

FUSJONER OG OPPKJØP: DRIVKREFTER OG VIRKNINGER^Y

Lars Sørgard
Institutt for samfunnsøkonomi, Norges Handelshøyskole
Helleveien 30, 5045 Bergen
epost: lars.sorgard@nhh.no

Sammendrag:

Formålet med dette notatet er å gi en oversikt over eksisterende økonomisk litteratur om fusjoner og oppkjøp. I kapittel 1 foretas det en prinsipiell drøfting av bedriftenes motiver for å iverksette fusjoner og oppkjøp, og det refereres til empiriske studier som har prøvd å avdekke effektene av fusjoner og oppkjøp. I kapittel 2 drøftes de samfunnsøkonomiske konsekvensene av fusjoner og oppkjøp, med særlig vekt på hvordan det faktum at nasjonale markeder blir mer og mer integrert med internasjonal økonomi bør påvirke vårt syn på hvorvidt fusjoner og oppkjøp er ønskelige sett fra samfunnets side. Til slutt oppsummeres drøftingen, og noen av de argumentene som har vært benyttet for å tillate fusjoner og oppkjøp i næringer som er truet av konkurranse fra utenlandske bedrifter blir kommentert.

^YEn takk til Lars Mathiesen for nyttige diskusjoner, Kjetil Bjorvatn, Lasse Ekeberg, Christine B. Meyer, Bent Sofus Tranøy og Øyvind Østerud for kommentarer til et tidligere utkast, og til Department of Economics, University of California – Santa Barbara for flotte arbeidsforhold under arbeidet med dette notatet.

INNHALDSFORTEGNELSE

1. INNLEDNING	2
2. BEDRIFTSØKONOMISKE DRIVKREFTER	5
2.1 LEDELSESMOTIVERT?	5
2.1.1 Lederstyrte bedriftsintervju	5
2.1.2 Markedet for selskapskontroll	7
2.2 PROFITTMOTIVERT?	8
2.2.1 Reduserte kostnader	8
2.2.2 Økte inntekter	11
2.3 IRRASJONELLE MOTIVER?	14
2.4 HVA SIER EMPIRIEN?	17
2.4.1 Er bedriftsintervju lønnsomme?	17
2.4.2 Kostnadsreduksjoner?	20
2.4.3 Prisøkninger?	22
2.5 EN FORELØPIG OPPSUMMERING	24
3. SAMFUNNSØKONOMISKE VIRKNINGER	27
3.1 DEN TRADISJONELLE AVVEININGEN	27
3.2 NASJONALE INTERESSER	32
4. NOEN AVSLUTTENDE MERKNADER	39
REFERANSER	43

1. INNLEDNING

Fusjoner og oppkjøp, ofte kalt bedriftserverv, har fått stor oppmerksomhet i den politiske debatten i det siste. To eksempler skulle være nok til å illustrere det: Den foreslåtte fusjonen mellom *Telia* og *Telenor*, og *MeritaNorbankens* forsøk på oppkjøp av *Kreditkassen*. Ved en nærmere undersøkelse viser det seg at dette kun er toppen av isfjellet. Det finnes ingen fullstendig oversikt, men Konkurransetilsynet har registrert 4000 fusjoner og oppkjøp i Norge i perioden 1988-97.¹

Det store omfanget av fusjoner og oppkjøp fører tilsynelatende til økt maktkonsentrasjon, da et mindre antall aktører får større kontroll over enkeltmarkeder og i visse tilfeller økt kontroll på tvers av enkeltmarkeder. Fra et samfunnsøkonomisk perspektiv er det grunn til å frykte at en slik utvikling vil kunne ha uheldige effekter på utnyttelsen av samfunnets ressurser, ikke minst som følge av at økt maktkonsentrasjon kan føre til at bedriftene skruer opp sine priser. Frykten for høyere priser har vært en viktig grunn til at de fleste industrialiserte land har lovfestet retten til å kunne gripe inn mot fusjoner og oppkjøp.²

I løpet av de siste 20 årene har vi opplevd at norsk økonomi, parallelt med en rekke andre nasjonale økonomier, har blitt tettere integrert i internasjonal økonomi. Dette har uten tvil satt sitt preg på debatten om vi som nasjon er tjent med fusjoner og oppkjøp. De to sakene som er nevnt innledningsvis kan langt på vei illustrere de nye argumentene som nå blir fremmet i den mer åpne økonomien. I den foreslåtte fusjonen mellom *Telenor* og *Telia* var et sentralt argument fra de to bedriftene's side for å fusjonere at de samlet kunne stå sterkere i konkurransen internasjonalt innen markedet for telekommunikasjon. Da *MeritaNorBanken* la inn bud på *Kreditkassen* ble det hevdet at et utenlandsk oppkjøp av en norsk bedrift kunne være uheldig fra et nasjonalt perspektiv, for eksempel fordi det kunne føre til flytting av hovedkontoret ut av landet og tap av norske arbeidsplasser. Det ble også stilt spørsmålsteget ved hvorvidt budet som *MeritaNorBanken* fremmet var for lavt sammenlignet med hva

¹Dette er tall som er basert på oppslag i pressen, informasjon fra Næringsdepartementet og andre kilder, og vil således ikke kunne fange opp samtlige fusjoner og oppkjøp. Tall fra Industristatistikken i Statistisk Sentralbyrå viser at blant disse næringene var det i perioden 1976-80 knapt 100 eierskifter årlig, mens det i perioden 1981-92 var 250-450 eierskifter årlig (se figur 3 i Kringstad, 1997).

²Det finnes selvsagt også andre argumenter enn hensynet til ressursutnyttelsen for å gripe inn mot fusjoner og oppkjøp. Bakgrunnen for Romatraktatens formuleringer angående bedrifters dominans var for eksempel frykten for stor maktkonsentrasjon som sådan og dermed stor makt til enkeltindivider. Senere ble også ønsket om en tettere integrasjon av de nasjonale økonomiene en målsetting som hadde

Kreditkassen faktisk var verdt, og dermed om en utenlandsk bedrift kunne kjøpe en norsk bedrift på 'billigsalg'. På et tidspunkt fremmet Den Norske Bank et forslag om at i stedet for et slikt utenlandsk oppkjøp kunne Kreditkassen og Den Norske Bank fusjonere. Dermed kunne en sikre en sterk norsk finansenhhet i en stadig mer internajonal finanssektor.

To tilsynelatende implikasjoner av dette er at nasjonale myndigheter bør nå, i en mer åpen økonomi, være (i) kritisk til utenlandske bedrifiers oppkjøp av innenlandske bedrifter og (ii) mer positiv innstilt til fusjoner mellom norske bedrifter. Selv om en selvsagt kan finne eksempler der dette er riktig, vil jeg vil imidlertid hevde at slike konklusjoner er i mange tilfeller feilaktige. Jeg vil tvert i mot hevde at i en rekke tilfeller vil det være mer gunstig å tillate at utenlandske bedrifter kjøper opp norske bedrifter enn at norske bedrifter slår seg sammen. Dessuten vil jeg og hevde at det faktum at norsk økonomi er en åpen økonomi kan være et argument *mot* å tillate fusjoner mellom to innenlandske bedrifter. I dette notatet vil jeg begrunne hvorfor jeg ender opp med slike konklusjoner som tilsynelatende er i strid med en utbredt oppfatning.

Etter min mening bør enhver analyse av de samfunnsmessige konsekvensene av fusjoner og oppkjøp starte med en diskusjon av hva som er *drivkreftene* bak slike beslutninger. Kan det for eksempel tenkes at i en del situasjoner er det svært begrensede muligheter for at bedriftene som følge av fusjon kan påvirke prisen? I så fall vil en forvente at fusjoner og oppkjøp kan være motivert av andre hensyn, for eksempel ønsket om å realisere kostnadsgevinster. Når en har innsikt i hva som kan være viktige motiver for fusjoner og oppkjøp, kan en på et bedre grunnlag si noe om hva som er *virkningene* av fusjoner og oppkjøp for nasjonen som helhet. Slik jeg ser det vil det faktum at norsk økonomi er blitt en mer åpen økonomi ikke være noe genuint argument for å forandre på selve strukturen i analysen, fra å avdekke drivkrefter til å drøfte virkninger. Det fundamentalt nye i en åpen økonomi er at det er en asymmetri mellom utenlandske og innenlandske aktørers betydning, der en fra et nasjonalt perspektiv primært er opptatt av de innenlandske aktørenes ve og vel. De ovenfor nevnte nye argumentene som har sin bakgrunn i den økte åpenheten i norsk økonomi vil derfor bli flettet inn i selve analysen der det er mest hensiktsmessig, og

betydning for utformingen av EU sin konkurransepolitikk, herunder politikk overfor fusjoner og oppkjøp.

da primært i forlengelsen av den tradisjonelle samfunnsøkonomiske analysen av virkninger av fusjoner og oppkjøp.

Selve organiseringen av notatet følger naturlig ut fra det som er sagt over. I kapittel 2 drøfter jeg hva som er drivkreftene bak fusjoner og oppkjøp. Er det ledere i store, lederstyrte bedrifter som ønsker mer makt og dermed går i bresjen for å få gjennomført fusjoner og oppkjøp? Kan motivet for oppkjøp være at en ser potensialet for å overta selskapet, avsette ledelsen og innsette en ny ledelse som forbedrer driften og dermed øker inntjeningen for selskapet? Hva med ønsket om å øke prisene eller senke kostnadene, kan det være hovedmotivet? Eller kan det rett og slett være irrasjonelle motiver for slike beslutninger, for eksempel at alle gjør det fordi alle andre gjør det? I kapittel 3 drøfter jeg hva virkningene er av fusjoner og oppkjøp. Kan det tenkes at forbrukerne taper og bedriftene vinner? I så fall, hvordan skal en vurdere avveiningen mellom de to gruppene og når er det grunn til å forvente at samfunnet som helhet kommer dårligere ut som følge av et bedriftserverv? Hva med nasjonale interesser, og argumenter av typen at vi som nasjon ønsker 'slagkraftige enheter'? I kapittel 4 samler jeg trådene fra de foregående kapitlene, og kommer tilbake til de nye argumentene for en åpen økonomi som er kortfattet nevnt her i innledningen

Jeg begrenser drøftingen til å omfatte eksisterende økonomisk litteratur på dette feltet. Det vil innebære at noen aspekter som kan være relevante for vårt syn på ønskeligheten av bedriftserverv ikke vil bli drøftet. Det gjelder for eksempel maktaspektet som sådan, og dermed spørsmålet om bedriftserverv kan være problematisk fra et demokratisk perspektiv. Ved å begrense drøftingen til en økonomiske tilnærming vil dessuten en grunnleggende premiss for de fleste av de modeller som presenteres være at aktørene opptrer rasjonelt. Men, som en vil se, i forklaringen av det fenomen at det faktisk forekommer et betydelig antall ulønnsomme bedriftserverv vil jeg og trekke inn andre forklaringsmodeller, der aktørene enten opptrer ut fra en mer mekanisk handlingsregel eller foretar systematiske feilbeslutninger.

2. BEDRIFTSØKONOMISKE DRIVKREFTER

I dette kapittelet er jeg primært opptatt av å forklare *hvorfor* bedrifter gjennomfører fusjoner og oppkjøp.³ Jeg skiller mellom to ulike teoriretninger for motivet for bedriftsserverv. Den ene teoriretningen tar utgangspunkt i det faktum at *lederne* av en bedrift har stor mulighet til å påvirke en bedrifts adferd. Dette innebærer at de selv kan iverksette bedriftsserverv, eller utløse slike handlinger fra andre aktører. Den andre teoriretningen ser bort fra slike hensyn og fokuserer på *aksjonærenes* interesser. Bedriftsserverv kan i den sammenheng forstås utfra at det enten fører til at inntektene øker eller at kostnadene reduseres. Jeg foretar også en drøfting av motivene for hvorfor bedrifter gjennomfører fusjoner og oppkjøp som er ulønnsomme, herunder drøfter om beslutningene er irrasjonelle. Dernest gjengir jeg en del resultater fra studier av bedriftsserverv for å kunne avdekke hvilke av de nevnte teorier som best beskriver hva som faktisk er motivene for bedriftsserverv. Til slutt foretar jeg en foreløpig oppsummering.

2.1 LEDELSESMOTIVERT?

I en rekke bedrifter, og da særlig store bedrifter, vil ledelsen ha bedre innsikt i en del forhold ved bedriften enn det selskapets eiere, aksjonærene, har. Dette gir opphav til to vidt forskjellige motiver for fusjoner og oppkjøp. For det første vil eksistensen av lederstyrte bedrifter i seg selv kunne forklare en del leder-initierte fusjoner. Dette forklarer jeg nærmere i avsnitt 2.1.1. For det andre kan eksistensen av lederstyrte bedrifter lede til et marked for selskapskontroll, der dårlig ledede bedrifter blir kjøpt opp og ledelsen avsatt. Dette drøfter jeg nærmere i avsnitt 2.1.2.

