kapitalen allokeres i det eksterne markedet automatisk til selskaper hvor avkastningen på kapital forventes å bli høyest. På den andre siden vil et velfungerende kapitalmarked straffe selskaper med dårlige resultater og redusere aksjonærverdier, som igjen vil sette press på utbyttepolitikken til selskapet, ettersom eierne vil vurdere andre kapitalplasseringer som mer gunstige. I tillegg øker risikoen for oppkjøp, og tryggheten til ledelsen reduseres (Boye, 2004). Investorene og de ulike finansinstitusjonene som følger nøye med, og klart favoriserer foretak med positiv meravkastning, eksisterer ikke innad i konglomeratet. I det eksterne kapitalmarkedet vil ressursene dermed effektivt allokeres til enheter med best framtidsutsikter og høyest forventet avkastning. Dette vil ikke være tilfelle i konglomeratet ettersom det er ledelsen som fordeler og allokerer midler innad i konsernet. Forskjellen kommer av at ledelsen blir påvirket av lobbyvirksomhet, organisatorisk press og informasjonsasymmetri som igjen kan føre til at midlene, fra et verdimaksimerende perspektiv, ikke blir fordelt optimalt.

Med andre ord kreves det da mest sannsynlig mer organisering og kontroll med tanke på ansvarsplasseringer, prestasjonsmålinger og andre forhold som skal løse prinsippal-agentproblemet. Dette kommer av at konglomerater lettere blir byråkratiske og at urelaterte divisjoner vil komplisere informasjonsflyten. Det er også selvsagt mulig å oppnå en effektiv kapitalallokering innad i et konglomerat, men på grunn av konsernets kompleksitet og mangfoldet i aktiviteter vil uansett informasjonsflyten påvirkes (Sudarsanam, 2003).

2.3 Hypoteser - hvorfor oppstår konglomerater?

Fusjoner har alltid vært en gåte i økonomisk teori, siden forskning kun delvis kan forklare hvorfor en tidvis har hatt perioder og trender med mange fusjoner. Forklaringen problematiseres ytterligere i perioder hvor fusjoner er mellom selskap i urelaterte industrier, altså konglomeratdannelser. I følge profittmaksimeringshypotesen vil en fusjon kun oppstå dersom den resulterer i markedsmakt, når den gir teknologi- eller ledelsesdriftsfordeler eller når ledelsen av det overtagende firmaet har spesiell innsikt i profittmuligheter, som verken ledelsen eller aksjonærene i det oppkjøpte selskapet innehar. Disse synergieffektene vil nok være tilstede i mangfoldige fusjoner, men er antakelig ikke tilstrekkelig nok til å forklare den høye premien som historisk er betalt i oppkjøpssammenheng. Det er også ekstra vanskelig å finne en forklaring på situasjoner ved oppkjøp av urelatert virksomhet, i og med at den oppkjøpte bedriften drives som en selvstendig enhet med den samme ledelsen som før oppkjøpet. Forkjemperne av profittmaksimeringshypotesen har i ettertid måttet forklare utbredelsen av fusjoner i etterkrigstiden ved enten at industrien bestod av et hav av synergimuligheter eller rett og slett bare mange dårlige investeringsbeslutninger. Disse forklaringene er nok for mange ikke særlig tilfredsstillende, og Mueller (1969) ser nærmere på en annen hypotese, nemlig at fusjoner og oppkjøp skjer fordi foretakene maksimerer vekst (Mueller, 1969).

2.3.1 Vekstmaksimeringshypotesen

I nyere tid har mange fokusert på hypotesen om at ledelsen maksimerer vekst i størrelse av foretaket i stedet for vekst i avkastning og aksjonærverdier. Ledelsens påvirkning og forfølgelse av vekst i et modent firma ble illustrert av Mueller (1969) gjennom vekstmaksimeringshypotesen.

Det første Mueller (1969) poengterer er at unge vekst- og aksjonærverdimalksimerende selskaper vil ha samme investeringsstrategi, og at ledelsen og aksjonærene vil ha sammenfallende interesser. Med fokus på enten vekst eller aksjonærverdier vil begge investeringsnivåene være avhengig av ekstern kapital, og denne avhengigheten vil tvinge begge til den samme kapitalavkastningskurven.

I en mer moden fase av livssyklusen vil interne investeringsmuligheter reduseres, og det vil være til aksjonærenes beste at det utbetales utbytte slik at kapital kan investeres i mer

lukrative plasseringer. En vekstmaksimerende ledelse vil derimot ha en tendens til å ignorere eksterne investeringsmuligheter, siden disse ikke vil bidra til intern ekspansjon av firmaet. På grunn av dette vil ledelsens kapitalkostnad være lavere enn aksjonærenes for bedriftens interne kapital. Modne selskaper som er styrt av en ledelse med fokus på langsiktig vekst vil foreta mer interne investeringer enn et firma som maksimerer aksjonærverdier, samt at det utbetales mindre dividender. Det vil oppstå uendelig med investeringsmuligheter i lovende aktiva til samme forventet avkastning. Disse investeringsmulighetene vil også eksistere for en vekstmaksimerende ledelse, men må skje gjennom oppkjøp og integrering av eksterne selskaper for å skape vekst i selskapet. I forbindelse med oppkjøp vil det naturligvis oppstå større transaksjonskostnader enn ved investering i aksjer, siden en typisk betaler en premie over aksjeverdien når hele selskapet kjøpes opp. I tillegg oppstår kostnader knyttet til integreringen av det nye selskapet i konsernet. Kort oppsummert argumenterer Mueller (1969) for at dette vil føre til lavere marginalavkastning ved en vekstmaksimerende investeringsstrategi sammenlignet med en aksjonærverdimaksimerende strategi.

Fusjonsdannelse når ledelsen maksimerer aksjonærverdier

I et annet tilfelle antar Mueller (1969) at ledelsen som foretar oppkjøp er perfekt kontrollert av aksjonærene, de maksimerer aksjonærverdi og deres forventninger er sammenfallende med aksjonærenes. I en aksjonærverdimaksimerende verden mener Mueller (1969) at fusjoner kun oppstår dersom, 1) forventede inntekter er de samme og det overtagende selskapets eiere har et lavere avkastningskrav enn selgerne, eller 2) hvis avkastningskravene er de samme, men synergieffekter vil oppstå som følger av sammenslåingen, eller 3) at overtagendes forventninger til inntjening er større. Videre forklares hvorfor argument 1 og 3 trolig kan forkastes.

En vil aldri forvente et så stort avvik fra en likevekt at alle aksjene i selskap B må kjøpes i en enkelttransaksjon av aksjonærene i A for å skape likhet i avkastningskravene til aksjonærene. Dagens effektive aksjehandel medfører at til og med et lite likevektsbrudd i marginalavkastningskravet kan forårsake aksjetransaksjoner for å opprettholde likevekten. Derfor er ulikheter i avkastningskrav en usannsynlig forklaring på hvorfor fusjoner i en aksjonærverdimaksimerende verden oppstår. Den tredje årsaken, forskjeller i forventninger til inntjening, kan også forkastes med et lignende argument. Eksempelvis forventes aksjonærene å justere sine porteføljer slik at den marginale aksjonær i A har de samme resultatforventningene for firma A som marginalaksjonæren i B har for As resultater.

Den viktigste forklaringen på hvorfor fusjoner oppstår, når en legger til grunn at ledelsen maksimerer aksjonærverdier, er dermed synergieffekter som følge av sammenslåingen. Fusjoner må i bunn og grunn ha profittpotensial, og et åpenbart eksempel på synergiskapelse er ved horisontale fusjoner som resulterer i økt markedsrett. Den største utfordringen ligger i å forklare fusjoner mellom urelaterte virksomheter, altså konglomeratdannelser. Tre synergieffekter fremtreder oftest i forklaringen på hvorfor konglomerater eksisterer. Den første er ledelse som er en ressurs som kan nyttiggjøres overalt. Videre vil det oppstå finansielle fordeler, hvor en oppnår en større kontantstrøm og tilgang til billigere kapital. Til slutt vil konglomeratet redusere risiko knyttet til kontantstrømmen (Mueller, 1969).

Fusjonsdannelse ved forskjellige resultatforventninger

Det argumenteres også for at fusjoner kan oppstå på grunn av divergens i forventninger mellom ledelsen i det overtagende selskapet og selgerne. Fusjoner forekommer altså når ledelsen av det overtagende firmaet ser potensialer i et selskap, som verken ledelsen og eierne i oppkjøpsobjektet ser (Mueller, 1969).

Forskjeller i avkastningskrav som årsak til fusjoner

Alternativt kan en forklare fusjoner ved at ledelsen maksimerer vekst, og ikke aksjonærverdier. Selv om synergier ikke eksisterer og partene har sammenfallende forventninger, vil fusjoner forekomme på grunn av at ledelsen har et lavere avkastningskrav enn det selgerne har. Et lavere avkastningskrav hos ledelsen kan for eksempel være en konsekvens av en strategi for å unngå fiendtlige overtagelser, og som forsvarsmekanisme kan de gå med på en sammenslåing med et annet firma til underpris hvis de kan sikre seg selv en bedre posisjon.

De to årsakene til fusjoner som Mueller (1969) forkastet når ledelsen maksimerer aksjonærverdier, kan nå forklares med vekstmaksimerings-hypotesen. Forklaringen ligger i forskjellen mellom vekst- og aksjonærverdiledelse, ved at det med fokus på vekst blir satt et lavere avkastningskrav. Fusjoner kan rasjonelt forklares ved at billigere kapital blir tilgjengelig i en vekstmaksimerende kontekst. Det var også tidligere nevnt at en sammenslåing ikke ganger aksjonærene i form av blant annet redusert risiko, men på den andre siden vil selskapsdiversifisering redusere ledelsesrisikoen noe som er til fordel for ledelsen (Mueller, 1969).

2.3.2 Gyldigheten av vekstmaksimeringshypotesen

Det er vanskeligheter knyttet til testing av vekst- kontra aksjonærhypotesen. Dette skyldes at en trenger ikke-målbare variabler som profittforventninger og avkastningskrav til både ledelsen og aksjonærene i hvert tilfelle. Likevel har det blitt foretatt studier av fusjoner i etterkrigstiden for å gjøre et forsøk på å bedømme hvilken av de to hypotesene som er den mest sannsynlige.

Mueller (1969) forventer at en vekstmaksimerende ledelse først foretar oppkjøp hvor synergieffekter mest trolig er eksisterende og bidrar til økt profitt, for deretter å lete etter andre oppkjøpskandidater når synergipotensialet reduseres. På den andre siden snakket han om at fusjoner kun kan rettferdiggjøres ved at synergieffekter oppstår og skaper aksjonærverdier, og en mangel på synergier burde dermed føre til en reduksjon i antall fusjoner hvis en maksimerer aksjonærverdier. Studier fant i etterkrigstiden en klar vekst i konglomerater og reduksjon i horisontale fusjoner, noe som taler for vekstmaksimeringshypotesen.

Hvis fusjoner kun oppstår for å nyttiggjøre stordriftsfordeler, ville en kunne anta at små og mellomstore foretak ville vært involvert i flere fusjoner enn de største selskapene. På den andre siden ville en anta at fusjoner er uavhengige av selskapsstørrelse, så lenge en passerer en viss størrelse. I et marked hvor alle ønsker å vokse ville kun de største kunne forfølge målet, siden små firma ikke har de finansielle ressursene til å gjennomføre oppkjøp. Av dette følger også at mindre foretak må følge en aksjonærverdimalaksimerende strategi for å øke aksjeprisen, og dermed unngå fiendtlige overtagelser (Mueller, 1969).

De største selskapene vil også være de mest modne, og derfor ha lavest avkastning på interne investeringer. Fra gjennomgangen tidligere av vekstmaksimeringshypotesen kan en forvente at disse selskapene må henvende seg til eksterne investeringsmuligheter for å oppnå vekst, og at andelen av selskapsvekst som kommer fra oppkjøp er relatert til selskapsstørrelse og i tråd med vekstmaksimeringshypotesen (Mueller, 1969).

Uavhengig av dette er det også mulig å forsvare et aksjonærverdimalaksimerende syn i perioder med mange fusjoner ved hjelp av fokus på ledelsessynergier, altså at ledelse som ressurs skaper ekstraverdier uavhengig av selskap. Det som er interessant i denne sammenhengen er at noen av de mest aggressive selskapene når det gjelder konglomeratdannelse, lette etter selskaper hvor den gamle ledelsen kunne fortsette å drive

enheten som før, bare nå som en divisjon i konglomeratstrukturen. Dette tyder på at aksjonærverdimaksimerende årsaker til fusjonsdannelse ikke holder (Mueller, 1969).

3. Empiri – Tidligere forskning

I denne delen ser vi på tidligere forskning knyttet til hvorvidt konglomerater skaper eller reduserer aksjonærverdier. Spørsmålet er da hvorvidt det eksisterer en diversifiseringsrabatt som skyldes konglomeratformen, eller om det finnes annen forskning som kan bevise at konglomeratet skaper eller eventuelt reduserer verdier. Vi begynner med å ta for oss empiri på at selskapsdiversifisering påvirker aksjeverdier negativt, noe som har vært det generelle synet i en periode.

3.1 Diversifisering er negativt for aksjonærverdier

Scharfstein (1998) sier at den generelle holdningen til forskere, konsulenter og ansatte i finansielle institusjoner til hvorvidt diversifisering innad i bedriften skaper aksjonærverdier er at den ødelegger verdi. Vi finner bevisene for dette gjennom flere kilder som blant annet viser at måltallet Tobins Q er lavere for konglomerater enn for spesialiserte firmaer. For eksempel viser Montgomery og Wernerfelt (1988) at firmaer som diversifiserer urelatert, også har lavere gjennomsnittlig avkastning vist empirisk ved beregning av Tobins Q. Lang og Stulz (1994) konkluderer også med at Q og diversifisering er negativt korrelert, og at diversifiserte firmaer har lavere Q enn like porteføljer av spesialiserte firmaer. Videre reduseres Q når firmaene øker antallet segmenter. Servaes H. (1996) underbygger dette ved å vise at konglomeratene ikke var verdsatt med en premie målt ved Tobins Q i perioden hvor diversifisering var svært utbredt.

I tillegg beregner Berger og Ofek (1995) effekten av diversifisering på firmaverdi ved å sette verdier for ulike segmenter knyttet til et konglomerats enheter, for så å sammenligne summen av disse verdiene med konglomeratet som en enhet. Resultatet antydte at diversifisering førte til et verditap på mellom 13 % og 15 %, og at verditapet var mindre jo mer relaterte enhetene i konglomeratet var. Av forskningen ble det også funnet at overinvestering og kryss-subsidiering var skyld i verditapet, med en motvirkende effekt gjennom skattefordeler knyttet til diversifisering. Servaes og Lins (1999) ser på verdieffekten av diversifisering i Tyskland, Japan og Storbritannia i 1992 og 1994. Her finner de en diversifiseringsrabatt på 10 % i Japan, og 15 % i Storbritannia. Likevel observerer de ikke en signifikant rabatt i Tyskland. Disse funnene kan tyde på at diversifisering påvirker aksjonærverdier forskjellig i ulike internasjonale markeder. Lamont

og Polk (2002) har en litt annen tilnærming enn de nevnte, men trekker samme konklusjon. De finner at endringer i diversifisering på grunn av endringer i investeringer i nye segmenter er negativt korrelert med firmaets verdi, og derfor at diversifisering ødelegger verdi.

Aksjemarkedet pleier også å reagere positivt på endringer mot mer fokuserte strategier og strukturer (Daley, Mehrotra, & Sivakumar, 1997). Dette blir bevist ved å undersøke om aksjekursendringer ved annonsering av fisjon mellom urelaterte enheter, det vil si enheter som tilhører forskjellige tosifrede SIC-koder, og spesialiserte firmaer. Videre viser undersøkelsene at den operasjonelle driften forbedres kun ved fisjon mellom urelaterte enheter, noe som uttrykker at det er verdiskapende å fokusere på kjernevirksomhet. Aksjemarkedets reaksjon blir også vist av Desai og Jain (1999) som ser på aksjeavkastningen ved 155 fisioner mellom 1975 og 1991. Resultatet er at det er større avkastning for fisioner som bidrar til mer spesialisering, både ved annonsering og på lang sikt. Ofek og John (1995) ser på effekten av salg av aktivum på operasjonell drift. De finner at den operasjonelle driften hovedsakelig forbedres når avhendelsen av aktivumet øker spesialiseringen. Det vises her også til den positive korrelasjonen mellom forbedring i operasjonell drift og aksjeavkastning. Økningen i aksjonærverdi skyldes i midlertidig her at det solgte aktivumet passer bedre med kjøpers eksisterende selskap.

Matusaka (1993) viser i midlertidig at det nødvendigvis ikke alltid har vært tilfelle, da han finner at oppkjøpere av urelaterte firmaer på slutten av 1960-tallet og 1970-tallet oppnådde positiv avkastning ved annonsering, og oppkjøpere av relaterte firmaer fikk derimot negativ avkastning. Dette kan selvsagt skyldes tankegangen til investorene på denne tiden.

Agrawal og Mandelker (1992) viser blant annet at kjøpende (overtagende) firmaer opplever et tap på 10 % de første 5 årene etter oppkjøp, som er statistisk signifikant når de ser på et utvalg av fusjoner og oppkjøp mellom selskaper fra New York Stock Exchange og American Stock Exchange. Dette underbygger Rau og Vermaelen (1998) ved å finne at firmaer som deltar i fusjoner underpresterer sammenlignet med firmaer av samme størrelse og med samme bokført verdi / markedsverdi plassert i en portefølje. Megginson, Nail, og Morgan (2000) undersøker dette nærmere i sammenheng med diversifisering, ved å vise at aksjonærverdier for firmaer involvert i fusjoner som øker diversifiseringen faller med 25 % i løpet av 3 år, og at hver 10 % fall i spesialisering resulterer i et tap på 9 % for aksjonærene. Den verdireduserende rabatten er underbygget av hendelsesforskning både på kort og lang

sikt. Det bør likevel nevnes at det kan finnes skjevheter i resultatene fra forskningen på lang sikt (Kothari & Warner, 1997).

3.1.1 Ulike kilder til konglomeratrabatten

En kilde til reduksjon i aksjonærverdier er feil kapitalfordeling mellom enhetene. Dette kan skyldes hypotesen om ineffektive interne markeder, som består av ineffektiv allokering av internt skapte verdier på grunn av prinsippal-agent-problemet. Det er mye empiri som underbygger hypotesen om feilallokering av kapital. Shin og Stulz (1998) har funnet ut at kapitalkostnader knyttet til en enhet i et diversifisert firma ikke bare avhenger av egen kontantstrøm, men også av kontantstrømmen til firmaets andre enheter. I tillegg avhenger ikke kapitalkostnadene som påvirkes av de andre enhetenes kontantstrømmer, av om investeringsmulighetene er bedre enn i de andre enhetene. Dette kan føre til at man godtar negative nåverdiprosjekter ved overinvesteringer, eventuelt underinvesteringer når det er begrensninger på kontantstrømmer fra andre enheter i konglomeratet. Dette blir vist av Lamont (1997) gjennom oljeindustrien. Videre finner Scharfstein D. (1998) ytterligere bevis ved å vise at diversifiserte firmaer investerer for mye i industrier med lav Q, og for lite i industrier med høy Q. Til slutt viser Rajan, Servaes, og Zingales (2000) at intern maktkamp kan føre til feilallokering av kapital i diversifiserte firmaer, når enhetene har ulike investeringsmuligheter og ressurser.

Maksimovic og Phillips (2002) forsket på hvordan konglomerater allokerer ressurser mellom enheter, og hvordan konglomerater reagerer ved industrisjokk kontra spesialiserte selskaper uten tilstedeværelse av agentproblemer. De finner ut at konglomerater faktisk er mindre produktive enn spesialiserte firmaer med samme størrelse. Gomes og Livdan (2004) gjør liknende funn i en modell som i tillegg baseres på at konglomeratet ikke er mindre effektivt før firmaet diversifiserer. Begge modellene viser at konglomeratrabatten kan være en årsak av ineffektiv operasjonell drift i konglomeratet. Det bør nevnes her at i sistnevnte modell har størrelsen på konglomerater skyld i noe av den svake produktiviteten, men ikke nok til å underbygge argumentet. Det kanskje mest overraskende funnet til Livdan og Gomes er at de viser at det er mulig å oppnå en konglomeratrabatt, selv i en modell hvor diversifisering ikke ødelegger verdi.

Det er også forsket en del på konglomerater i finansbransjen som underbygger annen forskning om at konglomerater er verdireducerende for aksjonærer gjennom

konglomeratrabatten. Schmid og Walter (2009) bruker et datasett med omtrent 4060 observasjoner fra USA i perioden 1985-2004. Det vises til en vedvarende konglomeratrabatt hos finansielle aktører, som oppstår på grunn av diversifisering og ikke på grunn av at trøblete firmaer diversifiserer seg til mer lovende områder. Dette ble også vist av Laeven og Levine (2007) som viser at markedet verdsetter finansielle konglomerater lavere enn hvis konglomeratene var oppsplittet i spesialiserte enheter og verdien ble slått sammen. Forskningen sliter med å finne en kausal årsak til rabatten, men resultatene er konsistente med teorier rundt agentproblemer, og at samdriftsfordelene ikke er store nok til å skape en konglomeratpremie.

3.2 Diversifisering reduserer ikke aksjonærverdier

Det er likevel en del forskning som stiller spørsmålstegn ved nettopp det at det er en sammenheng mellom konglomeratets diversifisering og ødeleggelse av aksjonærverdier. Disse teoriene bestrider ikke at det finnes en diversifiseringsrabatt, men argumenterer at rabatten skyldes andre faktorer enn diversifisering. Disse er ofte basert på at konglomeratet er forskjellig før det startet å diversifisere. Firmaer som velger å diversifisere ansees da for å være systematisk forskjellige fra de typiske spesialiserte firmaene, og mange av konklusjonene som er trukket om verdireduksjon og diversifisering klarer ikke å justere for dette.

For eksempel finner Graham, Lemmon, og Wolf (2002) at verdien av firmaer før de blir oppkjøpt av konglomerater omsettes med en rabatt relativt til andre firmaer i industrien. Når denne enheten blir en del av konglomeratet, så vil dette også ha en negativ effekt på målingen av konglomeratrabatten for det overtagende selskap. Det vil derfor ikke nødvendigvis være diversifisering som er skyld i konglomeratrabatten, noe som vises etter å ha justert for at selskapet som er overtatt allerede er handlet til rabatt, som gir en konglomeratrabatt nærmere 0. Videre finner Campa og Kedia (2002) at konglomerater er forskjellige fra spesialiserte firmaer når det gjelder størrelse, kapitalkostnader/omsetning, EBIT⁶/omsetning, industriens vekstrate og FoU⁷/omsetning. De finner også beviser på at

⁶ Resultat før renter og skatt

⁷ Forskning og utvikling

konglomerater omsettes til rabatt før konglomeratdannelsen, og at når man justerer for alle de overnevnte forskjellene så reduseres rabatten eller den forsvinner helt.

Chevalier (2004) tar et oppgjør med forskningen som dokumenterer kryss-subsidiering mellom enheter i konglomerater. Ved å undersøke investeringer for et utvalg av firmaer før de ble en del av et konglomerat, finner han at det er flere likheter med det som regnes som tegn på kryss-subsidiering allerede før konglomeratdannelsen. Dette viser at en del av resultatene om at kryss-subsidiering skjer på grunn av diversifisering kan være ugyldige. Chevalier undersøker også markedsreaksjoner ved annonsering av diversifiserte oppkjøp, og finner at reaksjonen i stor grad er uavhengig av hvorvidt fusjonen skjer mellom firmaer fra urelaterte eller relaterte bransjer.

Andre tegn på at det ikke nødvendigvis er konglomeratet som er kilden til reduserte verdier for aksjonærene, er at Lang og Stulz (1994) finner at diversifiserte firmaer presterer dårlig før konglomeratdannelsen. Det betyr at firmaene ikke nødvendigvis ødelegger aksjonærverdier kun fordi de velger å diversifisere. En mer plausibel forklaring er ifølge Lang og Stulz at firmaer diversifiserer for å vokse, siden de allerede har utnyttet vekstmulighetene i daværende marked. Hyland (2002) underbygger dette med å finne at ledelsen, i firmaer med mye kontanter og lite kostnader til forskning og utvikling, tilpasser seg en diversifiseringsstrategi for å skape vekstmuligheter.

Lamont og Polk (2001) undersøker hvorvidt diversifiseringsrabatten er en rasjonell årsak av at det er ulike forventninger mellom konglomerater og spesialiserte firmaer. Her argumenterer de for at firmaer med diversifiseringsrabatt har høyere forventet avkastning, og at diversifiseringsrabatten derfor er en del av et fenomen knyttet til forventede resultater og kontantstrømmer.

Schoar (2002) sier at konglomerater ikke ødelegger aksjonærverdier som diversifiserte firmaer, men at en diversifiseringsstrategi har en verdireducerende effekt. Han begrunner dette med at konglomerater er mer produktive enn spesialiserte firmaer, og aksjekurser korrelerer med produktivitet. Likevel skyldes ikke produktivetsforskjellen at konglomerater kjøper opp urelaterte firmaer med høy produktivitet. Det er nettopp konglomeratet som øker produktiviteten for enhetene de kjøper opp, og oppkjøpene vil derfor redusere konglomeratets totale produktivitet. Derfor kan man si at en diversifiseringsstrategi reduserer aksjonærverdier. Fortsatt vil konglomeratet være mer produktivt enn et spesialisert firma,

men det vises også til at konglomerater betaler høyere andel lønn av inntekt til ansatte enn spesialiserte firmaer. Det er derfor ikke mulig å si om konglomeratet skaper eller reduserer aksjonærverdier, så lenge det ikke følger en diversifiseringsstrategi hvor kapitalen blir allokert ineffektivt.

Villalonga (2004) undersøker hvorvidt det finnes en diversifiseringsrabatt ved å sammenligne konglomerater og spesialiserte firmaer ved hjelp av metodene til Dehejia og Wahba (1999,2001), Abadie og Imbens (2002), og to-steg modellen til Heckman (1979). Alle metodene estimerer effekten av diversifisering på firmaets verdi, og resultatet er en insignifikant sammenheng. Det vil si at ingen av metodene gir resultater som impliserer at diversifisering i firmaer ødelegger aksjonærverdier. Villalonga anerkjenner at forutsetningene metodene baserer seg på har sine begrensinger, men det faktum at alle tre viser at diversifisering ikke ødelegger verdi gir en konklusjon med en viss tyngde.

3.3 Diversifisering er positivt for aksjonærverdier

Til slutt finner vi også forskning som sier at det ikke finnes noen diversifiseringsrabatt, og at diversifiserte firmaer faktisk omsettes med en premie. Forskjellen fra tidligere resultater er her hovedsakelig basert på muligheten for målefeil.

Kritikk av tidligere forskning

Villalonga (2004) argumenterer for at tidligere forsøk på å vurdere en rabatt på konglomerater i det amerikanske aksjemarkedet er feil på grunn av tillitten til data knyttet til ulike segmenter. Hun mener at denne dataen lider av tre begrensinger. Den første er graden av diversifisering som er brukt i et segments finansielle rapportering. I USA må selskapene rapportere finansielle data for hvert segment de opererer i, for å ivareta interessenters informasjonstilgang. Dette blir undersøkt av Lichtenberg (1991) som ser på lederes oppførsel knyttet til rapportering av firmaets grad av diversifisering, og finner at rapporteringen ikke er tilstrekkelig, da det blant annet i 1985 ble rapportert inn 29,7 % selskaper med drift i mer enn ett segment. Ifølge data fra Compustat⁸ var det 83,5 % som opererte i mer enn ett segment. Forskjellen kommer blant annet av at konglomeratene kun måtte rapportere om enheter som utgjorde mer enn 10 % eller mer av salg, eiendeler eller resultat. Resultatet av

⁸ En finansiell database med statistikk og markedsinformasjon

dette er at totalt mulig antall enheter eller segmenter er 10. Dette gir et svært begrenset datasett, i hvert fall i 1994 hvor Montgomery (1994) indikerer at dette har påvirkning på dataene til 56 % av de største aksjeselskapene.

Det neste problemet med dataene er at definisjonen på et segment eller en industri er såpass fleksibel at et firma kan kombinere en eller flere aktiviteter inn i et segment. Hvordan oppsamling av aktiviteter blir plassert i segmenter varierer mellom firmaer, da enhetene er selvrappporterende. Dette problemet blir bekreftet av Davis og Duhaime (1992) som viser at 5-10 % av aktivitetene de undersøker, er plassert i ett enkelt segment selv om de ikke er relatert eller vertikalt integrert.

Det siste problemet med dataen som blir brukt er at noen definerte industrier kun består av data fra enheter i diversifiserte firma. Dette kan medføre at Tobins Q for et konglomerat blir lik gjennomsnittet av Q ratioen for enkeltstående industrier. I tillegg kan industrien sin Q være feil. Et eksempel på dette er at enheter som tilhører et konglomerat vanligvis er større enn enkeltstående firmaer i samme industri. Q vil da bli større for enkeltstående firmaer, da Q faller med mer eiendeler (Villalonga, 2004).