2.1.1 Lederstyrte fusjoner og oppkjøp

La oss betrakte en bedrift der ledelsen har bedre innsikt i en del forhold vedrørende bedriften enn det eierne har. I de bedrifter hvor det er tilfellet vil ledelsen ha en viss frihetsgrad til å handle slik den selv ønsker. Så lenge ledelsens ønsker er i overensstemmelse med eiernes ønsker, så er det ikke noe problem. Men slik vil det

³Stennek (1998) gir en ny og omfattende oversikt over mye av litteraturen på dette feltet.

ikke nødvendigvis alltid være. Da oppstår det en interessekonflikt mellom eierne og lederen.⁴ Tenk deg for eksempel en leder som synes det er mer utfordrende å lede en stor bedrift enn en liten bedrift. Han vil dermed ha et genuint ønske om at bedriften skal ekspandere. Samtidig vil han gjerne også være opptatt av at bedriften tjener penger. Følgelig vil hans ønsker være slik at han foretar en avveining mellom profitt og størrelse på bedriften. Ofte vil det være slik at selskapets aksjonærer vil utelukkende være opptatt av profitt. Hvis de kan tjene mer på å ha eierandeler i andre selskaper, vil de ønske å selge seg ut av det aktuelle selskapet.

Ut fra lederens synspunkt er det grunn til å tro at han vil ønske en større bedrift enn den som vil føre til størst mulig overskudd for bedriften og dermed for eierne. Gitt at lederen har en viss handlefrihet, vil han kunne foreta beslutninger som leder bedriften i den retning. Fusjoner og oppkjøp er mulige virkemidler for å oppnå en større bedrift.⁵ Lederes ønske om å lede større bedrifter kan følgelig være et mulig motiv for noen av de fusjoner og oppkjøp vi observerer. Men slike motiver kan være vanskelig å avdekke, da lederne av naturlige grunner neppe vil benytte en slik begrunnelse for å iverksette en fusjon eller et oppkjøp.

En viss handlefrihet for ledere vil ikke nødvendigvis føre til at bedriften ekspanderer. Det kan tenkes at lederens handlefrihet slår ut på andre måter. For eksempel kan det tenkes at lederen ikke jobber så hardt som han ville gjort dersom eierne hadde hatt full oversikt over hans beslutninger.⁶ I så fall vil det innebære at lederen tar ut noe av sin handlefrihet i form av for eksempel mindre hardt arbeidspress. Alternativt kan det tenkes at lederen tar ut sin handlefrihet i form av fine lokaler, avansert utstyr og andre frynsegoder som kommer ham selv og hans ansatte til gode (kalt *gold plating*). Selv om hans utnyttelse av sin egen handlefrihet dermed ikke nødvendigvis gir seg utslag i størrelsen på bedriften, så vil resultatet med hensyn til profitt for eierne være det samme: profitten blir lavere enn hva den maksimalt kunne blitt.

⁴Jensen og Meckling (1976) var blant de første som gjennomførte en detaljert prinsipiell studie av den potensielle konflikten mellom ledere og eiere, de problemer det kunne medføre og hvordan blant annet eierform påvirket omfanget av problemet.

⁵Mueller (1989) argumenterer med at ledelsen kan ha ønske om å føre en vekstpolitikk, og en av begrunnelsene kan være at sannsynligheten for at et selskap blir kjøpt opp er mindre dersom det er et stort enn dersom det er et lite selskap. Et oppkjøp vil, som jeg forklarer i neste avsnitt, kunne innebære at ledelsen blir avsatt.

⁶Dette fenomenet er karakterisert som '*X-efficiency*' i litteraturen, og ble første gang introdusert i Leibenstein (1966).

2.1.2 Markedet for selskapskontroll

I det foregående avsnittet har jeg argumentert for at lederen kan benytte sin handlefrihet til å opptre på en måte som ikke maksimerer profitten. Men hvis vi tenker nærmere etter, er det grunn til å tro at dette kan være noe stort problem? Eierne, det vil ved aksjeselskap si aksjonærene, vil i prinsippet ha kontrollen over selskapet. De utnevner styret for bedriften, og kan dermed gjennom de beslutninger som tas i styret utøve kontroll over selskapets ledelse. De kan for eksempel innføre lønssystemer som oppmuntrer lederne til å opptre slik at selskapets profitt maksimeres. Hvis det viser seg at ledelsen er udyktig, vil styret kunne avsette ledelsen.

Men vil vi kunne forvente at styret utfører den jobb aksjonærene har bedt dem gjøre? Ofte vil vi kunne oppleve at bedriftens ledelse nærmest 'dyrker' styret, eller rettere sagt styremedlemmene. Ledelsen ønsker på den måten å gjøre det vanskelig for styremedlemmene objektivt å bedømme kvaliteten på bedriftsledelsen. Dessuten vil vi og ofte oppleve at enkelte styremedlemmer ikke er aksjonærer i selskapet og derfor ikke i samme grad som eierne har interesse av å maksimere selskapets markedsverdi.⁷

I de tilfeller at styret ikke fullt ut er i stand til å gripe inn mot en ledelse som ikke opptrer i tråd med eiernes interesser, er det et potensiale for at andre kan komme inn og forbedre bedriftens inntjening. Det er i slike situasjoner *markedet for selskapskontroll* kan spille en potensielt viktig rolle.⁸ Uavhengige aktører kan observere at det er et potensiale for økt inntjening for en bedrift, og at det potensialet kun kan utnyttes dersom bedriften får en ny og mer dyktig bedriftsledelse. De uavhengige aktørene kan overta kontrollen over det aktuelle selskapet ved enten fusjon eller aksjeoppkjøp. Sett i et slikt perspektiv er muligheten for fusjon og oppkjøp en viktig mekanisme for å sikre at lederne opptrer i samsvar med eiernes interesser. Lederne vet at hvis de ikke gjør en tilfredsstillende jobb, er det fare for at kontrollen over selskapet kan bli overført til nye eiere som har til hensikt å avsette den eksisterende ledelsen. Trusselen om fusjoner og oppkjøp, og i visse tilfeller den faktiske gjennomføringen av fusjoner og oppkjøp, kan dermed bidra til å sikre at selskapene er veldrevne.

⁷Eckbo (1998) argumenterer for at dette kan være tilfelle. Greve (1996) viser at det er en positiv sammenheng mellom ledernes innflytelse over styrets valg og aktiviteter og hvor lenge lederne blir sittende i bedriftene. Dette er i tråd med hypotesen om at styret kan være lite egnet til å avsette dårlige ledere.

Selv om ledelsen i et selskap er oppmerksom på faren for oppkjøp, vil ikke det nødvendigvis alltid lede til at det aktuelle selskap ledes bedre. Alternativt kan ledelsen iverksette tiltak som gjør det vanskeligere for utenforstående å kjøpe opp selskapet. I litteraturen er det pekt på en rekke mer eller mindre sofistikerte metoder som lederne kan benytte for å forhindre oppkjøp.⁹ De kan for eksempel få styret med på en innføring av såkalte supermajoritetsregler, der det kreves 2/3 og i visse tilfeller 90% aksept av aksjonærene for at et oppkjøp skal kunne vedtas. En annen metode er å innføre en såkalt giftpille (*poison pill*), der reglene utformes slik at det er gunstig for de eksisterende aksjonærene å kjøpe ytterligere aksjer i selskapet og tilsvarende vanskelig for andre, nye aksjonærer å kjøpe en betydelig aksjepost. Eksistensen av slike mottiltka vil selvsagt svekke muligheten for at markedet for selskapskontroll fungerer etter hensikten, og gi lederne større handlefrihet.

2.2 PROFITTMOTIVERT?

La oss nå se helt bort fra de potensielle problemene forbundet med lederstyrte bedrifter, og fokusere mer på andre mulige motiver for fusjoner og oppkjøp. Det er da åpenbart at fusjoner og oppkjøp kan være profittmotivert: bedriftene gjennomfører slike tiltak for å øke selskapets inntjening og dermed skape økt verdi for aksjonærene. Det er i prinsippet to kilder til gevinst for aksjonærene forbundet med bedriftsserverv. Økt profitt kan skyldes at bedriftsservervet fører til *lavere kostnader*, *høyere inntekter*, eller begge deler.

2.2.1 Reduserte kostnader

Mange fusjoner og oppkjøp begrunnes med at de vil føre til kostnadsbesparelser. Eventuelle kostnadsbesparelser kan ta ulike former. Et viktig skille er mellom reduksjon i *faste* og reduksjon i *variable* kostnader.

En fusjonert bedrift kan unngå unødig duplisering av faste kostnader og kan på den måten oppnå lavere enhetskostnader enn tilfellet var for hver av de to bedriftene før en eventuell fusjon. Hvis det er tilfellet, innebærer det at det eksisterer

⁹Manne (1965), Fama (1980), Fama og Jensen (1983) og Shleifer og Vishny (1988) er alle eksempler på analyser som konkluderer med at markedet for selskapskontroll kan bidra til å disiplinere lederne.

stordriftsfordeler. Ett eksempel er administrasjonskostnader. Den fusjonerte bedriften kan ha en administrasjon, og hvis den er mindre enn summen av de to bedriftenes administrasjon før fusjon så har fusjonen ført til redusert duplisering og dermed lavere enhetskostnader. Tilsvarende kan det tenkes at den fusjonerte bedriften kan tjene på å ha all produksjon i ett anlegg, i stedet for at produksjonen spres ut over to anlegg som tilfellet er før fusjonen. Videre kan det være gevinster forbundet med å produsere flere produkter sammen. Dette er kalt *breddefordeler*. Teknologien som benyttes for å produsere ett produkt, kan og anvendes til produksjon av et annet produkt. I så fall kan en bedrift produsere to ulike produkter til lavere kostnader enn hva tilfellet er dersom hvert av de to produktene produseres av to uavhengige bedrifter.

En fusjon kan alternativt føre til at de variable kostnadene reduseres, enten internt i bedriften eller ved at underleverandørene tvinges til å senke sine priser.¹⁰ Merk at det er en vesensforskjell på en reduksjon i variable og en reduksjon i faste kostnader. Prissettingen vil typisk være påvirket av en bedrifts variable kostnader. Følgelig vil lavere variable kostnader, alt annet likt, kunne innebære lavere priser etter en fusjon. En reduksjon i faste kostnader, derimot, vil i seg selv ikke forventes å påvirke prisen. For forbrukerne er effekten på prisen av avgjørende betydning, og vi kommer tilbake til dette i det neste kapittelet.

En fusjon vil kunne endre konkurransesituasjonen i produktmarkedet og derigjennom påvirke kostnadene. Det viser seg imidlertid at det er vanskelig å si med sikkerhet hvordan en slik mekanisme skulle virke. En skulle intuitivt forvente at hard konkurranse skulle gi kun begrenset mulighet til slakk i organisasjonen og dermed at mindre hard konkurranse kan føre til høyere kostnader. I tråd med dette skulle en forvente at en fusjon ville føre til mindre hard konkurranse og dermed høyere kostnader. Men ut fra teoretiske betraktninger er sammenhengen mellom konkurranse og slakk i organisasjonen tvetydig.¹¹

⁹Se Gretland og Stray Ryssdal (1998) for en oversikt over ulike motstandsstrategier. De skiller mellom motstandsstrategier før og etter annonsering av oppkjøp.

¹⁰En reduksjon i variable kostnader kan skje ved at den fusjonerte bedriften pådrar seg en fast kostnad, for eksempel investerer i utstyr som automatiserer produksjonen, og dermed senker kostnaden for den siste produserte enheten. En annen mulighet er at den fusjonerte bedriften i kraft av sin størrelse oppnår en sterkere forhandlingsposisjon overfor sine underleverandører. På den måten vil den fusjonerte bedriften kunne forhandle seg fram til en lavere pris per enhet den kjøper inn, for eksempel av råvarer som benyttes i produksjonsprosessen.

¹¹For en nærmere beskrivelse av de mange mulige sammenhenger mellom konkurranse og effektivitet, se Nilssen (1992) og Stennek (1998).

I mange tilfeller er det slik at bedrifter konkurrerer langs andre dimensjoner enn pris. For eksempel er det slik at reklame eller forskning og utvikling (FoU) er handlinger bedriftene foretar for å kunne kapre markedsandeler. Spørsmålet er da hvordan en fusjon vil påvirke konkurransen langs slike dimensjoner og dermed påvirke kostnadene forbundet med reklame og FoU. Den teoretiske litteraturen er lite utviklet på dette feltet. Det kan imidlertid synes som om det er av stor betydning hvordan fusjonen påvirker prisene og derigjennom investering i, for eksempel, reklame.¹² Hvis fusjonen har en betydelig prisøkende effekt, vil fusjonen innebære at gevinsten med å kapre en ekstra kunde er betydelig større enn før fusjonen. Dette vil i seg selv bidra til å forsterke kampen om markedsandeler, og dermed forsterke den enkelte bedrifts investering i reklame eller FoU. Sett i et slikt perspektiv kan fusjon være *kostnadsdrivende*. På den annen side, hvis fusjonen har kun en ubetydelig effekt på prisene, kan resultatet være at færre bedrifter leder til mindre hard konkurranse når det gjelder reklame eller FoU. I så fall får vi det motsatte, nemlig at fusjonen demper konkurransen og derigjennom leder til en reduksjon i kostnadene.