Diversifiserte firmaer handles til premie

Villalonga (2004) bruker en ny database som heter «Business Information Tracking Series» for å undersøke om diversifiseringsrabatten oppstår på grunn av segment datasettet som blir brukt. Det blir her argumentert for at BITS er en database som gjør det mulig å bryte ned firmaers aktiviteter i ulike segmenter på en konsistent måte, og at man derfor er stand til å definere konsekvente enheter for alle firmaer. Tidligere studier av diversifiseringsrabatten bruker ifølge Villalonga (2004) derimot data som plasserer ulike aktiviteter i ulike segmenter for ulike firmaer. I tillegg ble segmentrapportering strammet opp i 1997, og hennes forskning påvirkes ikke av ledelsesmotiver til å rapportere feil segmenter. Resultatet er at diversifiserte firmaer handles til en statistisk signifikant premie.

Det er også noen studier som fokuserer på diversifiseringseffekten i fremvoksende markeder. I studier i land som Chile, Kina, India, Indonesia og Sør- Korea finner man at konglomerater handles til en premie kontra spesialiserte firmaer. Aksjonærverdiene skapes fordi konglomerater kan hjelpe mange firmaer i å overkomme imperfeksjoner og transaksjonskostnader i de fremvoksende markedene (Lee, Peng, & Lee, 2008).

3.4 Oppsummering

Det meste av empiriske undersøkelser konkluderer med at diversifisering reduserer aksjonærverdier gjennom en konglomeratrabatt, i hvert fall i modne markeder. Dette skyldes hovedsakelig ineffektiv allokering av internt skapte verdier og kapital, for små utnyttbare synergieffekter, samt tilstedeværelse av agentproblemer. Likevel stiller noen spørsmålstegn ved kausaliteten til verdireduksjon og diversifisering med påstander om at det er andre faktorer som skaper konglomeratrabatten. Verdiskaping for aksjonærer gjennom konglomerater er hovedsakelig vist i fremvoksende markeder på grunn av større imperfeksjoner i markedene. Derfor vil verdieffekten for en aksjonær etter empirisk forskning være avhengig av rådende markedsforhold.

4. Metode og parametre

Vi ønsker å studere verdieffekten av diversifisering ved et strategisk perspektiv og ved tre ulike kvantitative analyser. Vi starter med å sette opp ulike forventninger om hvordan strategier og forhold i Orkla kan ha påvirket aksjonærverdier. I den første kvantitative analysen beregner vi en tilnærming til Tobins Q for de enkelte enhetene til Orkla basert på industrigjennomsnitt, og sammenlikner med Q for Orkla som en enhet i perioden 2009-2013. Videre supplerer vi med en analyse hvor vi sammenlikner Q for Orkla som konsern på ulike tidspunkter. Disse analysene gjør vi for å se hvilken påvirkning endrede nivåer av diversifisering har hatt på aksjonærverdier. I tillegg foretar vi en ren Chop Shop-analyse for 2013.

4.1 Tobins Q

Når vi ønsker å undersøke hvorvidt Orkla som konglomerat skaper eller reduserer langsiktig avkastning for Orklas aksjonærer i forhold til en situasjon hvor Orkla konsentrerer seg om sine få kjerneområder, velger vi blant annet å bruke Tobins Q som prestasjonsmål. Tobins Q er et prestasjonsmål som sier noe om markedsverdien til eiendelene i forhold til hva eiendelene koster å gjenskaffe på daværende tidspunkt.

$$\text{Tobins } Q = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Gjenanskaffelseskost}}$$

I denne oppgaven er formålet å finne ut om Orkla skaper aksjonærverdier gjennom konglomeratstrukturen. Vi har avkastning på egenkapitalen som hovedmål for aksjonærverdier, og vi velger derfor å følge Smithers og Wright (2000) ved å gjøre en tilnærming til Q som tar hensyn til at kreditorer har rett til avkastning før vanlige aksjonærer. Tobins Equity Q vil dermed gi oss aksjonærenes verdier i dag ved børsverdien, i forhold til den virkelige verdien av egenkapitalen.

$$\text{Tobins Equity } Q = \frac{\text{Børsverdi}}{\text{Gjenanskaffelseskost EK}}$$

Forholdstallet kan dermed indikere om man får ekstra avkastning som aksjonær som følge av konglomeratstrukturen i Orkla. I et perfekt marked ville derimot børsverdien tilsvart den

virkelige verdien til egenkapitalen, og resultert i Equity $Q = 1$, ettersom markedsverdien utelukkende reflekterer eiendelene i selskapet.

Selve forholdstallet vil si noe om størrelsen på aksjonærenes verdier om man hadde anskaffet de samme verdiene som Orkla består av i dag, ved to ulike situasjoner. I et tilfelle hvor Equity $Q = \text{Equity } q^9$ med perfekte data, vil konglomeratstrukturen til Orkla ikke påvirke aksjonærverdiene. I henhold til dette kan forholdstallet Q indikere at aksjonærverdiene til et selskap hadde vært større dersom selskapet hadde vært oppdelt og strukturert i enkeltstående enheter, hvis Equity Q for et konglomerat er lavere enn summen av enhetenes separate Equity Q

Smirlock, Gilligan, og Marshall (1984) belyser en viktig fordel med bruk av Tobins Q , nemlig at man ved å bruke data fra kapitalmarkedet om markedsverdier vil en få en korrekt tilnærming til fremtidig avkastning dersom kapitalmarkedet forutsetts som høvelig effisient. Kapitalmarkedsdata vil gi oss en passende tilnærming til risiko, de korresponderer med verdsettelse av avkastning i likevekt, og minimerer alle forstyrrelser knyttet til skattelovgivning og regnskapsregler. Aksjemarkedsverdier reflekterer altså til fulle informasjonen brukt til å verdsette avkastning fra selskapet av aksjonærer. Regnskapsdata gir oss på den andre siden informasjon om ressursene brukt av firmaet. Ved å sammenligne disse dataene kan vi undersøke prestasjoner gjennom effekten av ulike inputs på outputs (Lindenberg & Ross, 1981).

4.1.1 Markedsverdi av egenkapitalen

Vi bruker markedsverdi under forutsetning om at aksjemarkedet er veldig nærme et marked med perfekt konkurranse, og børsverdien til et firma burde derfor være et nøyaktig mål på markedsverdien til firmaets egenkapital. Finansielle markedsprisdata gir oss derfor informasjon om hvordan markedet verdsetter de aktiva som et firma utsteder, samt endringene i disse verdiene over tid. Markedsverdien vil også være verdien som aksjonærene sitter på. Hver aksjonær eier et ulikt antall aksjer, og er derfor i besittelse av en egen andel av firmaet.

$$\text{Markedsverdi} = \text{Antall aksjer utestående} * \text{aksjekurs.}$$

⁹ Likevekt med total Q for selskapet = summen av enhetens separate q .

Lindenberg og Ross (1981) argumenterer for at den totale markedsverdien av et selskap drives av tre faktorer. De kapitaliserte verdiene av firmaspesifikke egenskaper, av monopolmakt og avkastning knyttet til eiendeler kjøpt til markedsverdi. Med firmaspesifikke egenskaper menes ekstraverdien på eiendeler med spesielle egenskaper som reduserer kostnadene relativt til konkurransedyktige eller marginalt konkurransedyktige firmaer. Disse eiendelene blir gjerne verdsatt med bakgrunn i kostnadsreducerende egenskaper, for eksempel spesiell tilgang til lån med lav rente. Med monopolmakt menes firmaets egenskap til å skape og opprettholde barrierer mot nye konkurrenter. Smirlock, Gilligan, og Marshall (1984) sier også at den totale markedsverdien av et firma består av tre komponenter, men de definerer den som de kapitaliserte verdiene av avkastning knyttet til knappe produksjonsfaktorer, nåverdien av egenkapitalbeholdningen til firmaet, samt den kapitaliserte verdien av avkastning på grunn av monopolmakt. Markedsverdien av egenkapitalen, som er relevant for vår oppgave, vil være total markedsverdi minus verdien av gjelden.

Equity Q er på sin side definert som markedsverdien av egenkapitalen på firmaet i forhold til de produktive eiendelene fratrukket gjeld. På den måten gir Equity Q en verdi av firmaspesifikke egenskaper og monopolmakt. I vårt tilfelle vil verdien av strukturen som et konglomerat vise seg som nettopp firmaspesifikke egenskaper og monopolmakt.

4.1.2 Gjenanskaffelseskost

Selve begrepet gjenanskaffelseskost kan defineres som utlegget i valuta som må til for å kjøpe firmaets nåværende produktivitetsskapasitet til laveste mulig kostnad, og med den mest moderne teknologien tilgjengelig. Dette skiller seg fra «reproduksjonskost» som kun måler inflasjonsjustert kostnad for en fabrikk hvis den reproduseres i dag. For å finne gjenanskaffelseskost etter en perfekt tilnærming må det justeres for varierende nivåer av teknologisk framgang for ulike de ulike eiendelene, og for varierende rater av virkelig avskrivning kontra regnskapsmessig avskrivning. Netto gjenanskaffelseskostnad vil endre seg over tid som en konsekvens av fire effekter. Kostnaden øker ved prisnivåendringer og investeringer i nye eiendeler, mens den reduseres ved teknologisk fremgang og med virkelig økonomisk avskrivning (Lindenberg & Ross, 1981).

4.2 Chop Shop-Modellen

Chop Shop-metoden ble først presentert av Lebaron og Speidell (1987). Formålet med denne verdsettelsesmetoden var å identifisere underprisede konglomerater som er mer verdt dersom de er delt opp i spesialiserte enheter. Chop Shop prøver derfor å synliggjøre muligheter for å kjøpe aktiva til en pris som er lavere enn gjenanskaffelseskost, noe som ble mye brukt ved såkalte «bust-up»-overtagelser¹⁰. Metoden forsøker å verdsette konglomerater gjennom de ulike industriene de opererer i. Dette gjøres ved å finne gjennomsnittlige verdimultiplikatorer for hver enkelt industri, for så å anvende dem på hver enhet i konglomeratet under forutsetning om at enhetene er tilnærmet like industrigjennomsnittet. Lebaron og Speidell (1987) benytter tre multiplikatorer i sin metode, som er andelen salg, eiendeler, og resultat av total markedsverdi. Den enkelte enhets verdsettelse blir gjennomsnittet av verdiene funnet ved hjelp av de ulike multiplikatorene.

Når man foretar en Chop Shop-verdsettelse følges derfor gjerne denne algoritmen. Først må det identifiseres et industriområde eller marked for hver enkelt enhet i konglomeratet, og så beregnes verdimultiplikatorer som er representative for hvert enkelt industriområde. Deretter kalkulerer man teoretiske markedsverdier for konglomeratet basert på de ulike multiplikatorene. Til slutt tar man gjennomsnittet av markedsverdiene basert på de ulike multiplikatorene og finner den teoretiske Chop Shop-markedsverdien av konglomeratet (Lebaron & Speidell, 1987).

¹⁰ Oppkjøp av selskaper med underprisede eiendeler som kjøper har til hensikt å utnytte.

5. Analyse

5.1 Våre forventninger til verdiskapelse og -forringelse

Vi vil her understreke forhold som vi forventer skal kunne skape aksjonærverdier på grunn av selskapsdiversifisering i Orkla, samt hvilke forhold vi forventer reduserer aksjonærverdiene. Det vil være et naturlig utgangspunkt å starte analysen med å knytte de ulike teoretiske fordelene og ulempene konglomeratstrukturen medfører opp mot hendelser og forhold i Orkla-konsernet, samt følge utviklingen i perioden fra en mer klar konglomeratstruktur til en mer fokusert strategi.

Vi kan se på 2009 som et av de årene Orkla fortsatt hadde ambisjoner om å videreføre en bred portefølje. I de påfølgende årene ble det derimot vedtatt strukturelle endringer, som innebar en større satsing på færre virksomhetsområder med hovedfokus på merkevareindustrien. Gjennom 2010-året gikk mye av tiden til den nyansatte konsernsjefen til å kommunisere en spissere strategisk retning, og det ble signalisert at konsernet var blitt for bredt til å kunne understøtte full satsing innenfor alle deres daværende forretningsområder. Orkla skulle foreta en forenkling av konsernet og samtidig styrke satsningskraften innfor de områder hvor konsernet antok de hadde størst potensial for videre verdiskapning. Dette ville innebære en reduksjon av aksjeporteføljen, samt avhending av virksomhet. Som en konsekvens av de strukturelle og strategiske endringene ble derfor blant annet enhetene REC og Borregaard ansett som utenfor selskapets fremtidige vekstområder, og det ble senere vedtatt at disse skulle avhendes over tid. Den dag i dag er Orklas strategiske fokus på vekst innen merkevarer, og skal med videre fokus på merkevarebygging, via fusjon og oppkjøp, styrke sin posisjon som Nordens ledende merkevareselskap. Kjøpet av Rieber & Søn i 2013 og avhendingen av Borregaard og REC bekrefter dette.

5.1.1 Deling av ressurser og evner

Et område vi forventer at Orkla skal dra nytte av konglomeratstrukturen er deling av interne ressurser og evner, med særlig vekt på ledelsesperspektivet. Under denne hypotesen vil en legge vekt på at ledelse er en universal ressurs, og en dyktig leder vil føre til verdiskapning uavhengig av om virksomheten er spisset eller ikke. Dette kan ses i sammenheng med at toppledelsen vil fungere som innsidekonsulenter, som eksperter i generell ledelse, innad i konglomeratet. Dette forventer vi skal kunne skape aksjonærverdier, ettersom denne ledelsen

innehar og kan bistå med annerledes kunnskap enn det en mer spesialisert leder på enhetsnivå innehar. Konglomeratstrukturen vil også styrke denne effekten ved at det skapes ledelsessynergier gjennom samarbeid og tilføring av kunnskap til hverandre på tvers i konsernet på et annet nivå enn i et spesialisert foretak. Dette er synergier vi forventer oppstår i Orkla-konsernet ettersom de har hatt som hovedmål å utvikle mennesker – skape verdier. Orkla har utviklet ulike ledelsesprinsipper i konsernet for å forme en bedriftskultur som forløser verdiskapning gjennom kompetente og sterke organisasjoner. Betydelige ressurser er investert i ledelse, og det gjennomføres en rekke treningsprogrammer i form av Orkla Academies, som nettopp er til for å sikre avgjørende kompetanse innen ledelse og viktige fagdisipliner. I Orkla blir ledelseskapasitet allokert strengt til de deler av virksomheten som bedømmes til å ha de beste mulighetene, hvor det verdiskapende arbeidet skal foretas nær markedene, men dog med den nødvendige bistanden fra spesialkompetansen som finnes blant Orklas sentrale ressurser. I tillegg har Orkla hatt fokus på åpne karriereveier innad i konsernet. Dette bidrar til flyt av talenter på tvers av forretningsområder som vil skape kompetente, fleksible og allsidige ledelsesressurser. Arbeidet med opplæring og erfaringsutvikling vil fortsette i 2014.