En fusjon kan også påvirke lønnsnivået og derigjennom bedriftens kostnader. Igjen er det lite teoretisk kunnskap om hvordan sammenhengene kan forventes å være. Men det kan synes som om selve strukturen i arbeidsmarkedet er helt avgjørende for hvordan en fusjon vil påvirke lønningene.¹³ Hvis fagforeningene er bedriftsspesifikke, vil en fusjon mellom to bedrifter føre til at også fagforeningene fusjonerer. Dermed blir det mindre konkurranse mellom fagforeningene, og det kan i seg selv bidra til høyere lønn som følge av fusjon. Hvis derimot fagforeningene er spesifikke for hvert produksjonsanlegg, vil derimot en fusjon kunne intensivere konkurransen mellom fagforeningene. Da kan det tenkes at en fusjon fører til at lønnen reduseres. En fagforening for hvert produksjonsanlegg høres umiddelbart litt spesielt ut og lite relevant for Norge. Men derimot kan det synes som en mer dekkende beskrivelse for det som kan skje dersom en innenlandsk og en utenlandsk bedrift fusjonerer. I det tilfellet er det lett å forestille seg at fagforeningen for hver av

¹²Symeonidis (2000) illustrerer hvordan graden av priskonkurransen påvirker konkurransen langs andre dimensjoner. Han finner at priskonkurranse kan bidra til å dempe konkurransen langs andre dimensjoner, for eksempel FoU og reklame. Barros og Sørgard (2000) ser mer direkte på effektene av en fusjon i et marked hvor reklame er en sentral handlingsvariabel. De finner at en fusjon vil dempe reklamekonkurransen dersom det er lite hard priskonkurranse i utgangspunktet, mens det omvendte er tilfelle dersom priskonkurransen er tilstrekkelig hard i utgangspunktet.

¹³Argumentene som her følger bygger på Lommerud, Straume og Sørgard (2000).

de to opprinnelige bedriftene vil konkurrere om å få flyttet aktivitet til sitt land. Resultatet er altså i så fall at en fusjon fører til lavere lønn.

2.2.2 Økte inntekter

For å kunne si noe om hvordan en fusjon kan øke inntektene, er det nødvendig å spesifisere hvilken type bedriftsserverv vi betrakter. Det kan skilles mellom *horisontale*, *vertikale* og *konglomerate* bedriftsserverv. Sistnevnte formen for bedriftsserverv er mellom bedrifter som er aktive i urelaterte markeder. I det tilfellet er det liten grunn til å forvente at selve konkurransegraden i markedet påvirkes og dermed er det liten grunn til å forvente at et slikt bedriftsserverv av den grunn vil påvirke inntekten til de bedriftene som deltar i bedriftsservervet.¹⁴

Vertikale bedriftsserverv innebærer at bedrifter på ulike ledd i produksjonsprosessen slår seg sammen, for eksempel en produsent og en detaljist. I et slikt tilfelle kan utnyttelse av markedsrett overraskende nok gi seg utslag i lavere, ikke høyere, pris i sluttmarkedet. Grunnen er at et vertikalt bedriftsserverv, for eksempel en produsents oppkjøp av en detaljist, vil innebære at den nye bedriften koordinerer sin prissetting internt i distribusjonskanalen. Den vil av den grunn kun sette pris en gang, mens det før oppkjøpet var slik at både produsent og detaljist satt prisen og dermed ble det dobbelt prispåslag. Men på den annen side vil en vertikal fusjon kunne føre til at konkurrenter, for eksempel konkurrenter på produsentleddet, vil kunne bli utestengt. I så fall vil vertikal fusjon føre til mindre konkurranse og dermed høyere priser. Den eksisterende litteraturen om vertikale fusjoner, eller retttere sagt om vertikale relasjoner, gir dessverre få entydige teoretiske prediksjoner.¹⁵

La oss nå i fortsettelsen kun betrakte *horisontale* bedriftsserverv. Økt inntekt som følge av et slikt bedriftsserverv kan umiddelbart høres ganske selvsagt ut.

¹⁴Det kan imidlertid tenkes at fusjoner som tilsynelatende kan karakteriseres som konglomerate fusjoner i realiteten har betydning for konkurransen. Gabrielsen (1999) viser at en etablert bedrift kan ha interesse av å kjøpe opp en distribusjonskanal for et urelatert produkt, for på den måten å forhindre en potensiell konkurrent å kjøpe opp den aktuelle distribusjonskanalen. Dermed tvinges den potensielle konkurrenten til å bygge sitt eget distribusjonsapparat, eventuelt til å gi opp sitt etableringsforsøk.

¹⁵Litteraturen viser at alt avhenger av karakteristika i den aktuelle næring og formuleringen av den aktuelle spillsituasjonen, illustrert i for eksempel Hart og Tirole (1990) og Ordober, Saloner og Salop (1990). Ett av problemene er at det ofte er en rekke alternativer til vertikal fusjon; en eksklusivkontrakt, eneforhandleravtale, to-delt tariff. Det gjør det vanskelig å vite med sikkerhet hva som er det naturlige sammenligningsgrunnlaget. Riordan (1998) har imidlertid foreslått en forenklet tilnærming, som har klare paralleller til hvordan vi betrakter horisontalt bedriftsserverv (se under). Se også Hendricks og

Problemet, sett fra bedriftenes side, er at de typisk konkurrerer med hverandre i utgangspunktet. Konkurransen tar ofte form av priskonkurranse. Hver og en bedrift kan finne det individuelt rasjonelt å senke prisen for dermed å kunne kapre markedsandeler fra sine konkurrenter. Når samtlige bedrifter opptrer slik ender de høyst ufrivillig opp i en situasjon der hver av dem setter en lavere pris enn den som ville ført til størst mulig overskudd for bedriftene samlet sett. Et bedriftsserverv kan bidra til å redusere priskonkurranse. Desto færre bedrifter, desto lettere kan det være å koordinere adferden. For eksempel kan det, uten at nødvendigvis noe ulovlig har foregått, tenkes at bedriftene etter en fusjon finner det i sin egeninteresse å opprettholde en fredelig sameksistens med høye priser. Hver og en av dem innser at den eventuelle gevinsten de oppnår på kort sikt ved å stjele markedsandeler fra sine konkurrenter på lang sikt vil kunne mer enn oppveies av den konkurransen de vil utløse ved å ensidig sette ned prisen. I det tilfellet er det ganske opplagt at fusjonen fører til høyere inntekter. Den teoretiske litteraturen har bidratt til å gi innsikt i hvilke karakteristika som gir potensiale for at bedriftene kan lykkes i å opprettholde en fredelig sameksistens og dermed i hvilke næringer det er grunn til å frykte at bedriftsserverv fører til en overgang fra konkurranse til fredelig sameksistens.¹⁶

Vi har nå argumentert for at et horisontalt bedriftsserverv kan føre til en overgang fra konkurranse til fredelig sameksistens. Alternativt kan det tenkes at bedriftene konkurrerer både før og etter bedriftsservervet. Men selv da vil en forvente at graden av konkurranse blir påvirket. De to bedriftene som fram til da har konkurrert med hverandre, vet at de ikke lenger har behov for å sette ned prisen for å kapre salg fra rivalen. Koordinering av prissettingen for de to fusjonerte bedriftene leder dermed til at den fusjonerte bedriften setter høyere priser enn hva tilfellet ville vært uten fusjon. Da skulle en tilsynelatende forvente at den fusjonerte bedriften hadde høyere inntekt enn tilfellet ville vært for de fusjonerende uten at fusjonen kom i stand. Men det vil ikke nødvendigvis være tilfelle. Grunnen er responsen fra de bedriftene som ikke deltar i fusjonen. Den fusjonerte bedriften selger mindre for på den måten å oppnå en høyere pris. Det åpner muligheten for at de ikke-fusjonerende kan øke sitt salg og dermed delvis erstatte reduksjonen i salg av den fusjonerte. Dette demper prisstigningen som følge av fusjonen. I litteraturen er det vist at i et slikt tilfelle kan

McAfee (2000), som analyserer en vertikal fusjon der det er konsentrasjon både på produsent- og detaljistledet.

reduksjonen i salg mer enn oppveie for økt inntekt på det gjenværende salget som følge av høyere pris. Sluttresultatet er i så fall at fusjonen har ført til redusert inntekt for de fusjonerende bedriftene, til tross for at de har lyktes i å heve prisen.¹⁷

Konklusjonen referert over er overraskende, da en skulle forvente at de fusjonerende bedriftene gjennom å koordinere sin adferd etter en fusjon aldri vil kunne komme dårligere ut. Den står i sterk kontrast til en populær tanke om at bedrifter fusjonerer for å eliminere konkurransen og dermed øke sin inntekt på bekostning av forbrukerne. I litteraturen har det vært pekt på en rekke forhold som kan reversere den overraskende konklusjonen. Kort fortalt vil teknologiske forhold og selve konkurranseformen være av betydning for om en fusjon fører til økt inntekt for de fusjonerende eller ikke.¹⁸ I næringer hvor kapasitet er en viktig beslutningsvariabel for bedriftene og produktene som ulike produsenter selger i markedet er relativt identiske er det størst sjanse for at en fusjon kan føre til lavere inntekt for bedriftene. I slike situasjoner vil en forvente at bedriftsserverv er motivert av andre forhold, og da typisk utsiktene til kostnadsbesparelser.

Utsikter til hardere konkurranse i framtiden kan være et genuint argument for å gjennomføre et bedriftsserverv i dag. En tettere økonomisk integrasjon, slik vi for eksempel har sett ved opprettelsen av EUs indre marked, kan gi grunnlag for en slik forventning om hardere konkurranse i framtiden. Det er vist at når markeder blir tettere integrert, vil samtlige bedrifter i de to markedene kunne forventes å få redusert sin profitt. Grunnen er den forsterkede konkurransen i markedet som følger av at det nå er flere bedrifter som konkurrerer med hverandre. Forsterket konkurranse kan enten ta form av mer aggressiv priskonkurranse, eller det kan skje i form av en hardere kamp om markedsandeler langs andre dimensjoner som reklame og FoU.¹⁹

¹⁶I Sørsgard (1997), kapittel 6, er det drøftet hvilke faktorer som er av betydning for muligheten for å opprettholde en fredelig sameksistens (*collusion*).

¹⁷ Dette ble første gang vist i Salant, Switzer og Reynolds (1983).

¹⁸ Deneckere og Davidson (1985) viser at dersom det forekommer priskonkurranse i stedet for kapasitetskonkurranse, vil en fusjon alltid lede til økte inntekter for de fusjonerende bedriftene. Perry og Porter (1985) viser at dersom grensekostnaden (kostnaden forbundet med siste enhet produsert) er stigende i stedet for konstant slik Salant *et al* (1983) antok, så vil det gi betydelig større potensiale for at en fusjon er lønnsom. Lommerud og Sørsgard (1997) viser at dersom produktene som de ulike bedriftene produserer er differensierte i stedet for homogene (identiske), vil det også dra i retning av at fusjon er mer lønnsom.

¹⁹ Anderson *et al.* (1989) fokuserer på priskonkurranse. De tar utgangspunkt i en situasjon der to lands markeder er helt adskilte (segmenterte) og det er fri etablering i hver av de to markedene. Når de i en slik situasjon åpner for handel mellom de to markedene, finner de at samtlige bedrifter opplever en reduksjon i sin profitt. Sutton (1991, 1998) betrakter henholdsvis reklameintensive og FoU-intensive næringer. En vekst i markedet, for eksempel ved at to markeder integrerer, vil innebære at den absolutte gevinsten forbundet med å kapre markedsandeler har økt. Dette vil oppmuntre bedriftene til å

Forsterket konkurranse og dermed lavere profitt for hver enkelt bedrift vil kunne innebære at noen bedrifter må trekke seg ut av markedet. Dermed kan fusjon framstå som et alternativ. Det vil bidra til å dempe den framtidige konkurransen og dermed redusere faren for at en eller flere bedrifter vil bli tvunget til å forlate markedet.

Selv om en kan vise at en fusjon kan være lønnsom, så vil nær alle tilfeller som er behandlet i litteraturen konkludere med at i fravær av kostnadsgevinster ved fusjon vil alltid de bedrifter som ikke deltar i en fusjon tjene mer på den enn hver av deltakerne i fusjonen. De ikke-fusjonerende blir gratispassasjerer i den forstand at de nyter godt av at en slik fusjon fører til både høyere pris og høyere salg for hver av dem.²⁰ Sett i et slikt perspektiv er det vanskelig å forklare hvorfor bedrifter velger å fusjonere, i stedet for heller å vente og håpe at andre bedrifter fusjonerer.

Dersom fusjonen er motivert av utsiktene til hardere framtidig konkurranse, vil det nevnte gratispassasjerproblemet ikke nødvendigvis være til stede. Som forklart over, vil kampen om markedsandeler ta form av store investeringer i for eksempel reklame og FoU. En liten bedrift, i betydningen lite omfang på sin investering i for eksempel FoU, vil dermed ha vansker med å oppnå en stor nok markedsandel til å kunne overleve. Dermed vil en fusjon kunne innebære at to bedrifter kan slå seg sammen og dermed få et større omfang og større mulighet for å overleve i markedet. Sett i et slikt perspektiv vil bedrifter som fusjonerer ha større mulighet til å overleve i markedet enn bedrifter som velger å ikke fusjonere. Slike forhold kan bidra til å forklare hvorfor for eksempel endrede utsikter angående den framtidige konkurransen kan utløse noe som ligner på fusjonsbølger. Vi har imidlertid svært begrenset teoretisk innsikt i denne typen mekanismer.

2.3 IRRASJONELLE MOTIVER?

Så langt har vi konsentrert oppmerksomheten om rasjonelle forklaringer på hvorfor bedriftserverv forekommer. Enkeltaktører ansvarlige for beslutningen, enten det er bedriftsledere eller bedriftseiere, har spesifikke preferanser og benytter fusjoner og oppkjøp som et virkemiddel for å sikre størst mulig måloppnåelse ut fra de gitte

investere mer i reklame eller FoU. Større investeringer i reklame eller FoU innebærer høyere faste kostnader og dermed vil det kunne tenkes at færre bedrifter vil få dekket sine faste kostnader.

²⁰Dette ble første gang påpekt i Stigler (1950), og det er analysert formelt i Kamien og Zang (1990). I Kamien og Zang (1993) og Fridolfsson og Stennek (2000) er det imidlertid argumentert for at dette forholdet kan forsinke snarere enn forhindre bedrifter fra å fusjonere.

preferansene. Men som vi skal se i neste avsnitt, vil en rekke bedriftsserverv være bedriftsøkonomisk ulønnsomme. Det kan tyde på at kanskje ikke aktørene alltid er like rasjonelle når slike beslutninger skal tas. Men det trenger ikke være slik. La meg her peke på to forhold som er forenlig med rasjonell adferd og som kan forklare eksistensen av ulønnsomme bedriftsserverv, og to forhold hvor det vi kan karakterisere som irrasjonell adferd kan forklare eksistensen av ulønnsomme bedriftsserverv.

For det første kan, som nevnt i avsnitt 2.1.1, ledere ha preferanser som adskiller seg fra bedriftens eiere. Det kan særlig dreie seg om ønsket om å lede en stor bedrift i stedet for en liten bedrift. I så fall ser en lett at dersom lederne er i stand til å påvirke bedriftens beslutning, kan det bli gjennomført flere fusjoner og oppkjøp enn det som er lønnsomt sett ut fra bedriftseiernes perspektiv. Men det vil ikke dermed bety at ulønnsomme bedriftsserverv er irrasjonelt motivert.²¹ Fra ledelsens side er det rasjonelle grunner til bedriftsservervet, men problemet er at det er konflikt mellom leder og eier når det gjelder målsetting. Eierne ønsker høyest mulig inntjening, mens lederen i tillegg er opptatt av bedriftens størrelse.

For det andre kan tilsynelatende ulønnsomme bedriftsserverv være lønnsomme selv for eier dersom vi foretar en korrekt sammenligning av alternativene bedriftsserverv og ikke noe bedriftsserverv. En mulighet er for eksempel at bedriftene forutser at en eventuell fusjon eller et oppkjøp som vedtas i dag vil kunne påvirke andre aktørers framtidige beslutninger. Bedrifter kan for eksempel ønske at andre bedrifter skal fusjonere, og fusjonerer i dag fordi de vet at dette vil oppmuntre til nye fusjoner. Det omvendte kan og være tilfelle, ved at bedrifter fusjonerer for å gjøre det mindre attraktivt for andre bedrifter å fusjonere. Hvis bedrifter er oppmerksomme på dette samspillet, så vil vi kunne observere fusjoner som tilsynelatende er ulønnsomme. For eksempel kan det tenkes at to bedrifter i dag gjennomfører en fusjon som sett i isolasjon er ulønnsom, men som utløser en annen framtidig fusjon og ut fra et slikt perspektiv er lønnsom.²²

For det tredje kan bedriftsserverv være motivert ut fra rett og slett hva andre bedrift foretar seg, det vi vil karakterisere som saueflokkmentalitet. Alle andre

²¹Fauli-Oller og Motta (1996) illustrer dette. De viser at ledere ut fra strategiske forhold i produktmarkedet kan ha incentiver til å gjennomføre flere oppkjøp enn det som er lønnsomt sett fra eiernes synspunkt.

²²I Kamien og Zang (1990, 1993), Nilssen og Sørgard (1998) og Fauli-Oller (2000) er det vist at utsiktene til at en fusjon i dag kan påvirke en framtidig beslutning om fusjon, dramatisk vil kunne forandre prediksjonen fra tradisjonelle fusjonsmodeller, slik som modellen presentert i Salant *et al* (1983).

fusjonerer, så hvorfor skal ikke jeg gjøre det samme? Det kan åpenbart synes som om slike bedriftserverv er irrasjonelt motivert, og i mange tilfeller vil de åpenbart måtte karakteriseres som det. Det kan være vanskelig å få øye på noen mål-middel rasjonalitet, og beslutningen kan i beste fall beskrives som en mekanisk regel for handling som ikke har noe grunnlag i en logisk tanke om at beslutningen vil lede en nærmere til en spesifikk målsetting. Men igjen kan det i visse tilfeller tenkes at slike handlinger har en rasjonell forklaring. Tenk på en situasjon der en leder har en viss handelfrihet, og kan påvirke bedriftens beslutning om fusjon eller ikke. Lederen vil vite at hans mulighet til å få en ny jobb vil avhenge av hvordan han har opptrådt relativ til andre ledere. Hvis det plutselig blir iverksatt en rekke fusjoner og oppkjøp, kan eksistensen av lederstyrte bedrifter ytterligere forsterke fusjonsbølgen. Grunnen er at når andre ledere iverksetter fusjoner og oppkjøp, vil en strategi være at en leder velger å gjøre nettopp det alle andre gjør. Hvis en ikke hadde gjort det og det i ettertid hadde vist seg at bedriften hadde en dårlig utvikling, ville en som leder kunne bli beskyldt for å ha gjort en dårlig beslutning da en valgte å ikke selv delta i fusjon eller oppkjøp. Det eksisterer teoretisk litteratur om denne form for saueflokkmentalitet ('herding'), men etter det jeg kjenner til er teorien ikke anvendt til å forklare fusjons- og oppkjøpsbølger.²³ Det finnes altså argumenter for å hevde at det kan være både rasjonelle og irrasjonelle motiver for at bedriftserverv skjer i bølger.

For det fjerde kan det tenkes at de som tar beslutningen om et oppkjøp ikke fullt ut gjennomskuer konsekvensene av en slik beslutning og dermed tar en beslutning som viser seg å være ulønnsom for bedriften og i den forstand irrasjonell. Faktisk er det systematiske forhold i et marked knyttet til usikkerheten om framtidige forhold som drar i retning av at den som kjøper opp et selskap betaler en høyere pris enn det selskapet faktisk er verdt. I så godt som alle situasjoner hvor det er tale om oppkjøp, er det usikkerhet om framtidsutsiktene for det selskapet som skal kjøpes opp, både hva angår kostnads- og inntektssiden. Hver enkelt av dem som vurderer å kjøpe opp selskapet vil gjøre et estimat over framtidig profitt og på det grunnlag gi bud på selskapet. Men anslagene for framtidig inntjening vil variere. Noen vil ende opp med et optimistisk anslag, andre med et pessimistisk anslag. Hvis hver budgiver byr ut fra sitt eget anslag, kan en derfor lett komme i den situasjonen at budgiveren med det

²³Scharfstein og Stein (1990) formulerer en teoretisk modell for å analysere slik saueflokkadferd, og anvender den til å forklare lederes investeringsbeslutninger. Se også Schenk (1996), som argumenterer for at 'saueflokkadferd' kan bidra til å forklare bølger av bedriftserverv.

mest optimistiske anslaget på framtidig fortjeneste er den som er villig til å betale den høyeste prisen for selskapet. Den mest optimistiske vil typisk være for optimistisk, slik at oppkjøpet kan være bedriftsøkonomisk ulønnsomt. Dette fenomenet er kalt vinnerens forbannelse (*winner's curse*).²⁴ Rasjonelle budgivere vil imidlertid forutse dette problemet, og nedjustere sitt bud for å ta høyde for det. Det er dermed et empirisk spørsmål om bedriftene opplever vinnerens forbannelse, eller om de lykkes i å opptre rasjonelt.

2.4 HVA SIER EMPIRIEN?

Så langt har vi kun forklart mulige motiver for bedriftserverv. For å kunne si noe om hva som faktisk motiverer bedriftserverv, må vi se nærmere på den empiriske litteraturen. I avsnitt 2.3.1 spør jeg om studier finner at bedriftserverv er lønnsomme. Jeg refererer både til studier som baserer seg på analyse av børskurser, og studier som er basert på faktiske tall fra de involverte bedriftene. Derne ser jeg mer i detalj på hva som skjer som følge av bedriftserverv, ved å referere til studier som belyser hvorvidt bedriftserverv fører til henholdsvis kostnadsreduksjoner (avsnitt 2.3.2) eller til prisøkninger (avsnitt 2.3.3).

2.4.1 Er bedriftserverv lønnsomme?

I avsnitt 2.1.2 ble det argumentert med at bedrifter med en dårlig ledelse kan bli kjøpt opp, ledelsen avsatt, og bedriftens inntjening på den måten forbedret. Hvis det er en korrekt beskrivelse, kan oppkjøp bidra til bedre drift av selskaper og dermed betraktes som fordelaktige for samfunnet. Den empiriske litteraturen som bygger på børskurser er relativt entydig, og peker i retning av at markedet for selskapskontroll er effektivt i betydningen at det genererer økte verdier for aksjonærene.

Et typisk trekk ved oppkjøp er det følgende dersom vi betrakter børskursene:²⁵ Når oppkjøpet blir annonsert, stiger børskursen på oppkjøpskandidaten. Hvis oppkjøpet blir annullert, faller børskursen igjen. Det oppkjøpende selskapet har ingen

²⁴Se Roll (1986), som drøfter det han kaller hubris-hypotesen (hubris = overmot). Dixit og Skeath (1999) gir en forklaring av fenomenet vinnerens forbannelse. Se også Thaler (1988), som gir en rekke eksempler på at vinnerens forbannelse kan være et alvorlig problem i praksis.

²⁵Det er en rekke studier som finner nettopp dette mønsteret. For en oversikt over empirisk litteratur, se Jarell *et al* (1988) og Eckbo (1998).

gevinst forbundet med oppkjøpet, eller en relativt liten positiv gevinst. To studier utført på norske data gir langt på vei samme resultater.²⁶

Disse forholdene kan samlet sett tolkes som om markedet for selskapskontroll fungerer etter hensikten. Bedrifter med potensiale for forbedret drift blir oppsporet, illustrert med at børskursen øker idet et selskap legger inn et bud på et selskap. Det er konkurranse om å ta ut den potensielle gevinsten, og denne konkurransen innebærer at selskapet som vinner oppkjøpskampen ikke får noen gevinst. På den annen side er det ut fra disse resultatene heller ikke noe som tyder på at det vi har karakterisert som *vinnerens forbannelse* forekommer. Det kan tyde på at oppkjøperne opptrer profesjonelt, og er oppmerksomme på at de kan vinne oppkjøpet dersom det viser seg at de tilfeldigvis er mer optimistisk enn andre som ønsker å kjøpe selskapet.

Resultatene kaster også lys over andre forhold som ofte er nevnt i debatten om effektene av oppkjøp. For det første er det intet som tyder på at selskapet som kjøpes opp er underpriset. Hvis det hadde vært tilfelle, ville forsøk på oppkjøp ventelig bety at andre oppdaget at dette selskapet var underpriset. I så fall ville forsøk på oppkjøp ført til at prisen på oppkjøpskandidaten hadde steget, uansett om oppkjøpet hadde lyktes eller ikke. For det andre er det ikke noe som tyder på at kjøper taper selskapet for verdier, på bekostning av de gjenværende minoritetsinteressene. Hvis det hadde vært tilfelle, ville det ikke vært mulig med en slik økning i verdien for det selgende selskapet som studiene faktisk finner. En mer detaljert studier tyder på at verdien av minoritetsinteressene øker som følge av oppkjøp.²⁷ Det er en enda mer direkte indikasjon på at det ikke er slik at kjøperen taper selskapet, fordi det ville i så fall ha redusert verdien på minoritetsaksjene.

Muligheten for å bli avsatt etter et eventuelt oppkjøp innebærer at ledelsen vil kunne tenkes å iverksette tiltak som hindrer oppkjøp. Hvis de gjennomfører slike tiltak, vil det innebære en mindre sjanse for at dårlig drift fører til oppkjøp. En skulle da forvente at aksjemarkedet reagerte ved at aksjekursen falt. Selv om de empiriske studiene ikke er entydige, synes de å peke i retning av at ledelsens forsvarstiltak bidrar til å redusere selskapets aksjekurs.²⁸ Det er ytterligere en indikasjon på at

²⁶Eckbo og Solibakke (1991) analyserer 240 fusjoner og oppkjøp i perioden 1983-89. Kjøper realiserer en signifikant positiv gevinst, mens selger realiserer en signifikant positiv gevinst dersom begge selskapene er børsnoterte og en gevinst nær null dersom bare ett av selskapene er børsnoterte. Svænnest og Thalhaug (1991) finner resultater som samsvarer med Eckbo og Solibakke (1991).