I tillegg til ledelsessynergier forventer vi også at deling av annen humankapital og andre ressurser vil skape aksjonærverdier. Med dette mener vi kunnskap eller ressurser som er overførbare mellom ulike produkter og enheter. Et eksempel er kunnskap om aktiviteter som kan forbedres, som i konglomeratet vil overføres til en lavere transaksjonskostnad enn i et eksternt marked, hvor ingen har incentiv til å dele slik informasjonen gratis. Informasjonsoverføring forventes å kunne skape et ekstra fortrinn innad i et konglomerat siden informasjonen og erfaringer, for eksempel om markedsføring, kommer fra svært ulike virksomhetsområder og dermed skaper en unik kompetanse. I henhold til dette har Orkla som mål å være et kompetansedrevet konsern, hvor kompetansedeling og -bygging er det avgjørende «drivstoffet» bak nyskaping og forbedringer i forretningsprosessene. Andre synergier vi forventer å være til stede kommer fra deling av distribusjonsnett, produksjon, HR-funksjon etc. Det bør derimot nevnes i denne sammenhengen at konglomeratet ofte har et ekstra nivå av overordnede kostnader. De mest betydelige prosjektene for kostnadseffektivisering og ressursdeling i Orkla har blitt iverksatt innen innkjøp, produksjon og logistikk. Orkla etablerte i 2010 et internt nettverk for ansvarlige innkjøp, som ledes av Orklas sentrale innkjøpsavdeling og brukes til læring og erfaringsdeling. Orkla-konsernet har også et løpende kompetanseprogram innen innkjøp, markedsføring og salg. De sentrale

ressurssentrene innen produksjon, logistikk, innkjøp og markedsføring arbeider i nær kontakt med linjeorganisasjonen og det nevnte Orkla Academies slik at det samlede kompetanseutviklingsarbeidet skjer innen konsistente rammer. I tillegg kan konglomeratet nyttiggjøre seg av bruken av spesialister på ulike områder, eksempelvis innen IT, strategi, markedsføring eller lignende, i motsetning til en fokusert enhet hvor størrelsen av foretaket ikke forsvarer kostnaden til bruken av slike eksperter. Det er også viktig å poengtere at det ikke bare er på ledelsesnivå det fremmes kompetanse, men Orkla ønsker også å legge til rette for medarbeidere på alle nivåer slik de får bruke sine evner og stimulere til kontinuerlig utvikling. Dette ses på som et ansvar og en nødvendighet for å utvikle konsernets konkurransevne. I henhold til dette gjennomfører Orkla opplæring i temaer som er relevante for driften, blant annet innfor kvalitets-, mattrygghets- og produksjonssystemer, helse, miljø og sikkerhet, prosjektledelse og salgsrelaterte oppgaver.

5.1.2 Prinsipal-agent problemer

I bunn og grunn vil de fleste foretak ha grader av prinsipal-agent problemer, og ledernes forfølgelse av egeninteresser kan gå på bekostning av eiernes verdier og interesse. Vi forventer disse problemene å være til stede, og dermed være en verdiforringende faktor i Orkla, siden selskapet har en relativ kompleks struktur og er av en viss størrelse. Hvor fremtredende disse problemene er i Orkla er vanskelig å anslå, siden selve prinsipal-agent-problemet er av en ikke-målbar størrelse. Men det vi likevel vet er at styret i Orkla har dannet et eget kompensasjonsutvalg, som behandler alle vesentlig forhold knyttet til lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte. I dette inngår også forbedringer av behandlingen av prinsipielle spørsmål knyttet til lønnsnivå, bonussystemer, pensjonsvilkår, ansettelsesavtaler og lignende for ledere i Orkla. Formålet med å danne gode retningslinjer og en policy er for å trekke til seg medarbeidere med den kompetansen konsernet trenger, videreutvikle og beholde nøkkelkompetanse, samt motivere til langsiktighet og kontinuerlig fremgang for å nå Orklas forretningsmessige mål. Som en overordnet innfallsvinkel skal Orklas policy være innrettet mot markedets median når det gjelder fastlønn og pensjon, mens den variable delen knyttet til resultater skal være bedre enn en medianbetraktning. Det vil dermed naturligvis oppstå kostnader knyttet til å utvikle velfungerende incentivsystemer og overvåking av ledelsens handlinger. Kort oppsummert forventer vi at personlig forfølgelse av økonomisk kompensasjon, makt, status og prestisje og det å gjøre seg kostbar å erstatte vil være en større kostnad i en konglomeratstruktur enn om Orkla konsentrerer seg om få kjerneområder.

5.1.3 Internt marked og allokering

Vi venter at konglomerater på grunn av sin størrelse og struktur skal dra nytte av et internt marked av tjenester, produkter og kapital, samt potensielle fordeler ved anskaffelse av ekstern kapital. Det som skiller Orklas situasjon fra et spesialisert foretak ligger i Orklas diversifiserte selskaps- og produktportefølje som reduserer risikoen for industrispesifikk volatilitet og dermed virker konjunkturavdempende. Samtidig medfører bredden i konsernets virksomhet at nettoeksponeringen mot enkeltfaktorer reduseres. Denne sikringen og risikoreduksjonen knyttet til kontantstrømmer kan være en aksjonærverdi i seg selv, men det er selvsagt mulig for investorer å diversifisere selv.

Den første fordelen vi vil påpeke er gjeldskapasitet og generelle lånebetingelser. Kreditorne vil basere utlånene sine på den totale sammensetningen av enhetene, som ikke har perfekt korrelerte kontantstrømmer, noe som vil redusere volatiliteten og resultere i høyere gjeldskapasitet til samme konkurrisiko og ellers bedre lånebetingelser. Orkla på sin side utnytter dette med en sentralisert finansfunksjon, som skal sikre konsernets finansielle handlefrihet på kort og lang sikt, samt følge opp og styre finansiell risiko i samarbeid med de enkelte enhetene. Sentral-finansavdelingen fungerer som en internbank, og står som hovedregel for alle eksterne låneopptak og sikringstransaksjoner i renter og valuta. Dette medfører at ekstern opplåning er sentralisert på morsselskapsnivå, og kapitalbehov i datterselskap dekkes normalt gjennom interne lån, eventuelt egenkapital. Kapitalstrukturen i hver enkelt enhet tilpasses deretter også forretningsmessige hensyn, samt juridiske og skattemessige rammebetingelser.

Foruten lånebetingelser åpner konglomeratstrukturen for skattemessige fordeler. Ved konsernbidrag kan konsernenhetene utnytte hverandres skatteposisjoner, ved at bidraget er fradragsberettiget for giverselskapet etter skatteloven. Orklas ukorrelerte virksomhetsområder vil naturligvis øke sannsynligheten for at overskudd i en enhet kan overføres til en annen med underskudd, og dermed føre til en skattebesparelse ved bruken av konsernbidrag.

Orkla-konglomeratet kan også utnytte internprising og -handel innad i konsernet. Dette kan skape verdier ved reduserte transaksjonskostnader, samt mindre informasjonsasymmetri.

Orklas internhandel er gjort i henhold til egne avtaler og på armlengdes avstand¹¹. Stabsavdelingene utfører i stor grad oppdrag for konsernets øvrige selskaper og belaster disse for utførte tjenester, hvor det også faktureres royalty for bruken av varemerkene og overføring av profitt.

Sett fra en annen side forventer vi at kapitalfordelingene i konsernet vil skape overinvesteringer og en dragkamp om midlene. Det er naturligvis slik at kapital skal allokere til de deler av virksomheten som bedømmes til å ha de beste mulighetene, forutsatt at forventet avkastning ligger over Orklas kapitalkostnad. Ved kapitalallokering kan derimot forskjellige ledere ha incentiver til ikke å handle i tråd med eieres beste, ved at de overbeviser eierne og foretar ytterligere investeringer med svært usikker eller negativ nåverdi for å sikre sin egne personlige fordeler og makt, hvor det ellers ville vært mer lønnsomt for eierne å få utbetalt den frie kontantstrømmen i form av utbytte. Dette er faktorer som er vanskelig å observere, men som vi forventer vil kreve mer av Orkla i forhold til organisering og kontroll med tanke på ansvars plasseringer, prestasjonsmålinger og andre forhold som skal løse prinsippal-agentproblemet. Det er også selvsagt mulig å oppnå en effektiv kapitalallokering innad i et konglomerat, men på grunn av konsernets kompleksitet og mangfoldet i aktiviteter vil uansett informasjonsflyten påvirkes.

5.1.4 Monopol og markeds makt

Ved at Orkla har som målsetning å styrke sin posisjon som Nordens ledende merkevareselskap, forventer vi at Orkla i deler av sine virksomhetsområder kan oppnå og utnytte en viss form for monopolmakt. Som konglomerat kan Orkla utføre kryss-subsidieringer og ellers nyttiggjøre en større tilgang til kapital enn et ellers spesialisert selskap. Mindre selskaper kan også la seg avskrekke på grunn av Orklas antatte synergier, uten at de har mulighet til å oppnå dem selv. Dette vil dermed skape en naturlig konkurranseforringende barriere. Vi ser også at Orkla følger en strategi, gjennom merkevarer, og utnytter synergier gjennom konsentriske oppkjøp av enheter som berører noen av de samme økonomiske egenskapene som eksisterende enheter. Det nylige oppkjøpet av Rieber & Søn er en del av denne strategien, samt at Orkla befester sin posisjon som markedsleder ved oppkjøp og integrering av andre mindre konkurrenter.

¹¹ Transaksjonen skal gjennomføres på tilnærmet like betingelser som to uavhengige parter ville benyttet i sin samhandel.

5.1.5 Porteføljesammensetningen og vekst

En naturlig egenskap og styrke ved konglomeratstrukturen er robustheten mot konjunkturer. Dette vil særlig skape en verdi og trygghet for ledelsen av selskapet, men nødvendigvis ikke for aksjonærene. Vi ser på robustheten som fortrinnsvis en fordel for en mer risikoavers investor. Fra teorien kan konglomeratdannelser forklares ved ledelsessynergier eller ved at ledelsen maksimerer vekst og derfor investerer i urelaterte industrier for å vokse ytterligere. En konsekvens av en mer dyptgående nedgangskonjunktur, som for eksempel finanskrisen, er at vekstmulighetene generelt vil stagnere og tilgangen på kapital være knappere. Under slike perioder kan det bli vanskelig for selskaper som Orkla å utvikle og støtte alle enhetene i konsernet, særlig når mange av dem er kapitalintensive virksomheter. En naturlig prosess vil dermed være å frigjøre kapital og satse på de områdene en anser har størst verdidrivende potensial. Vi forventer dermed at en mer fokusert strukturering vil skape større aksjonærverdier enn konglomeratstrukturen i dyptgående nedgangstider, ettersom viktigheten av synergier og kostnadseffektivisering økes, og fortrinnsvis vil være mer utnyttbar ved relatert diversifisering.

5.1.6 Oppsummering

Vi ser av styringen og Orklas strategi at de iverksetter tiltak for å utnytte de ressursene og egenskapene selskapet innehar for å skape verdier. Det satses på ledelsesutvikling og kompetanse, som på et overordnet nivå skal bistå med spesialkompetanse i driften av de ulike enhetene. Orkla utnytter fordeler ved kapitalallokering og finansiering, samt at det forekommer internhandel innad i konsernet. Av den kompliserte strukturen vil vi forvente at det oppstår prinsippal-agent-problemer, og det vil knyttes kostnader til reduksjon av disse. Vi kan også se en strategivridning og større fokus på utnyttelse av samdriftssynergier og kostnadseffektivisering. Dette har ført til en større konsentrasjon rundt kjerneområdet, merkevareindustrien. Konsekvensene blir at selskapet kan miste noe av den robustheten mot konjunkturer ved ukorrelerte kontantstrømmer, men Orkla kan fortsatt sies å ha en relativt bred portefølje sammenlignet med et fokusert selskap.

5.2 Generelle markedsforhold og selskapsutvikling

Før vi begynner på de kvantitative analysene kan det være greit å få en oversikt over hvilke generelle markedsforhold som kan påvirke resultatene, samt for å skape en forståelse for hvorfor strategiendringen i Orkla oppstod. For perioden vi analyserer Orkla-konsernet er det uunngåelig å komme foruten den dramatiske utviklingen i verdensøkonomien mot slutten av 2008. Gjennom 2009 forplantet finanskrisen seg videre inn i realøkonomien, og følgene ble etterspørselsfall og en økonomisk nedgangskonjunktur for de fleste OECD-landene. I følge Norsk Industri (2014) hadde mer enn 60 % av de spurte bedriftene foretatt kutt i sine investeringsplaner. Krisen rammet all industri, og sysselsetting og produksjon i norsk næringsliv ble redusert i økende tempo. Omsetningsfall ble en realitet i 2009, og et nærmet uttørket obligasjonsmarked gjorde finansieringssituasjonen for mange bedrifter krevende. Orkla-konsernet ble naturligvis også negativt rammet av de svake konjunktorene. Innad i Orkla ble det dermed iverksatt tiltak for å møte de stramme rammebetingelsene. Dette innebar en tilpasning av kostnadsnivået, samt handlinger for å frigjøre kapital. Myndighetene kom også raskt med stimulerende tiltak, blant annet med et historisk lavt rentenivå. Orklas finansielle posisjon styrket seg ved inngangen til 2010, men med nedgangskonjunktoren friskt i minne jobbet Orkla stadig for å forbedre kostnadsposisjonen, samt stimulere til ny økonomisk vekst. Den brede porteføljen Orkla-konsernet hadde inn mot finanskrisen gjorde at Orkla som enhet stilte sterkere mot sjokk, ettersom virksomhetsområdene i ulik grad blir påvirket av konjunkturer. For eksempel oppnådde Orkla brands og Jotun sterke resultater i perioden, mens Sapa og Elkem opplevde bunnivåer. Tiltakene for å møte konjunkturutfordringene var omfattende effektiviseringsprogrammer og restrukturering, som også innebar nedleggelse av fabrikker og innsnevring av selskapsporteføljen. Orkla uttalte at fokus skulle være på å utnytte og tilpasse seg de faktiske markedsforholdene, heller enn å estimere prognoser i ulike retninger. I kjølvannet av finanskrisen var det særlig materials- og aluminiumsmarkedene som ble hardest rammet. Derav kan vi forbinde dette med Orklas videre satsing på enkelte områder og avhendingen av andre.