²⁷Dette resultatet er vist i Comment and Jarrell (1987).

²⁸En mulighet er at ledelsen får gjennomslag for vedtektsendringer som vanskeliggjør aksjeoppkjøp. Det kan for eksempel være å innføre såkalte supermajoritetsregler eller ved at det utstedes giftpille

markedet for selskapskontroll forventes å bidra til mer kostnadseffektiv drift, hvis det får mulighet til å fungere fritt uten hindringer iverksatt av lederne.

Det har blitt reist kritiske merknader til de resultater vi her har nevnt, som alle peker i retning av at markedet for selskapskontroll bidrar til å sikre veldrevne bedrifter. Det har blitt hevdet at aksjekurser ikke alltid avspeiler de faktiske verdiene. Det er velkjent at det kan forekomme såkalte 'bobler' i aksjemarkedet, der aksjekursene overstiger verdien målt ut fra rene realøkonomiske forhold. Tilsvarende kan det tenkes at aksjekursene kan undervurdere den realøkonomisk verdien. Scherer (1988) hevder at dette kan ha betydning for oppkjøpsmønsteret. Overvurderte selskaper kjøper opp et selskap som er undervurdert. Ved å betale med egne aksjer vil dermed det kjøpende selskapet innkassere en gevinst, en gevinst som har sin bakgrunn i at selskapet er overvurdert av aksjemarkedet. I så fall er det aksjemarkedet, snarere enn det oppkjøpte selskapets ledelse, som har feilvurdert situasjonen. Men det er vanskelig å finne empirisk støtte for at dette forekommer. Som nevnt over, vil kursen på en bedrift som er utsatt for et mislykket forsøk på oppkjøp falle tilbake til sitt tidligere nivå innen to år. Det ville en ikke forvente dersom selskapet var i utgangspunktet undervurdert, da et forsøk på oppkjøp bidrar til å avsløre for markedet at det er undervurdert.

Det er blitt påpekt at de fleste av de studier som bygger på data for børskurser kun ser på kursutvikling over ett år, eller i visse tilfeller mindre enn det. I prinsippet skal aksjekursen avspeile markedets forventninger til selskapets framtidige inntjening, så i den forstand vil en kun ved å følge aksjekursen ett år etter bedriftsservervet fange opp effekten. Studier som har et lengre tidsperspektiv, synes imidlertid å finne mindre signifikante effekter hva angår verdiøkningen for det selskapet som blir kjøpt opp.²⁹ Dette antyder at aksjemarkedet ikke er effisient, det vil si at aksjemarkedet ikke på en perfekt måte avspeiler den fremtidige verdien av et selskap.

Kritikken mot bruk av børskurser gjør det naturlig å benytte faktisk tall for gevinster forbundet med bedriftsserverv snarere enn børskurser. Resultatene fra disse studiene synes å avvike tildels betydelig fra studiene basert på børskurser. Studier fra henholdsvis USA og England finner at selskapene hadde en dårligere inntjening etter

(poison pill). Både Malatesta og Walkling (1988) og Ryngaert (1988) finner at giftpille gir en signifikant nedgang i selskapsverdien. Mens Linn og McConnell (1983) og DeAngelo og Rice (1983) finner ingen signifikant effekt av supermajoritetsregler, finner Jarrell og Poulsen (1987) en signifiant negativ effekt på selskapets verdi av supermajoritetsregler.

²⁹Se for eksempel studier referert i Scherer og Ross (1990), side 169.

bedriftsservervet enn hva tilfellet var før, hvilket blir tolket som at bedriftsserverv kan være ulønnsomme.³⁰ Caves (1989) argumenterer med at det kan skyldes feilaktige forventninger blant kjøperne, det vil si det vi har karakterisert som vinnerens forbannelse. Dette antyder i så fall at det blir gjennomført flere bedriftsserverv enn det som er det riktige antallet sett fra et bedriftsøkonomisk perspektiv. I så fall er ikke aksjemarkedet effisient, siden som nevnt over er målinger basert på aksjekursene ikke i stand til å fange opp dette at et bedriftsserverv kan være ulønnsomt på lang sikt.

2.4.2 Kostnadsreduksjoner?

Studiene som er referert over gir oss ingen direkte mål på hvorvidt bedriftsserverv fører til kostnadsreduksjoner (kostnadsøkninger) og hvorvidt det fører til høyere priser. La oss her i dette avsnittet betrakte eventuelle kostnadsreduksjoner. Det er relativt få studier som direkte måler hvordan bedriftsserverv påvirker kostnadene, så la oss derfor også betrakte mer indirekte mål på kostnadsbesparelser.

Det finnes en omfattende litteratur som prøver å kartlegge såkalte stordriftsfordeler, det vil si om det i en næring er fallende enhetskostnader. Hvis så er tilfelle kan det være kostnadsgevinster forbundet med bedriftsserverv. Hvorvidt det forekommer stordriftsfordeler er selvsagt avhengig av hvilken næring vi betrakter. Men la oss ta banknæringen som eksempel.³¹ Det kan finnes en viss støtte for at små og muligens også mellomstore banker ikke fullt ut har utnyttet potensialet for stordriftsfordeler. Men når det gjelder store banker konkluderes det med at det ikke finnes noe utnyttet potensiale for stordriftsfordeler. Når det gjelder såkalte breddefordeler, fordeler på kostnadssiden ved å produsere ulike produkter innen samme bedrift, er det færre studier. Men de som finnes gir ingen støtte til å hevde at det faktisk finnes breddefordeler. Gitt at det i liten grad finnes støtte for at det er utnyttede stordriftsfordeler og ingen tegn på utnyttede breddefordeler, konkluderer Gabrielsen (1997) med at det er lite som tyder på at de fusjoner og oppkjøp vi har observert i finansnæringen i Norge er drevet av utsiktene til kostnadsreduksjoner.

Det finnes kvalitative studier der en undersøker, blant annet ved hjelp av intervjuer med de involverte parter, hvorvidt bedriftsservervet har ført til

³⁰Ravenscraft og Scherer (1987, 1989) og Caves (1989) benytter data for amerikanske bedrifter, mens Meeks (1977) benytter data for de største britiske børsnoterte selskapene.

kostnadsbesparelser. Det kan synes som om flere av disse studiene påpeker den store kompleksiteten forbundet med å integrere bedrifter etter et bedriftserverv.³² Meyer (1996) peker for eksempel på de mange problemer som oppstod ved implementeringen av fusjonen mellom DnC og Bergen Bank tidlig på 90-tallet. Dette peker i retning av at det kan være vansker forbundet med å realisere de intensjoner om kostnadsbesparelser som de fusjonerende partene har, og endog at nettoeffekten av bedriftservervet kan være en kostnadsøkning.³³

Som nevnt i avsnitt 2.2 kan bedriftserverv påvirke konkurransen og derigjennom endre produktiviteten (graden av organisatorisk slakk) i bedriften. Teorien er tvetydig, og det er relativt få empiriske studier av sammenhengen mellom produktivitet og konkurranse. Scherer og Ross (1990, 672) konkluderer med at det kan synes å være høyere produktivitet i næringer hvor det er hard konkurranse enn i andre næringer. I en studie for Norge finner Klette (1993) at det er vanskelig å observere noen signifikant produktivetsforbedring på 80-tallet, til tross for at det er mange indikatorer som peker i retning av mer åpenhet og hardere konkurranse i løpet av den 10-årsperioden.

Det finnes en del studier som direkte måler hvordan produktiviteten påvirkes av bedriftserverv. Men det er, igjen, ingen entydige konklusjoner. I en undersøkelse basert på data fra Frankrike konkluderes det med at produktiviteten reduseres etter oppkjøp, mens to studier basert på amerikanske data kommer til motsatt konklusjon.³⁴ Det finnes to norske studier som benytter data fra Industristatistikken i Norge til å analysere effektene av eierskifte. Kringstad (1997) finner at det skjer en produktivetsnedgang i forkant av eierskiftet og en produktivetsøkning i perioden etter eierskiftet. Men det påpekes at konklusjonene avhenger sterkt av hvordan selve analysen utformes, for eksempel hvilket år som benyttes som basisår. Denne tvetydigheten kommer også til syne i Vik (1996). Han finner at eierskifte forbedrer produktiviteten dersom en betrakter kun bedrifter med mer enn 200 ansatte, mens det motsatte synes å være tilfelle for eierskifte for mindre bedrifter.

³¹Beskrivelsen her bygger på Gabrielsen (1997), som har foretatt en litteraturstudie av effekten av fusjoner og oppkjøp i finansnæringer.

³²Se Haspelagh og Jemison (1991), som drøfter de mange problemer det kan være forbundet med integrasjon etter et bedriftserverv.

³³Dette siste er illustrert i Meyer og Lien (1998), som lister opp både mulige gevinster og mulige kostnader forbundet med implementering av et bedriftserverv.

³⁴Den franske studien er Kramp (1994), og de to amerikanske studiene er Lichtenberg og Siegel (1987) og McGuckin og Nguyen (1993), og beskrivelsen her er basert på beskrivelsen i Kringstad (1997).

La oss til slutt se på effekten på lønningene av bedriftsserverv. Nok en gang er resultatene fra empiriske studier tvetydige. Cremieux *et al* (1996) og Peoples *et al* (1993) finner støtte for at bedriftsserverv fører til reduserte lønninger, mens McGuckin *et al* (1995) finner det motsatte resultat. Hekmat (1995) finner ingen sammenheng mellom fusjon og lønn, mens Hekman finner ingen eller i visse tilfeller en svært begrenset støtte for at det er en sammenheng mellom oppkjøp og lønn. Kringstad (1997) gjennomfører en studie basert på den norske Industristatistikken, og finner at eierskifte har en signifikant positiv effekt på lønnsnivået.

2.4.3 Prisøkninger?

Det finnes relativt få studier som direkte kartlegger hvordan bedriftsserverv påvirker prisene i markedet. Men ved å trekke inn andre studier, slik vi gjorde for tilfellet med studier av kostnader, kan vi få et klarere bilde av effekten av bedriftsserverv.

Bain (1956) var den første studie som systematisk analyserte sammenhengen mellom antallet bedrifter og blant annet pris. Fram til midten av 70-tallet ble det gjennomført et stort antall lignende studier. En kritikken mot den type studie var at analysen manglet et velfundert teoretisk fundament. Videre ble det reist kritikk mot at en sammenlignet ulike næringer, og dermed er det vanskelig å vite med sikkerhet hva en slik studie fanger opp av mulige effekter. Schmalensee (1989) oppsummerer resultatene fra disse empiriske studiene, og konkluderer med at det er en negativ sammenheng mellom antallet bedrifter og priser – færre bedrifter leder til høyere priser – men at denne sammenhengen er svak. Sutton (1991) hevder at en bør være forsiktig med å sammenligne næringer med ulike karakteristika. Han gjennomfører en studie av næringsmiddelindustrien der han skiller mellom reklameintensive og ikke-reklameintensive næringer, og finner da en sterkere sammenheng mellom pris og konsentrasjon. På dette grunnlag hevder han at den empiriske litteraturen referert til over ville funnet en klarere sammenheng mellom pris og konsentrasjon dersom en ut fra teoretiske betraktninger hadde disaggregert dataene.

En annen naturlig måte å unngå problemer forbundet med å sammenligne ulike næringer, er å betrakte ulike geografiske markeder i samme næring. Dermed kan man og direkte fokusere på pris, og forutsette at kostnadene er identiske i de ulike geografiske markedene. I litteraturstudier av henholdsvis Schmalensee (1989) og

Bresnahan (1989) konkluderes det med at denne typen studier finner en klar positiv sammenheng mellom konsentrasjon og pris.³⁵ Dette illustrerer, på samme måte som Sutton (1991) sin studie, at straks man sammenligner innen en næring i stedet for på tvers av næringer så finner man klarere resultater.

En mer indirekte måte å teste sammenhengen mellom konsentrasjon og markedspekt er foretatt i Bresnahan og Reiss (1990, 1991). Hvis det er slik at en dobling av markedsstørrelsen fører til en dobling av antallet bedrifter, tyder det på at økningen i markedsstørrelsen og dermed i antallet bedrifter ikke har hatt noen effekt på prisene. Hvis derimot en dobling av markedsstørrelsen fører til mindre enn en dobling av antallet bedrifter, tyder det på at flere bedrifter fører til mer priskonkurranse. De to nevnte studiene sammenligner en rekke næringer i ulike småbyer i USA, og finner en betydelig økning i konkurransen når bedrift nummer to og bedrift nummer tre etablerer seg i markedet, mens nyetablering ut over det har kun en begrenset effekt på konkurransen.

Det finnes studier som analyserer bedriftsserv og indirekte kan gi en indikasjon på om bedriftsserv fører til høyere priser. Ravenschaft og Scherer (1987) finner i sin studie, som omfatter 6000 amerikanske bedrifter i perioden 1950 til 1976, at horisontale bedriftsserv har en noe høyere lønnsomhet enn konglomerate bedriftsserv. Det er konsistent med at horisontale bedrifter, som per definisjon opererer i samme marked, har vært i stand til å dempe priskonkurranse som en følge av bedriftsservet. Men det kan selvsagt ikke utelukkes at horisontale bedriftsserv har hatt et større potensiale for å ta ut kostnadsgevinster, og at det kan forklare utslagene i lønnsomhet. Mueller (1985) studerer de 1000 største industribedriftene i USA i perioden 1950 til 1972. Han finner at både bedrifter som deltar i konglomerate fusjoner og bedrifter som deltar i horisontale fusjoner mister markedsandeler sammenlignet med hva tilfellet er for en kontrollgruppe for hver av de to formene for bedriftsserv, og den relative nedgang i markedsandel er størst for bedriftene som deltar i horisontale bedriftsserv. Det siste er konsistent med en eventuell prisøkning etter et bedriftsserv: de fusjonerende må redusere sitt salg for å kunne oppnå høyere pris, og dermed reduserer de sin markedsandel. Men det faktum at også konglomerate bedriftsserv mister markedsandeler kan ikke forklares ut fra forhold på

³⁵ Disse studiene er i all hovedsak basert på nord-amerikanske data. Blant de næringer som undersøkes er dagligvarer (Lamm, 1981; Cotterill, 1986), bensin (Marvel, 1978) og sement (Koller og Weiss, 1989). Se også Weiss (1989), som omtaler en rekke andre slike studier.

inntektssiden. En mulig tolkning er at dette resultatet er en indikasjon på at bedriftsserverv fører til kostnadsulempere heller enn kostnadsgevinster.

Hvis det er slik at bedriftsserverv fører til høyere priser, vil en forvente at de bedrifter som ikke deltar i bedriftsservervet er gratispassasjer – opplever høyere pris og større salg – og vil stige i verdi. Stillman (1983) finner ingen signifikant effekt på konkurrentenes aksjekurs av et bedriftsserverv. Eckbo (1983), derimot, finner en statistisk signifikant økning. Men han finner også at konkurransemyndighetenes annonsering av at de vil vurdere nærmere hvorvidt et bedriftsserverv bør tillates ikke har noen signifikant effekt på konkurrentenes aksjekurs. Dette siste står i strid med prediksjonen om at bedriftsserverv fører til økt utnyttelse av markedsmakt.

Endelig er det noen studier som direkte måler priseffekten av bedriftsserverv. Det har for eksempel vært en rekke studier av fusjoner og oppkjøp i amerikansk luftfart etter dereguleringen i 1978. Resultatene synes å peke i retning av at bedriftsserverv har bidratt til høyere priser i denne næringen. Kim og Singal (1993) benytter data for 1985-88, en periode da konkurransemyndighetene ikke grep inn mot bedriftsserverv i denne næringen. De finner at prisene steg på ruter betjent av de fusjonerende selskapene sammenlignet med hva som var tilfellet på andre ruter som ikke var berørt av bedriftsservervet.³⁶ Prager og Hannan (1998) studerer effekten av fusjoner og oppkjøp i amerikansk banknæring i perioden 1991-94. De finner at innskuddsrenten i delmarkeder berørt av slike bedriftsserverv falt mer enn hva tilfellet var for en kontrollgruppe av banker, og tolker det som tegn på at bedriftsserverv har ført til økt utnyttelse av markedsmakt. Akhavein *et al* (1997) studerer også fusjoner i amerikansk banknæring, og finner at effekten på prisene var liten.

Studiene nevnt over omhandler horisontale bedriftsserverv. Som nevnt tidligere vil vi kunne forvente helt andre effekter av vertikale bedriftsserverv. Det kan typisk føre til lavere, ikke høyere, priser. Det er få empiriske studier av vertikale fusjoner. Slade (1998) undersøker effektene av en delmotsatte av vertikale fusjoner. En rekke britiske puber etter 1989 ble uavhengige i stedet for eid direkte av bryggerier. Hun finner støtte for at en slik vertikal oppsplitting av bedrifter førte til høyere priser. Grunnen var at det førte til dobbelt prispåslag (prispåslag av bryggerier og av puber), noe som i sum førte til høyere priser til forbrukerne.

³⁶Singal (1996) kombinerer data for aksjekurser og flypriser, og finner at bedriftsserverv i amerikansk luftfart har ført til både mer utnyttelse av markedsmakt og mer effektiv drift av flyselskapene.

2.5 EN FORELØPIG OPPSUMMERING

I den prinsipielle drøftingen har vi funnet det naturlig å skille mellom motiver som har sitt utspring i den potensielle interessekonflikten mellom eiere og ledere og motiver som tar utgangspunkt i bedriftseiernes interesser. Dermed har vi to mulige hovedmotiver for bedriftserverv.

For det første kan fusjoner og oppkjøp være drevet fram av ønsket om å forbedre driften til et selskap som ikke er veldrevet. Ledere kan benytte sin handlefrihet til å opptre på en annen måte enn det eierne ønsker og dermed oppnår ikke bedriften maksimal profitt. Utenforstående oppdager dette, kjøper opp selskapet, avsetter ledelsen og ansetter en ny ledelse som kan øke bedriftens inntjening. Empiriske studier basert på børskurser gir klar støtte til denne teorien. Resultatene kan tolkes som at selskaper som drives ineffektivt blir oppdaget, kjøpt opp, ledelsen avsatt og driften forbedret. Oppkjøpet vil typisk innebære at de selgende aksjonærene har en betydelig gevinst, det antydes 30-40% over børskurs før oppkjøpet, mens kjøperne kommer ut med nær null i fortjeneste.

Studier basert på bedriftenes faktiske inntjening er tilsynelatende tildels i strid med disse resultatene, da mange av disse studiene konkluderer med at bedriftserverv er ulønnsomme og dermed at kjøperne taper på oppkjøp. Forklaringen på dette kan ha sin årsak i det faktum at det er ulikt *tidsperspektiv* i de to studiene. Mens studier basert på børskurser typisk kun ser på en tidsperiode på under ett år, har studier basert på faktisk inntjening benyttet data som i enkelte tilfeller strekker seg over flere tiår. I prinsippet skal børskursene avspeile selskapets fremtidige inntjening, og det bør derfor være tilstrekkelig å se på børskursene ett år etter et bedriftserverv. Men hvis det er slik at mer langsiktige studier finner at bedriftserverv kan være mindre lønnsomt enn det studiene basert på børskurser antyder, indikerer det at aksjemarkedet ikke er i stand til å avspeile fremtidig inntjening på en korrekt måte. I så fall vil aksjemarkedet ikke være effisient.

Teorien har pekt på at det er en viss fare for systematisk feilvurdering fra kjøpernes side, da den som er mest optimistisk med hensyn på bedriftens framtidsutsikter legger inn det høyeste budet. Det kan imidlertid ta lang tid, kanskje flere år, før det eventuelt blir klart at kjøperen var for optimistisk. Dermed vil studier basert på børskurser ikke fullt ut fange opp dette, og undervurderer det som er kalt vinnerens forbannelse. Samlet sett kan det derfor synes som om markedet for

selskapskontroll fungerer effektivt i den forstand at dårlig drevne selskaper blir kjøpt opp, eventuelt at trusselen om oppkjøp disiplinerer selskapene, men at konkurransen mellom oppkjøperne fører til at flere oppkjøp blir gjennomført enn det som ut fra bedriftsøkonomiske betraktninger ville vært det riktige antallet.

For det andre kan fusjoner og oppkjøp iverksettes av bedriftens eiere fordi det er et potensiale for kostnadsbesparelser forbundet med å koordinere driften av de to selskapene eller for inntektsøkninger forbundet med økt utnyttelse av markedsmakt. Studier av kostnadsbesparelser forbundet med å slå sammen bedrifter, enten det er direkte eller indirekte målt, gir et tvetydig bilde. Det er imidlertid vanskelig å få øye på noen klar tendens til at det faktisk er store kostnadsbesparelser forbundet med bedriftserverv. Mer kvalitative studier gir støtte til dette synet, da det kan synes som om det ved mange bedriftserverv er vanskeligere enn partene hadde forestilt seg å få realisert potensielle kostnadsgevinster. Studier av utnyttelse av markedsmakt forbundet med bedriftserverv gir og i utgangspunktet tvetydige resultater. Men det kan synes som om det er en relativt klar sammenheng mellom antallet bedrifter i et marked og prisnivået. Dette antyder at i hvert fall en del fusjoner mellom bedrifter i samme marked kan være motivert av utsiktene til dempet konkurranse.

Det som etter min mening er den største mangelen ved den eksisterende teori for fusjon og oppkjøp er at den i liten grad er i stand til å forklare hvorfor fusjoner og oppkjøp skjer i bølger. Det finnes en omfattende empirisk dokumentasjon av at det faktisk er systematiske svingninger over tid i antallet fusjoner og oppkjøp.³⁷ Noe kan forklares med at det er utenforliggende årsaker, for eksempel endrede skatteregler eller utsiktene til hardere konkurranse på markedet i nær framtid, som utløser en oppkjøpsbølge.³⁸ Men det forklarer ikke alt.³⁹ Min spekulative forklaring heller i retning av at dette igjen kan ha noe med ledelsens adferd å gjøre, og at ledere finner det hensiktsmessig å gjøre som alle andre ledere. Noe av det kan være rasjonelt motivert ut fra ledelsens frykt for å gjøre noe annet enn andre ledere, mens noe kan

³⁷Linn og Shu (1997), Golbe og White (1993) og Town (1992) har alle utført empiriske tester og konkluderer med at fusjoner og oppkjøp skjer i bølger.

³⁸Allen *et al* (1998) finner at det skjedde en merkbar økning i fusjoner og oppkjøp i Europa på slutten av 80-tallet og tidlig 90-tallet, og de mener en viktig årsak kan være utsiktene til hardere konkurranse i forbindelse med etableringen av EU sitt indre marked i 1992. Videre er det for eksempel blitt hevdet at en mer restriktiv konkurransepolitikk utløste fusjonsbølgen i USA for vel hundre år siden (se Bittlingmayer, 1985), og at endrede skatteregler kan forklare oppkjøpsbølgen i USA på 60-tallet.

³⁹Mueller (1989) illustrerer dette. Han finner at selgende aksjonærs premie ved eierskifter var 15-25% i 1960-årene, mens premien var over 50% i 1987. En slik sterk økning i verdioøkningen ved oppkjøp kan vanskelig forklares med at det har skjedd tilsvarende endringer i kostnadsgevinstene forbundet med å kjøpe opp en bedrift og skifte ut ledelsen.

rett og slett være en mekanisk regel for handling som ikke kan betraktes ut fra tradisjonelle rasjonelle modeller. Hvis det er riktig, vil en slik saueflokkmentalitet kunne forklare hvordan bedriftsserverv fører til nye bedriftsserverv. Men selv da gjenstår spørsmålet om hva som startet en fusjons- eller oppkjøpsbølge.

3. SAMFUNNSØKONOMISKE VIRKNINGER

Hittil har vi fokusert på motivene for bedriftsserverv, og dermed i hovedsak foretatt en deskriptiv drøfting. I dette kapitlet vil vi dreie fokus mot *normative* spørsmål. Hovedspørsmålet i dette kapitlet er om hvorvidt bedriftsserverv er bra for samfunnet eller ikke. Vi starter ut med den tradisjonelle samfunnsøkonomiske analysen av bedriftsserverv, der en typisk fokuserer på avveiningen mellom kostnadsgevinster på den ene siden og eventuelle tap forbundet med prisøkning på den annen side. Dernest tar vi eksplisitt hensyn til det faktum at norsk økonomi er svært åpen, og spør hvilke implikasjoner det har for vårt syn på hvorvidt et bedriftsserverv er gunstig eller ikke sett fra et nasjonalt perspektiv.

3.1 DEN TRADISJONELLE AVVEININGEN

Hvis en bedrift kjøper opp en annen bedrift som ikke befinner seg i samme marked (konglomerat fusjon), er det typisk slik at det ikke vil ha konkurransemessige effekter. I så fall er det grunn til å forvente at i de fleste tilfeller er det som er bra for bedriften også bra for samfunnet.⁴⁰ Hvis det derimot er slik at to bedrifter i samme marked slår seg sammen (horisontal fusjon), vil det kunne innebære at konkurransen svekkes. I så fall vil bedriftenes gevinst delvis motsvares av et tap for forbrukerne. I slike tilfeller er det åpenbart at et bedriftsserverv som er lønnsomt for bedriftene ikke nødvendigvis er lønnsomt for samfunnet som helhet.

La oss fokusere på horisontale bedriftsserverv. Den tradisjonelle avveiningen er altså mellom eventuelle gevinster for bedrifter på den ene siden og eventuelle tap for forbrukerne på den andre siden. Det er naturlig å anta at bedriftene selv er ansvarlige for sine beslutninger, og at myndighetene av den grunn vanskelig kan overprøve deres beslutninger selv om en vet at enkelte bedriftsserverv kan vise seg å være

⁴⁰Bedriftene vil i det tilfellet være opptatt av kostnadsbesparelser, hvilket også samfunnet typisk er tjent med. Men det er ikke alltid slik. For eksempel vil en kostnadsbesparelse for bedriften kunne være kun en inntektsomfordeling sett fra samfunnets side. Mer om dette i avsnittene under.