Markedsforholdene og etterspørselen ble noe forbedret i 2010. Dette gjorde seg særlig gjeldene for Sapa og Borregaards kjemivirksomhet, men til tross for forbedringen var volumet fortsatt lavere enn tidligere. Orkla Brands og Jotun fortsatte derimot veksten fra 2009. Ved strategiske og strukturelle endringer ble det frigjort kapital ved avhending av virksomheter gjennom hele 2010, mens det på den andre siden også ble foretatt

ekspansjonsinvesteringer gjennom oppkjøp innen Orkla Brands og Sapa. Det nordiske dagligvaremarkedet hadde en stabil utvikling, men var dog utsatt for høyere nivåer i råvareprisene. De strukturelle endringene i Orkla førte til at aksjeporteføljen ble betydelig redusert, og Orkla har fra høsten 2010 til sammen avhendet virksomhet og solgt aksjer for om lag 20 milliarder kroner.

Lav rente og høy etterspørsel fra petroleumsnæringen var hoved-driverne bak den norske oppgangen som startet ved begynnelsen av 2011, mens derimot svak vekst globalt og økte råvarepriser gjorde seg særlig gjeldende for Orkla. Dette rammet spesielt Sapa og Orkla Brands. Makrobildet fremover var preget av den kritiske gjeldskrisen i EU-regionen, og økonomiske vekstprognoser ble løpende nedjustert. I 2012 ble det forventet vekst og en positiv sysselsettingstrend i norsk næringsliv, men året ble fremdeles et spennende år ettersom usikkerheten rundt gjeldskrisen i Europa stadig gjorde seg gjeldende. I norsk industri kunne en se bilde av omstillinger, hvor bedriftene endret besetning og arbeidet hardt med produktutvikling. Orkla på sin side anså vekstmulighetene som sterkest i merkevareindustrien, og oppkjøpet av Jordan og avtalen med Rieber & Søn fikk en positiv innvirkning på merkevareomsetningen. På grunn av dette, kombinert med kostnadsreduksjoner, oppnådde Orkla driftsmessig fremgang i 2012. Råvarekostnadene økte noe i 2012, men med lavere takt enn tidligere. Denne prisøkningen ble derimot nøytralisert med tilsvarende økninger i produktprisene. Sapa hadde gjennom forbedringsprogrammer styrket lønnsomheten gjennom året, men likevel ble det iverksatt en strukturell salgsprosess for deler av denne virksomheten. Sapas virksomhet innenfor profiler og byggesystemer hadde møtt meget svake markeder i Europa, som dessverre ikke ble oppveid av oppgangen i det Nordamerikanske markedet. For å øke muligheten for effektive struktur- og forbedringsprosjekter ble det derfor vedtatt en joint venture avtale med Norsk Hydro om denne virksomheten. Gjennom 2012 ble det også frigjort annen kapital fra salg som ligger utenfor den strategiske kjernen, og Orkla gikk fra et bredt industri- og investeringsselskap til et mer fokusert merkevareselskap. Orkla ble strukturert i fem enheter hvor sammenfallende strategiske og operasjonelle muligheter er størst.

For fjoråret var det økt etterspørsel, særlig fra norsk sokkel, som stimulerte veksten i norsk industri. En opplevde derimot nedgang i industriens eksport til Europa, og det ble en vridning av salget over på vekstarenaer andre steder i verden. I 2013 opplevde vi også den sterkeste kronekursen på noen tiår. Den høye kursen er en alvorlig utfordring for norsk internasjonal konkurranseutsatt industri, og vi har hatt merkostnader i norsk arbeidsmarked

på 1-2 prosentpoeng hvert år siden årtusenskiftet. Varig redusert valutaeksponering oppnås kun ved å legge mer verdiskapning til utlandet. Året har vist tegn til økonomisk vekst i Europa, men det finnes fremdeles mange usikkerhetsmomenter. Veksten i fremvoksende økonomier har avtatt noe, men forventes fremdeles å ligge noe over industrilandene. For Orklas del er det er verdt å merke seg at i dagligvarehandelen har samordning ført til at antall innkjøpskjeder har blitt redusert fra fire til tre, og Orkla må derfor stadig utvikle seg for å være en likeverdig partner for handel.

Anslagene for 2014 er svekket kronekurs, som endelig gir positive utslag på bunnlinjen i industrien. Da det tar tid før de store markedene for norsk industri i europeiske land kommer til hektene, vris eksporten stadig mer over mot Asia. Arbeidsmarkedet oppleves som klart mindre stramt. Over perioden ser vi at flere bedrifter er lagt ned siste årene på grunn av svake markeder og særnorsk kostnadsøkning. Trenden med svekket kronekurs er sett på med lyse øyner i eksportindustrien, men ved brå styrkning av kronen kommer konsekvensenes utfall raskere til syne enn ved tilsvarende endringer i motsatt retning. Derfor sliter mange bedrifter ennå med virkningen av den høye kronekursen (Norsk Industri, 2014).

5.2.1 Segment-resultater

For merkevareområdet bidro oppkjøp av merkevarevirksomheter til 15 % omsetningsvekst innen området. Det er identifisert kostnadssynergier knyttet til disse oppkjøpene i størrelsesorden 300 millioner kroner. For Orkla Foods ble markedsandelene i sum noe svekket i 2013. For Home & Personal markedet ble relativt stabilt, med positiv utvikling i Axellus og Lilleborg. Orkla Food Ingredients oppnådde resultatforbedring, og den positive utviklingen ble drevet av en bedret produktmiks, organisk vekst og interne forbedringsprosjekter. I det norske marked var det derimot en svakere utvikling som følge av økte innkjøpskostnader. Segmentet Confectionery & Snacks fikk en tilbakegang på 3 % i driftsinntekter, hovedsakelig knyttet til de nordiske selskapene. Dette skyldes krevende markedsforhold og konkurranse fra andre merkevareprodusenter. Aluminiums-segmentet Gränges fikk en liten nedgang sammenlignet med 2012, men en sterk utvikling i den kinesiske virksomheten og forbedringsprogrammer i Sverige bidro positivt. For Sapa Building System ble resultatene bleke, og markedsforholdene særlig i Sør-Europa forble svake. Det ble også i 4. kvartal gjort betydelige restrukturerings-avsetninger, som ga negative regnskapsmessige effekter i 2013. Hydro Power hadde et lavere produsert volum, men høyere priser motvirket dette noe. Jotun leverte et godt resultat i 2013 med god vekst i

mange segmenter, og både omsetnings og driftsresultatet ble forbedret sammenlignet med foregående år. Geografisk var det primært Vest og Øst-Europa, Asia og Midtøsten som bidro til den positive utviklingen (Orkla, 2014).

5.3 Metode 1: Sammenligning av Q for Orkla som helhet med Q for Orklas industrisegmenter over tid.

I denne delen ønsker vi på ulike tidspunkter å sammenligne den reelle Equity Q-raten for Orkla strukturert som konglomerat, med en Equity Q-rate i tilfeller hvor Orkla er splittet opp i spesialiserte selskaper. Dette gjøres ved å finne gjennomsnittlig Equity Q for de ulike industrisegmentene som Orkla opererer i, for så å vekte disse ratene basert på størrelsen av de ulike segmentene i Orkla. Analysen blir gjennomført årlig for perioden fra 31.12.09 til 31.12.13, og resultatet vil derfor vise utviklingen i Orklas Equity Q mot vektet industri-Equity Q før og etter strategiendringen om å fokusere på merkevarer.

Når vi beregner Equity Q bruker vi børsverdien på Orkla den 31.12 for hvert år vi analyserer. Børsverdien blir valgt som pris da det viktige for aksjonærene er verdien av aksjebeholdningen, som er aksjonærenes reelle verdi på et tidspunkt. Videre benytter vi bokførte verdier som tilnærming til gjenanskaffelseskost for å få et likt sammenligningsgrunnlag. Problemet med å bruke gjenanskaffelseskost oppstår når vi skal finne industridata for beregningen i en situasjon hvor Orkla er splittet opp, da gjenanskaffelseskostdata ikke er tilgjengelig som et industrigjennomsnitt eller for hver enkelt industri. Data om bokførte verdier er derimot tilgjengelig, og vi benytter Bloombergs¹² $\frac{P}{B}$ -tall for industrisegmenter i Europa og globalt. Vi velger data fra Europa fordi det er få sammenlignbare selskaper i Norge, og i tillegg opererer de fleste av Orklas industriområder også utenfor Norges landegrenser. En oversikt over Bloombergs industrisegmenter anvendt på Orkla finnes i appendiks.

Pris/Bok er en egenkapitalmultiplum som kan vises ved $\frac{P}{B} = \frac{ROE*(1+g)*(payout\ ratio)}{(r-g)}$, altså sier $\frac{P}{B}$ noe om forholdet mellom avkastning på egenkapital (ROE) og kostnad knyttet til egenkapital (r). Tilknytningen til egenkapitalavkastning er en stor fordel ved $\frac{P}{B}$, nemlig at et selskap som har høyere $\frac{P}{B}$ enn et annet ellers likt selskap, vil ha høyere avkastning på egenkapitalen. Dette skyldes at bokført verdi av egenkapitalen vil øke raskere med høyere avkastning på egenkapitalen. $\frac{P}{B}$ er også en økende funksjon av utdeling av utbytte (payout

¹² Bloomberg er et amerikansk nyhets- og markedsdatabyrå, spesialisert i å betjene finanssektoren.

ratio), og sammen med selskapets avkastning på egenkapitalen vil måltallet derfor si noe om hvorvidt Orkla som konglomerat skaper aksjonærverdier eller ikke. Videre vil man ved å se Orklas $\frac{P}{B}$ i forhold til industrienes $\frac{P}{B}$ -tall også justere for generelle svingninger i de ulike markedene, tatt i betraktning at Bloomberg-industriene er sammenlignbare med Orkla.

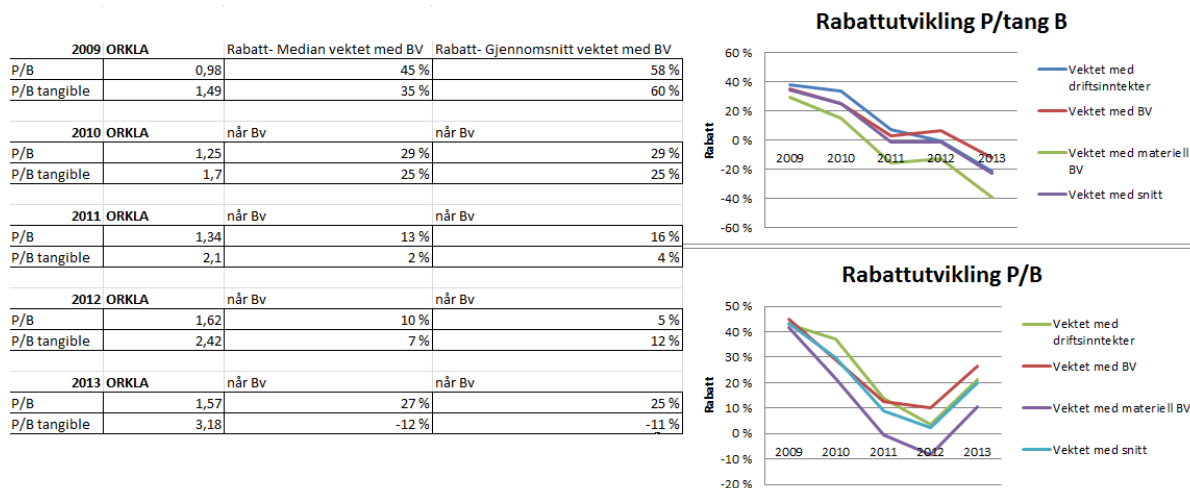
Driftsområdene i metoden er definert gjennom beskrivelser fra Orklas årsrapport i den aktuelle perioden, og vi har brukt data fra Bloomberg for å finne sammenlignbare $\frac{P}{B}$ -rater for hvert enkelt segment. $\frac{P}{B}$ -ratene er basert på alle selskapene innenfor en industri definert etter Bloomberg, og vi skiller ut ekstreme verdier ved å fjerne alle selskaper med $\frac{P}{B}$ pluss/minus ett standardavvik fra beregningsgrunnlaget når vi bruker gjennomsnitt som industri-rate. Dette skyldes at vi vurderer disse selskapene til å ikke være sammenlignbare med Orkla, da for eksempel et selskap med en svært høy $\frac{P}{B}$ -rate kan forventes å ha ekstreme vekstmuligheter på egenkapitalavkastningen i fremtiden. Når vi bruker median i stedet for gjennomsnitt er det ikke nødvendig å skille ut ekstremverdiene, da disse ikke vil påvirke medianen i særlig grad.

Når vi har funnet $\frac{P}{B}$ -rater for de ulike segmentene, vekter vi disse basert på størrelser fra Orklas regnskap. Vi presenterer resultatene fra vekting basert på størrelse på driftsinntekter, bokført verdi, materiell bokført verdi og et snitt av nevnte størrelser. Likevel synes vi at bokført verdi er mest hensiktsmessig størrelse når vi beregner $\frac{P}{B}$ -raten, da raten er et mål på aksjonærverdier i forhold til bokførte verdi på egenkapitalen.

Vi gjør også en analyse hvor vi tar utgangspunkt i bokført verdi av egenkapital minus immaterielle eiendeler $\frac{\text{Pris}}{\text{Materiell bok-ratio}}$. Denne sier oss noe om aksjonærverdiene i forhold til de materielle egenkapitalverdiene. Resultatet her kan være større eller mindre i forhold til den tradisjonelle $\frac{P}{B}$ -modellen dersom den relative verdiskapingen blir større eller mindre gjennom immaterielle eiendeler. Forholdstallet har den positive egenskapen at det er lettere sammenlignbart, da andelen immaterielle eiendeler varierer stort fra bedrift til bedrift også innenfor samme industri. Ulempen er at den vil være sterkt varierende hvis selskaper gjør store oppkjøp som tilfører selskapet relativt mye goodwill i forhold til materielle eiendeler. Dette er spesielt aktuelt i Orkla siden de fokuserer på kjøp av merkevarerelskaper. Selv om det kan virke mest hensiktsmessig å vekte med materiell bokverdi av egenkapitalen her, så

braker vi total bokført egenkapitalverdi. Denne varierer ikke selv om det skjer oppkjøp, bare ved resultateffekten til opptjent egenkapital.