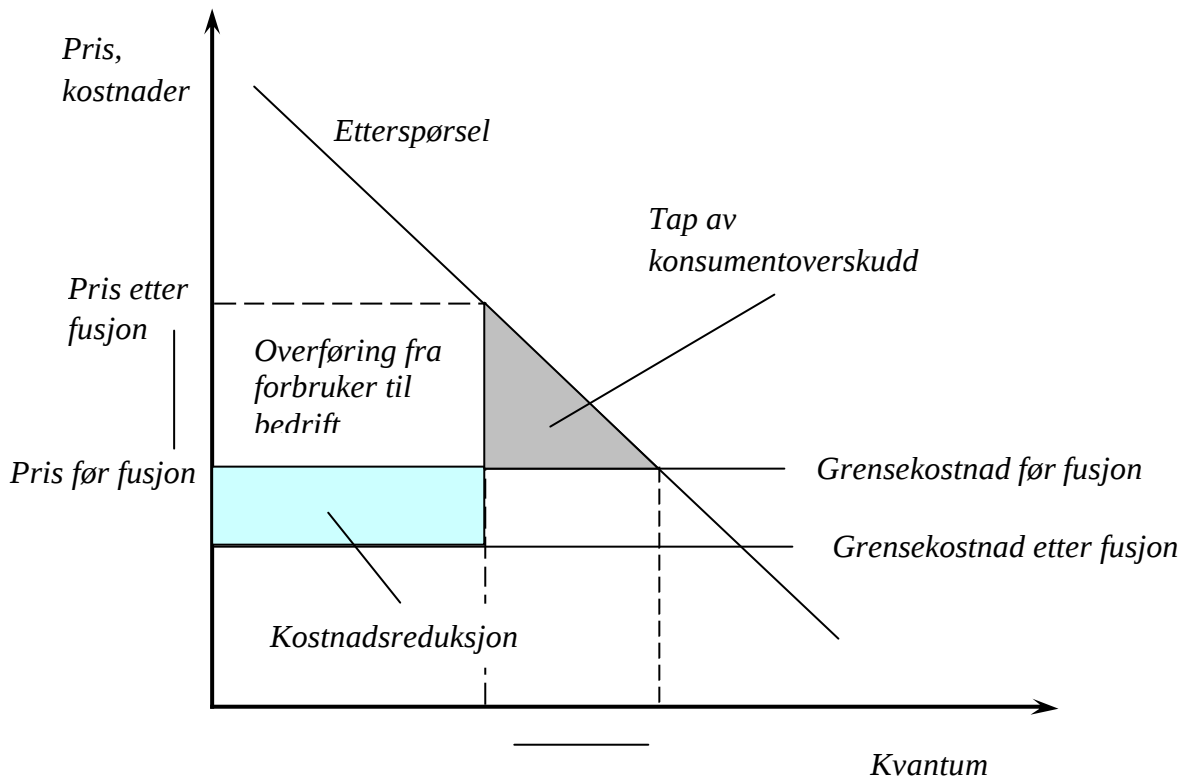
bedriftsøkonomisk ulønnsomme. I så fall står vi tilbake med effekten på forbrukerne. Hvis det er slik at et bedriftsserverv fører til uendrede eller lavere priser til forbrukerne, vil en typisk betrakte bedriftsservervet som samfunnsøkonomisk lønnsomt. Fra foregående kapittel vet vi at dersom de variable kostnadene, kostnadene forbundet med å produsere en mer enhet, faller tilstrekkelig mye som følge av et bedriftsserverv, vil bedriften ikke ønske å øke prisen selv om bedriftsservervet har gitt den økt markedspekt. I litteraturen har det vært utviklet verktøy som gjør det mulig å få en pekepinn på om bedriftsservervet i en konkret næring fører til prisøkning. Det er vist at desto mer identiske produkter de to fusjonerende bedriftene produserer, desto større må reduksjonen i variable kostnader være for at bedriftsservervet ikke skal føre til prisøkning.⁴¹

Men la oss nå anta at et bedriftsserverv faktisk har ført til høyere priser. Da er vi sannsynligvis i en situasjon hvor en har både vinnere og tapere som følge av bedriftsservervet. En må i så fall veie disse effektene mot hverandre for å kunne fastslå om et bedriftsserverv er gunstig eller ikke for samfunnet som helhet. Vi vil her benytte den tradisjonelle tilnærmingen der vi lar ulike gruppers tap og vinning veie likt når vi skal fastslå om et bedriftsserverv er samfunnsøkonomisk lønnsomt.⁴² Figur 1 illustrerer den tradisjonelle avveiningen en dermed står overfor i forbindelse med horisontale bedriftsserverv. I utgangspunktet er det hard konkurranse, og pris er presset ned til grensekostnad. Bedriftsservervet fører til at konkurransen dempes og dermed prisen øker. I tillegg fører bedriftsservervet til lavere grensekostnader. Vi kan dermed summere opp tap og vinning i forbindelse med bedriftsservervet. De som fortsatt kjøper produktet etter prisøkningen vil tape, og deres tap vil nøyaktig motsvares av en økt gevinst for bedriftene som fusjonerer. Dette er vist med firkanten med teksten *‘overføring fra forbruker til bedrift’* i figuren, som har ingen netto effekt på samfunnets samlede velferd. Men noen av dem som kjøpte produktet før

⁴¹Farrell og Shapiro (1990) konkluderer med at et bedriftsserverv må føre til en betydelig reduksjon i grensekostnad for at prisene ikke skal stige. Men Willig (1991) og Werden (1996) viser at dersom en betrakter et marked med differensierte produkter, ikke identiske produkter slik Farrell og Shapiro analyserer, så vil det være større sannsynlighet for at et bedriftsserverv fører til en prisreduksjon. Grunnen er at priskonkurransen er dempet i utgangspunktet i et slikt marked, med begrenset mulighet for økte priser, slik at det er større potensiale for at prisene faller snarere enn stiger etter bedriftsservervet. Men alle de tre nevnte studiene ser kun på det vi i forrige kapittel kalte konkurranse før og etter bedriftsserverv. Hvis bedriftsservervet fører til mulighet for fredelig sameksistens, vil deres studier ikke lenger være relevante.

⁴²Det er ikke dermed sagt at en er likegyldig til hvem som vinner og hvem som taper. Men eventuelle fordelingsvirkninger vil kunne kompenseres på andre og mer direkte måter enn gjennom prisene i et enkeltmarked.

bedriftsservivet vil nå velge å ikke kjøpe det lenger. Disse vil bli påført et nyttetap, vist ved den skraverte trekanten i figuren. På den annen side vil lavere grensekostnad føre til kostnadsbesparelser etter bedriftsservivet, vist med den skraverte firkanten i figuren. Nettoresultatet for samfunnet vil da være lik differansen mellom de to skraverte arealene.



Figur 1: Samfunnsøkonomiske effekter av en prisøkende fusjon

Merk at kostnadsreduksjoner som den fusjonerte bedriften oppnår ikke nødvendigvis er den relevante kostnadsreduksjonen for samfunnet. Tenk deg for eksempel, som vi beskrev i foregående kapittel, at kostnadsreduksjonen skyldes at de ansatte er presset til å senke lønnen etter fusjonen. I så fall er det primært en inntektsomfordeling fra ansatte til eierne av de fusjonerende bedriftene, og det skal ikke regnes som en kostnadsreduksjon for samfunnet. Tilsvarende vil en fusjon som presser underleverandørene til å sette lavere pris og dermed reduserer deres profitt, primært føre til en omfordeling fra eiere i en bedrift til eiere i en annen bedrift, i dette tilfellet til eierne av de fusjonerende bedriftene. Heller ikke da skal bedriftens kostnadsgevinst betraktes som en gevinst for samfunnet.

Men la oss nå anta at lønn og profitt hos underleverandørene er upåvirket. I stedet er det slik at bedriftsservervet fører til at færre personer kan produsere det samme kvantumet som før fusjonen. I det tilfellet vil kostnadsreduksjonen for bedriftene typisk også betraktes som en kostnadsreduksjon for samfunnet. Det er åpenbart i strid med mer populære oppfatninger av hva som er positivt og negativt forbundet med et bedriftsserverv. Mens en, for eksempel i den politiske debatten, vanligvis ser på tap av arbeidsplasser som et problem, vil en i samfunnsøkonomisk forstand kunne betrakte dette på en helt annen måte. En arbeidstaker sees på en ressurs som genererer verdier for samfunnet. Ved at en frigir vedkommende fra en aktivitet vil ressursen være tilgjengelig til bruk i andre aktiviteter. I dette tilfellet benyttes det mindre ressurser for å produsere en gitt mengde i de fusjonerende bedriftene, og den frigjorte arbeidskraften kan generere verdiskapning i sin nye aktivitet. I så fall er det en netto gevinst for samfunnet, og kostnadsgevinsten for bedriften er en genuin gevinst for samfunnet. Merk at dette resonneret krever at den arbeidskraft som frigjøres faktisk settes inn i annen aktivitet. Hvis alternativet for arbeidskraften er arbeidsledighet, er det ikke lenger noen kostnadsgevinst for samfunnet forbundet med at noen sies opp i den fusjonerte bedriften.

La oss nå anta at den kostnadsreduksjonen som bedriften opplever også kan betraktes som en kostnadsreduksjon for samfunnet. Williamson (1968) viste ved hjelp av et enkelt talleksempel at selv relativt små kostnadsreduksjoner kunne være tilstrekkelig til å oppveie for tapet forbundet med prisøkningen. I den analysen var det imidlertid ingen forsøk på å kunne forklare hvordan eller hvor mye prisen steg som følge av bedriftsservervet. I en rekke prinsipielle studier fra 80-tallet og utover ble selve konkurransen og hvordan den påvirkes av bedriftsservervet eksplisitt tatt hensyn til og forklart. Det er blitt vist at det en bør fokusere på er (i) hvorvidt det i utgangspunktet er et fåtall bedrifter i den aktuelle næringen og (ii) hvorvidt det er de største bedriftene i næringen som ønsker å fusjonere.⁴³ Hva angår det første punktet, er det slik at desto færre bedrifter det er i næringen i utgangspunktet, desto større fare er det for at et bedriftsserverv er ugunstig for samfunnet. En viktig grunn er at mulighetene for bedriftene til å heve prisen som følge av bedriftsserverv er større i et marked med få bedrifter enn i et marked med mange bedrifter.

⁴³Det er en rekke studier som belyser nettopp dette, se for eksempel Daughety (1990), Farrell og Shapiro (1990), Levin (1990) og McAfee og Williams (1992).

Det er og vist at det desto større markedsandel de fusjonerende bedriftene har, desto større fare er det for at bedriftsservervet er samfunnsøkonomisk ulønnsomt. Dette har dels sammenheng med at store bedrifter i større grad enn små bedrifter kan påvirke prisene i markedet. Men i tillegg har det og sammenheng med at et slikt bedriftsserverv kan ha kostnadmessig sett uheldige effekter på næringsstrukturen. Store bedrifter er typisk store fordi de er effektive i betydningen produserer med lave kostnader. Når disse store bedriftene slår seg sammen, reduserer de sin produksjon for på den måten å presse opp prisen. Dette gir rom for andre bedrifter til å øke sin produksjon og delvis erstatte bortfallet av produksjon. De andre bedriftene er da per definisjon mindre bedrifter, og typisk mindre fordi de har høyere kostnader i produksjonen. Dermed har bedriftsservervet ført til en overføring av produksjon fra effektive til mindre effektive bedrifter, en endring i næringsstruktur som er ugunstig for samfunnet som helhet.

Avveiningen mellom kostnadsbesparelser på den ene siden og tap forbundet med økte priser på den andre siden har ført til at en rekke studier har utviklet enkle regler, ofte basert på markedsandelen for bedriftene involvert i bedriftsservervet, for når samfunnet skal godkjenne et bedriftsserverv.⁴⁴ Men problemet med samtlige av disse studiene er at de er basert på relativt urealistiske forutsetninger. For eksempel vil det typisk være slik at disse analysene antar at produktene som ulike produsenter produserer er identiske, og at det forekommer en bestemt form for konkurranse i markedet (Cournot). Etter min mening bør en derfor være svært varsom med å tolke helt bokstavelig den type enkle regler.

En viktig grunn til at de nevnte enkle reglene bygger på urealistiske forutsetninger, er at det er vanskelig rent teknisk å utforme slike regler i en mer komplisert situasjon. En naturlig respons til dette var at det ble utviklet nye metoder for å analysere effektene av bedriftsserverv. På 90-tallet har vi sett en rekke eksempler på at det benyttes såkalte simuleringsmodeller for å kunne gi anslag på effekten av et bedriftsserverv.⁴⁵ I stedet for at de teoretiske modellene løses rent analytisk, benyttes

⁴⁴Flere studier har utformet *tilstrekkelige* betingelser for når et bedriftsserverv er samfunnsøkonomisk lønnsomt, se for eksempel Farrell og Shapiro (1990) og MacAfee og Williams (1992). Hvis betingelsen er oppfylt, kan en la bedriftsservervet passere uten noen nærmere undersøkelse. Hvis derimot betingelsen ikke er oppfylt, vil det innebære at myndighetene bør se nærmere på bedriftsservervet for å kunne fastslå om bedriftsservervet faktisk er samfunnsøkonomisk lønnsomt.