5.3.1 Resultater



Figur 4: Rabattutvikling Orkla

Vi ser av tabellene og grafene en klar fallende trend for $\frac{P}{B}$ -rabatten Orkla har blitt handlet for fra 2009-2012 i forhold til industrigjennomsnitt, både ved medianrater og gjennomsnittrater uansett vektemetode. Dette passer bra med selskapets formidling om fokus på mer relatert diversifisering høsten 2010, og kan tyde på at Orkla skaper større aksjonærverdier ved å fokusere på sine kjerneområder. Likevel ser man at rabatten øker drastisk i løpet av 2013. Dette kan forklares med et svakere driftsresultat enn ventet. Aksjekursen til Orkla falt faktisk over 10,5 % den dagen det ble fremlagt resultater for 2. kvartal 2013, og dette ble forklart med svak utvikling i driftsresultatet. Den svake $\frac{P}{B}$ -utviklingen dette året kan derfor kanskje begrunnes med at strategiendringen ikke resulterte i samsvar med forventet effekt i 2013. Resultatet viser en lenge en positiv aksjonærverdieffekt, men det uventede hoppet i rabatten i 2013 gjør det likevel vanskelig å konkludere. Tidsperioden analysert etter strategiendringen kan kanskje være for kort, da Orkla sakte men sikkert beveger seg mot en relatert selskapsportefølje.

Rabattutviklingen for $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ reduseres i midlertidig hvert år fra 2009 sett bort fra en liten økning fra 2011 til 2012. Rabatten ligger også noen prosent under $\frac{P}{B}$ -rabatten i hele perioden, med unntak av 2013 hvor Orkla plutselig handles til en premie på 23 %, kontra $\frac{P}{B}$ -

rabatt på 20 %. Dette kan forklares med oppkjøpet av Rieber som tilførte balansen omtrent fem milliarder kroner i immaterielle eiendeler. Dette gjør følgelig at nevneren (materiell B) reduseres ganske kraftig, og $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ -raten til Orkla øker. Resultatene fra $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ -analysen tyder likevel på at Orklas rabatt som konglomerat kontra industrigjennomsnitt fra relevante industrier har blitt mindre etter strategiendringen om å fokusere mer på kjernevirksomheten.

Kort oppsummert kan det virke som om Orklas økende fokus på kjerneområder skaper aksjonærverdier, men perioden etter strategiendringen er kanskje litt for kort til å trekke en slik konklusjon.

5.4 Metode 2: Tobins Equity Q på ulike tidspunkter

Under denne metoden sammenligner vi Equity Q for Orkla ved forskjellige tidspunkter. 2009 er et naturlig tidspunkt, siden Orkla da kan sies å ha en klar konglomeratstruktur. Dette sammenlignes deretter med nyere tall. I 2010 ble det som nevnt tidligere kommunisert og tydeliggjort at Orkla ville følge en mer spesialisert strategi, som også har blitt fulgt opp i perioden etter. Ved å se på 2010 kan vi få en indikasjon på hvordan aksjemarkedet reagerte på strategiendringen, og for 2013 ser man effektene på Q ved de nyeste tilgjengelige tall etter at Orkla satte strategien til verks ved å avhende industrier og foreta oppkjøp som styrker den spesialiserte merkevarestrategien.

Under denne metoden vil vi bruke markedsverdi som i forrige metode for telleren av Equity Q. I nevneren bruker vi derimot ikke bokførte verdier som tilnærming til gjenanskaffelseskost, men vi velger å følge deler av beregningen av gjenanskaffelseskost presentert av Lindenberg og Ross (1981), og senere modifisert av Smirlock, Gilligan, og Marshall (1984). I praksis innebærer dette at vi bruker bokførte verdier av eiendeler bortsett fra tomter, bygninger og annen fast eiendom, maskin og anlegg, driftsløsøre, inventer og transportmidler, hvor vi benytter en tilnærming til gjenanskaffelseskost. Børsverdien er verdien 31.12 i de respektive årene.

Etter Lindenberg og Ross-algoritmen tilfaller firmaets eiendeler inn under tre kategorier: a) Fabrikker og utstyr, b) varelager, c) andre eiendeler. Kategori c inneholder blant annet likvide eiendeler som kontanter, aktivum, og eie av land. Disse eiendelene er normalt bokført til markedsverdi eller historisk kostnad, og etter algoritmen blir disse eiendelene verdsatt ved gjenanskaffelse til bokført verdi.

Eiendelene vi beregner gjenanskaffelseskost på deler vi inn i klassene: a) Tomt, bygg og annen fast eiendom, b) Maskiner og anlegg, c) Driftsløsøre, transportmidler og inventar. Dette vil gi rom for å beregne ulike real-avskrivninger med ulike levetider, samt å justere for spesiell prisstigning. Vi har derimot ikke fullstendig informasjon om alder for hver spesifikk eiendel, men som en tilnærming benytter vi gjennomsnittlig alder for eiendelene under de respektive klassene nevnt ovenfor. Gjennomsnittsalderen kan beregnes fordi vi fra regnskapet har fullstendig informasjon om opprinnelig kost på de balanseførte eiendelene, samt deres akkumulerte avskrivninger. Gjennomsnittsalderen vil dermed også justeres hvert år ettersom selskapet både har solgt og kjøpt virksomheter i perioden.

For å estimere gjenanskaffelsesverdien benytter vi inflasjonen over eiendelens gjennomsnittsalder for å ta hensyn til prisstigningen på eiendelene. For levetiden av nye eiendeler anvender vi gjeldende regnskapsmessige avskrivingssetser. For eksempel er avskrivingssetsen for maskin og anlegg 10 %, noe som tilsier en forventet levetid på 10 år. Vi beregner realavskrivninger over perioden ettersom en også må justere for økende kostnader på grunn av prisstigninger for avskrivninger. Etter Smirlock, Gilligan, og Marshall (1984) settes teknologiparameteren til 0. Dermed ender vår praktiske tilnærming ut i å estimere gjenanskaffelsesverdi for eiendelene som øker med inflasjonen i perioden, og som vi deretter reduserer med akkumulerte avskrivninger basert på gjenanskaffelsesverdiens realavskrivninger for å komme frem til gjenanskaffelseskost.

5.4.1 Resultater

Ved denne tilnærmingen får vi følgende verdier av Tobins Q for Orkla.

	2009	2010	2013
Tobins Q*	1,0824	1,1527	1,4785
*) equity Q			

Figur 5: Equity Q – Orkla

Av beregningene kan vi se en trend hvor Equity Q øker over perioden. Dette er konsistent med flere tidligere studier som har vist at det er lavere Equity Q for et selskap som opererer i flere bransjer, og dette indikerer også at investeringer er mindre påvirket av eksistensen av lønnsomme investeringsmuligheter i konglomerater. Dette kan tyde på at Orklas verdier i forhold til markedsprisen økes ved mindre grad av urelatert diversifisering, og dermed skaper mer verdier for Orklas aksjonærer. Lang og Stulz (1994) argumenterer for at Q er enklere å anvende for å måle en eventuell konglomeratrabatt enn regnskapsmessige nøkkeltall, fordi ingen risiko eller normalisering er nødvendig for å sammenligne Q mellom selskap. Vi sammenligner derfor Equity Q for Orkla som forskjellige selskaper i perioden, og de verdiene en aksjonær sitter på i de ulike tidspunktene. Svakheten med dette er at det kan være andre element som påvirker Equity Q i perioden. Dette kan være markedstrender, som vi gikk i gjennom ovenfor, eller spekulasjoner som for eksempel hvordan analytikere vurderer utsiktene for selskapet. DNB Markets (2014) operer i dag med en rabatt på 15 %, og det argumenteres i deres analyser for at en rabatt på ca. 10 % er rettferdig så lenge en stor

del av selskapets verdier ligger utenfor kjerneområdet. Det kan også være intellektuell kapital, eksempelvis en sterk merkevare, som ikke er målt og ført i regnskapet. I tillegg kan det være stor spredning i spesifikk prisstigning i de ulike eiendelene, mens vi derimot har kun justert med inflasjonen over eiendelenes levetid.

5.5 Metode 3: Chop Shop-Verdsettelse

I denne metoden gjør vi en standard Chop Shop-verdsettelse av Orkla, og vi finner en break up-verdi av selskapet som sammenlignes med markedsverdien av selskapet 31.12.2013. Verdien beregnes ved hjelp av multiplikatorene $\frac{P}{B}$, $\frac{P}{EBITDA}$ og $\frac{P}{S}$ etter Lebaron og Speidell (1987). Vi benytter $\frac{P}{EBITDA}$ istedenfor $\frac{P}{E}$ siden Orkla ikke rapporterer fortjeneste for hvert enkelt segment i regnskapet. Det blir også gjort en analyse der $\frac{P}{B}$ byttes ut med $\frac{P}{\text{Materiell B}}$. Vi finner multiplikatorenes bransjegjennomsnitt og medianer fra Bloomberg. Tallene er basert på data fra det europeiske og globale markedet, avhengig av hvor Orklas enheter opererer.

Virksomhetsområdene i metoden er som i den første metoden definert gjennom beskrivelser fra Orklas årsrapport for 2013, og data fra Bloomberg benyttes også her for å finne sammenlignbare multipler for hvert enkelt segment. Multiplene er basert på alle selskapene innenfor en industri eller bransje, som definert av Bloomberg, og vi skiller ut de mest ekstreme selskapene som tidligere for å unngå helt usammenlignbare selskaper. Når vi har funnet multipler for de ulike segmentene, multipliserer vi disse basert på størrelser fra Orklas regnskap og oppnår derfor en estimert markedsverdi for hvert segment. Summen av disse blir Orklas estimerte verdi i et tilfelle hvor man deler opp konglomeratet i spesialiserte enheter. Dette vil si noe om hvorvidt Orkla som et konglomerat skaper mer aksjonærverdier enn spesialiserte selskaper som opererer innenfor de samme industriene. Resultatet vil derfor også kunne gi en indikasjon på om større fokus på kjerneområder vil skape aksjonærverdier slik tilstanden er i 2013.

5.5.1 Resultater

<i>Median</i>	<i>Estimert markedsverdi</i>	<i>Forskjell fra børsverdi</i>	<i>Rabatt</i>
P/B, P/EBITDA og P/S	kr 62 151,31	kr 14 170,31	23 %
P/materiell B, P/EBITDA og P/S	kr 50 721,15	kr 2 740,15	5 %
Gjennomsnitt	kr 56 436,23	kr 8 455,23	15 %
<i>Gjennomsnitt</i>	<i>Estimert markedsverdi</i>	<i>Forskjell fra børsverdi</i>	<i>Rabatt</i>
P/B, P/EBITDA og P/S	kr 61 621,62	kr 13 640,62	22 %
P/materiell B, P/EBITDA og P/S	kr 50 946,29	kr 2 965,29	6 %
Gjennomsnitt	kr 56 283,95	kr 8 302,95	15 %

Figur 6: Chop Shop-verdsettelse

Som tabellen viser, vurderes Orkla til en rabatt på 15 % når vi tar gjennomsnittet av analyseresultatene ved bruk av $\frac{P}{\text{Materiell B}}$, $\frac{P}{\text{EBITDA}}$ og $\frac{P}{S}$, og ved bruk av $\frac{P}{B}$, $\frac{P}{\text{EBITDA}}$ og $\frac{P}{S}$. Dette gjelder for analyse ved bruk av både gjennomsnitt og median. Resultatene tyder på at Orkla 31.12.13 kommer til å skape større aksjonærverdier ved å fokusere mer på kjerneområdene, da verdien av Orkla er estimert til å være i overkant av åtte milliarder kroner lavere enn den samlede verdien av enhetene som spesialiserte. Dette er for øvrig den samme rabatten som DNB Markets (2014) operer med.

Begrensningene ved en verdsettelsesmodell som Chop Shop er at den ikke er teoretisk underbygget. Ikke alle selskap er like selv om de opererer innen samme bransje eller industri, og kan variere stort når det gjelder vekstmuligheter eller inntjeningssevne.

6. Diskusjon

Vi vil her samle våre funn gjennom de ulike analysene, og dermed skape et helhetlig bilde av om våre resultater indikerer at Orkla som konglomerat, kontra fokus på kjerneområder, er til fordel eller ulempe for aksjonærene. For å danne en bedre forståelse av de kvantitative analysene supplerer vi med Orklas strategi sett i lys av rammebetingelsene i markedet under perioden. Vi vil også kritisk vurdere metode og resultater opp mot hva som er kjent fra før.

Strategi og endrede markedsforhold

I følge våre forventninger om hva som er verdiskapende eller -reducerende for aksjonærene fant vi følgende forhold til stede i Orkla-konsernet. Selskapet fører ulike tiltak innen kompetansebygging og forbedring av prosesser for å utnytte synergier ved konglomeratstrukturen. Det satses på kontinuerlig utvikling av ressurser, særlig innen ledelse, som kan skape positive synergieffekter og dermed verdier for aksjonærene. I tillegg utnyttes fordeler når det gjelder finansiering, kapitalallokering og intern handel. På den andre siden vil særlig prinsipal-agent-problemer gjøre seg fremtredende når det gjelder verdireducerende forhold, og en kapitalintensiv og bred porteføljesammensetting skaper nødvendigvis heller ikke noen verdier for aksjonærene i Orkla.

Perioden vi analyserer er nok kraftig påvirket av ringvirkningene av finansboblen som sprakk i 2008. Behov for endring kan komme fra både interne og eksterne forhold, og strategiendringen i Orkla knytter vi klart opp til de harde markedsforholdene. Ved nedgangstider blir usikkerheten om fremtiden særlig stor, og det kreves mer fra en organisasjon for å være konkurransedyktig og skape verdier. For å møte de krevende rammebetingelsene fremmet Orkla tiltak som endret organisasjonens formelle struktur, prosesser og produktmarkedets områder for å forbedre realiseringen av organisasjonens mål om avkastning godt over gjennomsnittet. En slik type strategiendring er til for å gjøre organisasjonen i stand til å dra fordel av viktige muligheter eller håndtere eksterne trusler. Orkla utviklet også en ny visjon for klart og tydelig å kommunisere endringen, og skal med dette forankre en ny tilnærming i organisasjonskulturen – å være Nordens ledende merkevarerelskap. Mange endringer oppnår derimot ikke tilsiktet effekt. Dette kan naturligvis ha mange årsaker, blant annet mangel på ledelse, dårlig tilrettelagt oppfølging, tid etc. Et annet problem kan være at intensjoner ikke blir til handling. Dette kan skyldes mangel på vilje og incentiver i organisasjonen, samt manglende kunnskap eller usikkerhet

knyttet til om informasjon er mottatt, akseptert og internalisert. Mange endringer oppnår også kanskje bare kortsiktige resultater, og organisasjonen faller gradvis tilbake. Dette kan skyldes motstand eller manglende engasjement eller mottakelighet i organisasjonen. Toppledelsens utfordring er å skape forståelse og aksept for de strategiske initiativ og den strategiske retning virksomheten tar, men mange initiativ får derimot andre utfall enn toppledelsens intensjon. Dette kommer av at ethvert endringsinitiativ utsettes for individuell fortolkning, som betyr at hver enkelt mottaker skaper egen mening av endringsinnholdet. Dette betyr igjen at det legges et grunnlag for at andre initiativer enn de intenderte kan bli iverksatt (Hope, 2011). I en studie av endringsprosesser i over 100 bedrifter fant Kotter (2005) at endringsforsøkene var et sted i mellom meget vellykket og helt mislykkede, med hovedtyngden mot den nedre enden av skalaen. Dette belyser hvor krevende det er for en organisasjon å utføre en endringsprosess med ønskede resultater.

I følge Hope (2011) vil driveren for enhver organisatorisk endringsprosess være økt utnyttingsgrad av innsatsfaktorene. Dette kan både ses på som å gjøre tingene riktigere eller det å utnytte ressurser bedre. For å imøtekomme en periode med svake markeder med intensjon om verdiskapning har Orkla klart iverksatt en kostnadseffektivisering og en strukturering for bedre utnyttelse av synergier. I henhold til dette kan strategien forsvares med Matsusakas (2001) argumenter for at spesialiserte selskaper skaper større verdier gjennom synergier enn hva som er oppnåelig i en konglomeratstruktur. Dette kommer av at forskjellene mellom driften av enhetene blir så store at bare en knippe ressurser kan utnyttes på tvers av avdelingene, og konglomerater har dermed større avtagende marginalutbytte av ressursene sammenlignet med mer spesialiserte foretak. I Kotters (2005) studie understreket han at det tar tid å prosessere dyptliggende endringer i en organisasjon, og dermed er kanskje tidsperioden i vår analyse ikke tilstrekkelig for å måle hele effekten av merkevarestrategien.

Sammenligning av Q for Orkla som helhet med Q for Orklas industrisegmenter over tid

Rabattutviklingen viste over perioden en positiv aksjonærverdieffekt ved P/B , med unntak av det uventede hoppet i rabatten i 2013. Dette gjelder for industrigjennomsnittet, både ved medianrater og gjennomsnittsrater. Rabattutviklingen for $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ reduseres i midlertidig hvert år fra 2009, sett bort fra en liten økning fra 2011 til 2012. Rabatten ligger også noen prosent under $\frac{P}{B}$ -rabatten i hele perioden, med unntak av 2013 hvor Orkla plutselig handles til en premie på 23 %. Resultatene fra $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ -analysen tyder likevel på at Orklas rabatt

som konglomerat kontra industrigjennomsnitt fra relevante industrier har blitt mindre etter strategiendringen om å fokusere mer på kjernevirksomheten.

Det finnes flere kilder på at firmaer som diversifiserer urelatert har en lavere gjennomsnittlig avkastning over tid. Blant annet Servaes H. (1996) underbygger dette ved å vise at konglomeratene ikke var verdsatt med en premie målt ved Tobins Q i en periode hvor diversifisering var svært utbredt, og andre resultater har antydnet at diversifisering førte til et verditap på mellom 13 og 15 %. Daley, Mehrotra og Sivakumar (1997) fant også at aksjemarkedet også pleier å reagere positivt på endringer mot mer fokuserte strategier. Shin og Stultz (1998) mener rabatten skyldes den ineffektive allokeringen av kapital og internt skapte verdier i konglomeratet, og Gomes og Livdan (2004) argumenter for at konglomeratrabatten beror på en ineffektiv operasjonell drift. En studie utført av Schmid og Walter (2009) av 4060 observasjoner i perioden 1985-2004 viser en vedvarende konglomeratrabatt som oppstår på grunn av diversifisering, og ikke at trøblete firmaer diversifiserer seg til mer lovende områder. På den andre siden begrunner Graham, Lemmon og Wolf (2002) at mange av studiene ikke greier å justere for at selskap som velger å diversifisere ansees for å være systematisk forskjellige fra de typiske spesialiserte firmaene, og dermed blir en feilkilde i konklusjonene. Lang og Stulz (1994) mener også at diversifisering ikke nødvendigvis ødelegger aksjonærverdier, men at firmaer diversifiserer med fokus på vekst, siden de allerede har utnyttet vekstmulighetene i daværende marked. Villongas (2004) studier fant heller ingen signifikant sammenheng som impliserer at diversifisering i selskaper ødelegger aksjonærverdier, og mener konglomeratrabatten funnet i tidligere studier har oppstått på grunn av at segment-datasettene som ble benyttet ikke er definert på en konsekvent nok måte. I tillegg viser studier i fremvoksende markeder at konglomeratrabatten ikke er til stede under disse markedsforholdene.

Våre resultater om en fallende konglomeratrabatt ved mer relatert diversifisering sammenfaller med de fleste funnene som kom frem i forskningsperioden på 1990-tallet. Dette kan dra i retningen mot at kapital potensielt utnyttes bedre. Orkla har oppnådd en mer effektiv drift, samt at aksjemarkedet har reagert positivt på den mer fokuserte strategiske retningen. Derimot er hoppet i rabatten i 2013 motsigende mot dette resultatet. Utviklingen av rabatten kan også komme av markedsforholdene under perioden. Vekstutsiktene var ansett som bedre i enkelte markeder og rammevilkårene i perioden gjorde det mer attraktivt å investere i disse, heller enn at det er diversifiseringssynergiene som påvirker rabatten.

Det at rabatten øker drastisk i løpet av 2013 kan kanskje forklares med et svakere resultat enn ventet. Aksjekursen til Orkla falt faktisk over 10,5 % den dagen det ble fremlagt resultater for 2. kvartal 2013, og dette ble forklart med svak utvikling i driftsresultatet. Den svake $\frac{P}{B}$ -utviklingen dette året kan derfor kanskje begrunnes med at strategiendringen ikke resulterte i samsvar med forventet effekt i 2013. Driftsresultatet for 1. kvartal i 2014 ble derimot rapportert 23 % bedre enn tilsvarende kvartal i 2013. Dette har også vist seg gjennom en økning i aksjekursen etter kvartalsrapporten, og det kan virke som om strategien igjen bidrar til økte aksjonærverdier (Orkla, 2014).

Når det gjelder materiell bok-utviklingen i 2013 kan den forklares med oppkjøpet av Rieber som tilførte balansen omtrent fem milliarder immaterielle eiendeler. Dette gjør følgelig at nevneren (materiell B) reduseres ganske kraftig, og $\frac{P}{\text{Materiell B}}$ -raten til Orkla øker.

Den største svakheten med denne metoden er at man i $\frac{P}{B}$ -raten bruker bokførte verdier kontra gjenanskaffelseskostnad, mens pris er fortsatt lik markedsverdien i Equity Q. Bokførte verdier tar ikke hensyn til nåværende verdi av alle eiendelene, da kun enkelte eiendeler som for eksempel aksjer er bokført til virkelig verdi, som ellers en perfekt Q ville ha gjort. Man får derfor ikke et helt nøyaktig mål på hvor mye aksjonærene får igjen for den virkelige verdien av egenkapitalen. I tillegg er det en viss fare for at bokført verdi av egenkapital blir manipulert opp av ledelsen gjennom bruken av for eksempel immaterielle eiendeler, noe som underbygger problemet med unøyaktig verdsettelse av egenkapitalen.

En annen svakhet er mangelen på tilgang til industrier som er spesifikke nok til å være perfekt sammenlignbare med Orklas segmenter, som nettopp er den mest utbredte kritikken fremmet av nyere studier. Et eksempel på dette er Orkla Home & Personal som driver med blant annet kosttilskudd. Bloomberg opererer ikke med industridata for dette, og man må derfor gjøre tilnærminger med mest passende definerte industrier. I tillegg består noen av industriene som er sammenlignbare med Orkla sine segmenter av data av såpass få selskaper at resultatene kan være unøyaktige.

Tidsperioden som blir analysert kan også tenkes å være for kort, da hele effekten av strategiendringen muligens ikke forekommer under vår analyseperiode.

Tobins Equity Q ved forskjellige tidspunkter

Vi fant en økende Equity Q da vi sammenliknet måltallet ved ulike tidspunkter fra 2009-2013, noe som tyder på at Orklas markedspris økes i forhold til gjenanskaffelsesverdien av egenkapitalen ved mer fokus på kjernevirksomheten.

Den generelle holdningen til forskere, konsulenter og ansatte i finansielle institusjoner er at økt grad av diversifisering reduserer aksjonærverdier (Scharfstein D. , 1998). En empirisk studie utført av Montgomery og Wernerfelt (1988) viser at konglomerater har lavere gjennomsnittlig avkastning målt ved beregning av Tobins Q. Lang og Stulz (1994) konkluderer også med at Q og diversifisering er negativt korrelert, samt at diversifiserte firmaer har lavere Q enn tilsvarende porteføljer av spesialiserte firmaer. Videre reduseres Q når et selskap øker antallet segmenter. På den andre siden finnes også studier som stiller spørsmål om kausaliteten mellom selskapsdiversifisering og ødeleggelse av aksjonærverdier. Blant annet argumenterer Graham, Lemmon og Wolf (2002) for at oppkjøpers og oppkjøpsobjektets karakteristikk forklarer nesten hele konglomeratrabatten enten om oppkjøpet er relatert, urelatert, segmentøkende eller -reduserende. Det har også blitt stilt spørsmål om knyttet til tidligere forskning ved vurdering av konglomeratrabatten, siden dataene rapportert av forretningssegmentene har fundamentale begrensninger.

Våre beregninger av Tobins Equity Q på ulike tidspunkter sammenfaller med den generelle holdningen innen forskningsområdet, at økende grad av relatert diversifisering vil øke måltallet Tobins Equity Q. Dette gir oss dermed en indikasjon på at fokus på få kjerneområder vil skape merverdier for en aksjonær i Orkla. Selv om resultatet antyder en økning av aksjonærverdier ved større fokus på merkevarevirksomheten, bør en være varsom med sammenligningen siden måltallet er beregnet på forskjellige tidspunkter, og dermed beregnet under forskjellige rådende markedsforhold. Det kan dermed stilles spørsmål om økningen skyldes graden av diversifisering eller helt andre forhold i perioden. Det er nærliggende å tro at det er nettopp markedsforholdene i perioden som har ført til en økt verdi for aksjonærene. Av nedgangskonjunkturen fulgte knapphet på kapital, som resulterte i større fokus på effektivisering og kostnadsbesparelser i Orkla. Dette kan ha ført til en mer effektiv fordeling av kapitalen og større utnytting av synergier. Trenden er også at aksjemarkedet har reagert positivt mot oppkjøp av relaterte virksomheter, og avhendingen av andre.

Chop Shop-verdsettelse

Ved Chop Shop-verdsettelsen fant vi en estimert verdi på Orkla som var hele åtte milliarder kroner lavere enn totalverdien av enhetene sett på som enkeltstående. Dette tyder også på at Orkla vil kunne skape større aksjonærverdier ved å fokusere med på kjerneområdene.

Grunnleggerne bak Chop Shop-modellen Lebaron og Speidell (1987) fant at det generelt var mye større verdier i enhetene hver for seg ved anvending av metoden. Senere studier underbygger også dette resultatet, og Berger og Ofek (1995) fant at diversifisering førte til et verditap på ca. 15 %, samt at dette verditapet var mindre jo mer relaterte enhetene i konglomeratet var. Forskningen sliter derimot med å finne en kausal årsak til rabatten, men resultatene er konsistente med teorier rundt agentproblemer, og at samdriftsfordelene ikke er store nok til å skape en konglomeratpremie.

Vår analyse av diversifiseringseffekten på firmaverdi ved å sammenlikne summen av verdiene for de ulike segmentene med konglomeratet som en enhet resulterer i samsvar med tidligere forskning. Hva som kan tenkes å være hoveddriveren bak dette resultatet er overinvesteringer og kryss-subsidiering innad i konglomeratet, samt ikke tilstrekkelig med utnyttbare samdriftsfordeler. Det kan derimot stilles spørsmål knyttet til gyldigheten av verdsettelsen, spesielt med tanke på sammenligningsgrunnlagene vi benytter i analysen. Det første er graden av diversifisering som er brukt i et segments finansielle rapportering, som ofte ikke er tilstrekkelig. Det andre er at definisjonen på et segment eller industri er såpass fleksibel at et firma kan kombinere flere aktiviteter i et segment. Det siste problemet er at det finnes definerte industrier som kun består av diversifiserte selskaper. Alle selskaper som opererer innen samme bransje er heller ikke nødvendigvis like, med store forskjeller når det gjelder vekstmuligheter og inntjeningsevne. Metoden antar at den gjennomsnittlige kapitaliseringssammenhengen, i dette tilfellet forholdstall av kapitalisering av salg, eiendeler og driftsinntekter, holder for alle selskaper i en industri. Som selvsagt ofte ikke er sant.

7. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven var å undersøke om selskapsformen konglomerat skaper eller reduserer aksjonærverdier i forhold til en situasjon hvor Orkla konsentrerer seg om få kjerneområder. Vi finner gjennom våre analyser at Orkla har hatt en positiv utvikling når det gjelder å skape aksjonærverdier etter det ble vedtatt å fokusere på en mer rettet merkevarestrategi. I tillegg har vi identifisert ulike tiltak og forhold innad i Orkla-konsernet som vi forventer skal skape verdier i henhold til valgt strategi og struktur. Orkla har også redusert bredden av porteføljen i perioden, men kan fortsatt sies å ha en bredere struktur enn hva som defineres som et spesialisert foretak.

I analysen av strategi og de rådende markedsforholdene i perioden fant vi at Orkla fører en rekke tiltak for både å utnytte strategi, struktur og markedsforhold, som kan øke aksjonærverdier. Konsernet har klare retningslinjer når det gjelder kompetanseutvikling, særlig innen ledelse, som potensielt kan skape verdier gjennom økt utnyttelse av synergier. For å møte utfordrende markedsforhold har Orkla iverksatt en rekke effektiviserings- og kostnadsbesparingsprogrammer. Orkla utnytter et internt marked, både når det gjelder kapitalallokering og intern handel mellom enhetene. På den andre siden forventer vi at agentproblemer vil redusere aksjonærverdier, samt at selskapet har mistet noe av robustheten mot konjunktursvingninger på grunn av mer korrelerte kontantstrømmer.

Resultatene av analysen hvor vi sammenlignet utviklingen av den reelle Equity Q-raten for Orkla strukturert som konglomerat med en Equity Q-rate i tilfeller hvor Orkla er splittet opp i spesialiserte selskaper, var en fallende trend for Orklas konglomeratrabatt i 2009-2012. Dette passer bra med selskapets formidling om en mer fokusert strategi, og indikerer dermed at Orkla skaper større aksjonærverdier ved å fokusere på få kjerneområder. Resultatet viser lenge en positiv aksjonærverdieffekt, men det uventede hoppet i rabatten i 2013 gjør det likevel vanskelig å konkludere.

I den andre metoden sammenlignet vi Equity Q for Orkla som helhet på forskjellige tidspunkter. Resultatene viser en økende Equity Q over perioden. Dette resultatet underbygger at det skapes aksjonærverdier ved mindre grad av urelatert diversifisering, siden Orklas verdier i forhold til markedsprisen øker i perioden.

I Chop Shop-verdsettelsen av Orkla fant vi en rabatt på 15 % ved sammenligningen av Orklas break up-verdi og markedsverdien 31.12.2013. Resultatet tyder på at Orkla kommer til å skape større aksjonærverdier ved å fokusere mer på kjerneområdene, da verdien av Orkla er estimert til å være i overkant av åtte milliarder kroner lavere enn den samlede verdien av spesialiserte enheter.

Hovedtyngden av resultatene fra analysen av Orkla indikerer at konglomeratstrukturen har en verdireducerende effekt for Orklas aksjonærer. Dette resultatet sammenfaller også godt med den generelle holdningen innen forskningsområdet.

Likevel er det en del momenter som gjør det vanskelig å konkludere. Det uventede hoppet i rabatten i 2013 følger ikke trenden til de andre resultatene, og er dermed motsigende. Dette kan være en konsekvens av at strategiendringen ikke resulterte i samsvar med markedets forventninger i 2013. Likevel har Orkla allerede rapportert sterkere tall for første kvartal i 2014, som kan tyde på at 2013 var et unntak fra regelen. Vi anser også tidsperioden analysen strekker seg over til å være for kort. Orkla beveger seg sakte men sikkert mot en relatert selskapsportefølje, og hele effekten av endringen har nok enda ikke utspilt seg.

Det er også vanskelig å konkludere hvor mye av rabattutviklingen som direkte skyldes diversifiseringssynergiene, og ikke andre forhold i perioden. Vekstutsiktene var ansett som bedre i enkelte markeder, og rammevilkårene i perioden kan ha gjort det mer attraktivt å investere i disse. Skepsisen av resultatene forsterkes også ved at nyere forskning kommer frem til motsigende resultater under andre markedsforhold. Blant annet har studier av fremvoksende markeder vist en signifikant premie på konglomerater.

Det siste momentet som skaper usikkerhet rundt konklusjonen er mangelen på tilgang til industrier som er spesifikke nok til å være perfekt sammenlignbare med Orklas segmenter. Dette er den mest utbredte kritikken av tidligere resultater fremmet av nyere studier innen forskningsområdet.

Litteraturliste

- Agrawal, A. J., & Mandelker, G. (1992). The post-merger performance of acquiring firm: a re-examination of an anomaly. *The Journal of finance*, vol 47, issue 4.
- Amihud, Y., & Baruch, L. (1981). Riski Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *Bell Journal of Economics* .
- Bain, J. S. (1941). The Profit Rate as a Measure of Monopoly Power. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.55, No.2.
- Berger, P., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37.
- Bhagat, S., Shleifer, A., & Vishny, R. (1990). Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization. *Brookings Papers: Microeconomics*.
- Bhide, A. (1990). Reverting Corporate Diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 70-81.
- Boye, K. (2004). Konglomeratrabatter. *Praktisk økonomi & finans - 1 / 2004*.
- Buzzell, R., Gale, B., & Sultan, R. (1975). Market Share - a key to profitability. *Harvard Business Review - Jan* .
- Campa, J., & Kedia, S. (2002). Explaining the Diversification Discount. *The Journal of Finance*, vol 57, issue 4.
- Cappelen Dam. (2009). *Markedsføring og ledelse*. Hentet Juni 2014 fra Kapittel 6 Merkevarebygging:
<http://markedsforingogledelse2.cappelendamm.no/c342412/sammendrag/vis.html?tid=342496>
- Chandler, A. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. Washington D.C: Beard Books - Reprint 2003.
- Cheung, Y., & NG, L. (1992). Stock Price Dynamics and Firm Size: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*. Vol. 47, Issue 5.

-
- Chevalier, J. (2004). What do we know about cross-subsidization? evidence from merging firms. *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*.
- Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 386-405.
- Daley, L., Mehrotra, V., & Sivakumar, R. (1997). Corporate focus and value creation evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 45.
- Davis, G., Diekmann, K., & Tinsley, C. (1994). The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: The Deinstitutionalization of an Organizational Form. *American Sociological Review*, 547-570.
- Davis, R., & Duhaime, I. (1992). Diversification, vertical integration, and industry analysis; New perspectives and measurement. *Strategic Management Journal*, Vol.13, Issue 7.
- DeMarzo, M., & Berk, J. (2011). *Corporate Finance, 2nd edition*. Pearson Education.
- Desai, H., & Jain, P. (1999). Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 54.
- DNB Markets. (2014). *Orkla - BCG trending in the right direction*.
- Dunn, K., & Nathan, S. (1990). Analyst Industry Diversification and Earnings Forecast. *The journal of Investing Summer*.
- Edwards, C. (1955). Conglomerate Bigness as a source of power. I *Business Concentration and Price Policy* (ss. 331-359). Princeton University Press.
- Evans, W., & Kessides, L. (1994). Living by the golden rule: Multimarket contact in the U.S. Airline industry. *Quarterly Journal of Economics*, 341-366.
- Fligstein, N. (1985, June). The Spread of the Multidivisional Form Among Large Firms, 1919-1979. *American Sociological Review*, Vol. 48, No.2., ss. 337-391.
- Fluck, Z., & Lynch, A. (1996). Why do Firms Merge and Divest: A Theory of Financial Synergy. *Unpublished working paper, New York University*.
- Gomes, J., & Livdan, D. (2004). Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence. *American Finance Association*, 507-535.

- Gordon, J. (1991). Corporations, Markets and Courts. *Columbia Law Review*, 1931-88.
- Graham, J., Lemmon, M., & Wolf, J. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value? *The journal of finance*. vol LVII, no. 2.
- Hadlock, C., Ryngaert, M., & Thomas, S. (2001). Corporate Structure and Equity Offerings: Are There Benefits to Diversification? *The Journal of Business*, Vol.74, No.4.
- Handler, M. (1963). Emerging antitrust issues: Reciprocity, diversification and joint ventures. *Virginia Law Review*.
- Heggestad, A., & Rhoades, S. (1978). Multi-market interdependence and local market competition in banking. *The Review of Economics and Statistics*, 523-532.
- Hope, O. (2011, Mars 9). *Ledelse av endring - nyere perspektiver*. (O. Hope, Artist) NHH, Bergen.
- Hyland, D. (2002). Why Firms Diversify: An Empirical Examination. *Financial Management*, Spring 2002.
- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser?* Oslo: Høyskoleforlaget.
- Jacobson, R., & Aaker, D. (1985). Is market share all that it's cracked up to be. *Journal of Marketing*, Vol.49, Issue 4.
- Jacoby, N. H. (1970). The Conglomerate Corporation. *Financial Analysts Journal*.
- Jensen, M. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover. *American Economic Review*. Vol.76, No.2.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-60.
- Jensen, M., & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentive. *The Journal of Political Economy*, Vol.98, 225-64.
- Karpoff, J. (1987). The Relation between Price Changes and Trading Volume: A survey. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 109-126.

-
- Khanna, T., & Palepu, K. (1999). Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance. *Nber Working Paper Series, February*.
- Kothari, S., & Warner, J. (1997). Measuring long-horizon security price performance. *Journal of financial economics, Vol 43, issue 3*.
- Kotter, J. (2005, Mars). Leading Change: Why Transformation Efforts Fail. *Harvard Business Review*.
- Laeven, L., & Levine, R. (2007). Is there a diversification discount in financial conglomerates. *The journal of financial economics, vol 85, issue 2*.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: evidence from internal capital markets. *Journal of finance, 52, 83-109*.
- Lamont, O., & Polk, C. (2001). The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns. *The Journal of Finance LVI, no.5*.
- Lamont, O., & Polk, C. (2002). Does Diversificatrion destroy value? Evidence from the industry shocks. *Journal of financial economics, Vol 63, issue 1*.
- Lang, L., & Stulz, R. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance. *Chicago Journals*.
- Lebaron, D., & Speidell, L. (1987). Why are the Parts Worth More than the SUM? Chop Shop, a Corporate Valuation Model. *Federal Reserve Bank of Boston. Journal Conference*.
- Lee, K., Peng, M., & Lee, K. (2008). From diversification premium to diversification discount during institutional transitions. *Journal of World Business 43*.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance. Vol.26, issue2*.
- Lichtenberg, F. (1991). The managerial response to regulation of financial reporting for segments of a business enterprise. *Journal of Regulatory Economics, Vol.3, issue 3*.
- Lindenberg, E., & Ross, S. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*.

- Lipton, M., & Steinberger, E. (1988). Takeovers and Freezouts. *New York: Law journal Seminars.*
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2002). Do Conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? *The journal of finance, Vol. 57, Issue 2.*
- Martin, J., & Akin, S. (2003). Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature. *journal of corporate finance.*
- Mathiesen, L. (Artist). (2010, Oktober). *Asymmetrisk informasjon - Videregående Mikro.* NHH, Bergen.
- Mathiesen, L. (2010, September 21). *Spillteori - II.* (L. Mathiesen, Artist) NHH, Bergen.
- Matusaka, J. G. (1993). Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave. *Rand Journal of Economics 24.*
- Matusaka, J. G. (2001). Corporate Diversification, Value Maximization and Organizational Capabilities . *Journal of Business, Vol. 74, no. 3.*
- Meggison, W., Nail, L., & Morgan, A. (2000). Changes in corporate focus, ownership structure and long-run merger returns. *Unpublished manuscript, University of Oklahoma.*
- Melnik, A., & Pollatschek, M. (1973). Debt Capacity, Diversification and Conglomerate Mergers. *The Journal of Finance. Vol.28, Issue 5.*
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review, Vol.48, No.3.*
- Montgomery, C. A. (1994). Corporate Diversification. *Journal of Economic Perspectives 8, no.3, 163-178.*
- Montgomery, C., & Wernerfelt, B. (1988). Tobin's q and the importance of focus in firm performance. *The american economic Review, 78, 246-250.*
- Morck, R. S., & Vishny, R. (1989). Alternative Mechanisms for Corporate Control. *American Economic Review, 842-52.*

-
- Mueller, D. C. (1969). A Theory of Conglomerate Merger. *The Quarterly Journal of Economics*, 643-659.
- Myers, S., & Brealey, R. (2003). *Principles of Corporate Finance, 7th edition*. Mcfraw Hill Higher Education.
- Myers, S., & Shyam-Sunder, L. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*.
- Norsk Industri. (2014). *Konkjunkturrapport*. Norsk Industri.
- Ofek, E., & John, K. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of financial economics*, 37.
- Orkla. (2014). *Årsrapport 2013*.
- Orkla. (2014). *Orkla 1. kvartal 2014*.
- Orkla ASA. (2014). *Om Orkla*. Hentet March 2014 fra Orkla.no: <http://www.orkla.no/Om-Orkla>
- Panzar, J., & Willig, R. (1981). Economies of Scope. *The American Economic Review*.
- Persson, S.-A. (Artist). (2013, March 21). *Markowitz' porteføljemodell, indeks- og faktormodeller*. Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Porter, M. (1987). From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review* 65, 43-59.
- Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). The Cost of Diversity: The diversification Discount and inefficient investment. *the journal of finance*, vol. 55, issue 1.
- Rau, R., & Vermaelen, T. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of financial economics*, vol 49, issue 2.
- Roe, M. J. (1993). Takeover Politics. *The Deal Decade*.
- Rumelt, R. P. (1982). Diversification Strategy and Profitability. *Strategic Management Journal*, 359-369.

- Rumelt, R., & Wensley, R. (1981). Market share and business profitability: Testing the stochastic hypothesis. *Managerial Studies Center*.
- Scharfstein, D. (1998). The Dark Side of Internal Capital Markets 2: Evidence from diversified conglomerates. *NBER unpublished manuscript, No. 6352*.
- Scharfstein, D. s., & Stein, J. C. (2000). The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment. *The Journal of Finance, Vol IV, No.6*.
- Schmid, M., & Walter, I. (2009). Do financial conglomerates create or destroy economic value? *Journal of Financial Intermeditation, vol 18, Issue 2*.
- Schoar, A. (2002). Effects of Corporate Diversification on Productivity. *The Journal of Finance, volume 57, issue 6*.
- Servaes, H. (1996). The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave. *Journal of Finance, 54*.
- Servaes, H., & Lins, K. (1999). International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *The Journal of Finance, Vol.54, Issue 6*.
- Shin, H.-H., & Stulz, R. (1998). Are internal Capital Markets Efficient? *The quarterly Journal of Economics, May*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1991). Takeover in the 60's and the 80'a - Evidence and Implications. *Strategic Management Journal 12, 51-59*.
- Skatteloven. (2014). *Lovdata*. Hentet March 2014 fra Lovdata - Skatteloven: <http://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14>
- Smirlock, M., Gilligan, T., & Marshall, W. (1984). Tobin's q and the Structure-Performance Relationship. *The American Economic Review*.
- Smithers, A., & Wright, S. (2000). *Valuing Wall Street*. New York: Mcgraw-Hill.
- Stein, J. (1997). Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources. *The Journal of Finance, Vol.52, No.1*.

- Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions*. Essex: Prentice Hall.
- Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*. Vol 3, Issue 1, 39-63.
- Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, Vol. 11, Issue 4.
- Villalonga, B. (2004). Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series. *The Journal of Finance*, Vol. 59, Issue 2.
- Villalonga, B. (2004). Does Diversification Cause the "Diversification Discount"? *Financial Management*, Vol. 33, No. 2.
- Weston, J. F., Kwang, C., & Hoag, S. (1990). *Mergers, Restructuring and Corporate Control*. London: Prentice Hall.
- Weston, J., & Mansinghka, S. (1971). Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms. *Thye American Finance Association*.
- Williamson, O. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.

8. Appendiks

Orkla segment	Bloomberg industri	Område
ORKLA Foods	Food Manufacturing	Europa
ORKLA Confectionary and Snacks	Snacks Cereal and Confectionary	Europa
ORKLA International	Food Manufacturing	Globalt
ORKLA Food Ingredients	Food Manufacturing	Europa
ORKLA Home and Personal	Household Products	Europa
SAPA	Aluminium	Globalt
Gränges	Aluminium	Globalt
JOTUN	Specialty Chemicals	Globalt
ORKLA Financial Investments	Investment banking	Globalt
Hydro Power	Power generation	Europa
REC	Solar Energy	Globalt
Elkem	Solar Energy	Globalt
Borregaard	Specialty chemicals, Basic and	Globalt
Fornebu Utvikling	Homebuilding	Globalt

Figur 7: Segmentinndeling av Orkla i Bloomberg