⁴⁵Se Werden og Froeb (1996) for en kritisk diskusjon av svakhetene forbundet med tradisjonell teori for fusjoner, og argumentene for å benytte simuleringsmodeller i stedet for analytiske modeller. Werden og Froeb (1998) gir ett eksempel på hvordan en kan anvende en simuleringsmodell. Mathiesen

en numerisk modell til å anslå effekten av en fusjon. Dette gjør det mulig å formulere mer kompliserte modeller som i større grad fanger opp kompleksiteten i en konkret situasjon der det er aktuelt med bedriftserverv. Men fortsatt er det slik at det er relativt spesifikke situasjoner som analyseres, både hva angår hvilken konkurransesituasjon som forekommer i markedet og hvordan konkurransesituasjonen forventes å bli påvirket av bedriftservervet. For eksempel vil den typiske simuleringsmodell anta priskonkurranse og differensierte produkter, og at det er konkurranse og ikke fredelig sameksistens. Derfor bør en etter min mening være varsom med å trekke for bastante konklusjoner selv ut fra slike mer detaljerte studier. Slike studier er mer ment som et beslutningsstøtteverktøy for myndighetene enn som et verktøy som gir et entydig svar på om et bedriftserverv er gunstig for samfunnet eller ikke.

3.2 NASJONALE INTERESSER

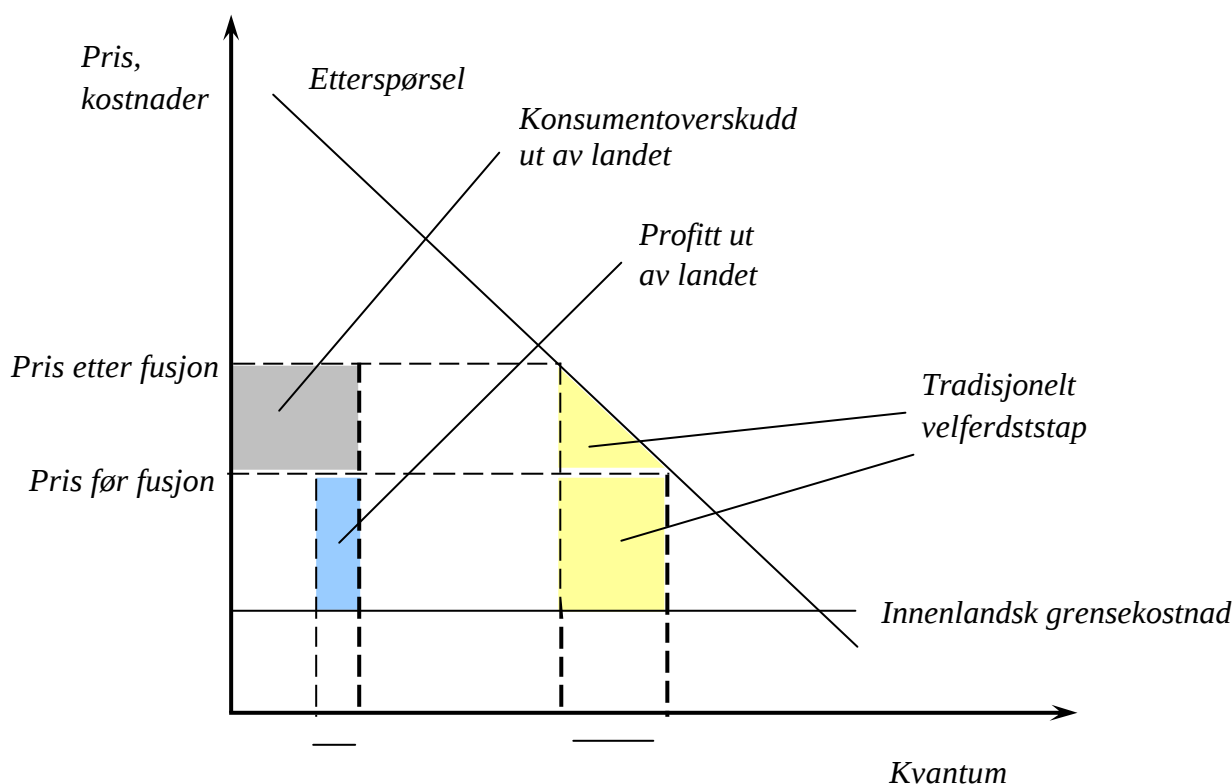
Hittil har vi ikke sagt noe om den internasjonale dimensjonen. Vi har implisitt betraktet en såkalt lukket økonomi, der samtlige forbrukere og samtlige bedrifter er innenlandske. Dette er åpenbart urealistisk. Som illustrert i innledningen av dette notatet, så er mye av debatten angående bedriftserverv knyttet til den internasjonale dimensjonen. Jeg vil hevde at alt det vi hittil har sagt er relevant også for det tilfellet. Det nye er at vi må supplere analysen for å ta eksplisitt hensyn til den internasjonale dimensjonen.

Det er ikke åpenbart hvordan en skal ta hensyn til den internasjonale dimensjonen. En kan argumentere for en vid definisjon av velferd, der hvert enkelt land skal ha et overordnet, globalt syn på velferd. I praksis er det imidlertid vanskelig å forestille seg at et land skal være like opptatt av ve og vel for andre lands innbyggere som dets egne innbyggere. Et mer naturlig mål er dermed at nasjonale myndigheter er opptatt av sine egne innbyggers velferd. Det vil i så fall innebære at nasjonale myndigheter er opptatt av å sikre best mulig kår for innenlandske bedrifter og innenlandske forbrukere, og det kan tenkes å skje på bekostning av utenlandske aktører. Ut fra et slikt perspektiv vil for eksempel et eksportkartell være gunstig ut fra

(2000) beskriver hvordan en kan formulere simuleringsmodeller, og anvender metoden på en analyse av Color Line sitt oppkjøp av Larvik Line i 1996.

et nasjonalt perspektiv, fordi det fører til at innenlandske bedrifter øker sin profitt på bekostning av utenlandske forbrukere.⁴⁶

La oss nå benytte et nasjonalt perspektiv slik som skissert over, og i første omgang betrakte et innenlandsk marked hvor både innenlandske og utenlandske bedrifter er aktive. Den eneste forskjellen fra det foregående er altså at noen av bedriftene som opererer i det innenlandske markedet er utenlandske. Den profitt som disse bedriftene genererer vil dermed ikke komme den aktuelle nasjonen til gode. Hvordan vil i så fall en fusjon mellom to innenlandske bedrifter påvirke de innenlandske aktørene, det vil si de innenlandske forbrukerne og de innenlandske bedriftene?⁴⁷ Dette kan illustreres ved hjelp av figur 2.



Figur 2: Effekter av en prisøkende fusjon i en åpen økonomi

⁴⁶Hvis alle land har en slik politikk, kan en lett se at det kan ende i felles verste. Dermed kan det være i alle lands interesse å koordinere sin politikk, for eksempel innføre felles forbud mot eksportkarteller. Av plasshensyn går jeg ikke nærmere inn på den type spørsmål i dette notatet.

⁴⁷Den problemstillingen vi her drøfter er analysert i blant annet Barros og Cabral (1994). De har vist at kriteriet foreslått i Farrell og Shapiro (1990) for når en fusjon er samfunnsøkonomisk lønnsom kan endres betydelig dersom noen av bedriftene i markedet er utenlandske bedrifter.

La oss betrakte en prisøkende fusjon som ikke genererer noen kostnadsbesparelser. I en tradisjonell situasjon der vi har kun innenlandske bedrifter vil velferdstapet forbundet med prisøkningen være lik det skraverte trapeset kalt '*tradisjonelt velferdstap*' i figur 2. Dersom noen av bedriftene som ikke fusjonerer er utenlandske, vil det føre til ytterligere to typer tap forbundet med fusjonen. Som beskrevet i foregående kapittel vil det være slik at de ikke-fusjonerende bedriftene øker sitt salg. I så fall vil de utenlandske bedriftene overta en del av den profitt som de fusjonerende bedriftene opprinnelig hadde. Dette er i figur 2 kalt '*profitt ut av landet*'. I tillegg vil prisøkningen som de innenlandske bedriftene genererer ved å redusere sitt salg også bidra til at de utenlandske bedriftene får en høyere inntekt for hver enhet de selger. Dermed vil de utenlandske bedriftene tjene mer på bekostning av de innenlandske forbrukerne. Dette tapet for nasjonen er i figur 2 illustrert med det skraverte arealet karakterisert som '*konsumentoverskudd ut av landet*'.

Eksempelet vist i figur 2 illustrerer at det faktisk at det er utenlandske bedrifter i et innenlandsk marked kan være et argument *mot*, ikke for, at nasjonen som helhet vil tjene på en fusjon mellom innenlandske bedrifter. Grunnen er at en slik fusjon vil typisk være prisøkende og overføre markedsandeler til de ikke-fusjonerende bedriftene, og dermed kan fusjonen bidra til å øke *både* pris og salg for utenlandske bedrifter og føre til tap av inntekter ut av landet. Men litteraturen er lite utviklet på dette feltet, og vi har derfor begrenset med kunnskap om for eksempel hvorfor innenlandske bedrifter fusjonerer i stedet for eksempel en innenlandsk og en utenlandsk bedrift.⁴⁸

I det foregående betraktet vi et innenlandsk marked. I en rekke tilfeller kan det tenkes at innenlandske bedrifter opererer både i det innenlandske markedet og i internasjonale markeder. I så fall er effekten av et bedriftserverv ikke lenger like entydig. Da kan det tenkes at et bedriftserverv uten noen form for kostnadsbesparelse kan være gunstig fra et nasjonalt perspektiv. Tapet for nasjonen illustrert i figur 2 er fortsatt like aktuelt. Men i tillegg vil nå en fusjon kunne føre til økt inntekt for de fusjonerende bedriftene på et utenlandsk marked. Hvorvidt nettoeffekten er positiv avhenger dermed blant annet av den relative størrelse av det innenlandske markedet

⁴⁸Horn og Persson (2000) analyserer nettopp spørsmålet om hvem som fusjonerer i et innenlandsk marked bestående av innenlandske og utenlandske bedrifter. Konklusjonene deres er tvetydige, men de finner blant annet at en fusjon mellom utenlandske bedrifter eller mellom en utenlandsk og en innenlandsk bedrift kan være å foretrekke fra et nasjonalt perspektiv framfor en fusjon mellom to innenlandske bedrifter.

versus det utenlandske markedet. Desto større andel av de fusjonerendes salg som er i det utenlandske markedet, desto større sjanse er det for at fusjonen er lønnsom sett fra et nasjonalt perspektiv.⁴⁹

I løpet av det siste ti-året har Norge fått en gradvis mer åpen økonomi, blant annet som følge av Norges tilknytning til EU sitt indre marked via EØS-avtalen. En slik form for økt åpenhet vil kunne forventes å forsterke konkurransen. I så fall kan en argumentere for at muligheten for å utnytte markedsmakt etter en eventuell fusjon er mindre og dermed faren for velferdstap forbundet med fusjon er mindre som følge av mer åpenhet i økonomien. I yttertilfellet, der økt åpenhet fører til at en fusjon ikke vil ha noen innvirkning på prisene, vil selvsagt dette måtte være riktig. Men i de mer realistiske tilfellene, hvor det vil eksistere potensiale for markedsmakt også etter en eventuell økt åpenhet, er det ikke åpenbart at dette er riktig.⁵⁰ Ta eksempelet med et innenlandsk marked betjent av både innenlandske og utenlandske bedrifter. Økt åpenhet, tolket som en reduksjon i handelskostnad mellom land, vil resultere i at de utenlandske bedriftene opptrer mer aggressivt i det innenlandske markedet. Dette er godt nytt for de innenlandske forbrukerne, men dårlig nytt for de innenlandske bedriftene. Økt åpenhet vil imidlertid ha slike effekter både i tilfellet *med* fusjon mellom innenlandske bedrifter og tilfeller *uten* fusjon mellom innenlandske bedrifter. Det er dermed vanskelig å gi noen klare regler for når økt åpenhet som sådan gjør fusjon mer ønskelig sett fra et nasjonalt perspektiv.⁵¹

I drøftingen over har vi implisitt antatt at økt åpenhet ikke vil føre til at noen bedrifter forlater markedet. Men økt åpenhet vil innebære at nasjonale markeder blir tettere integrert, og det kan bety at flere bedrifter blir aktive i hvert marked. Som vi argumenterte for i foregående kapittel, kan det gi forsterket konkurranse. Det kan ta form av enten hardere priskonkurranse, eller at bedriftene konkurrerer hardere langs

⁴⁹I Sjørgard (1997) er dette illustrert med en analyse av fusjon i det norsk-svenske kraftmarkedet. Prisen i dette markedet er identisk i Norge og Sverige, og en fusjon mellom to norske bedrifter fører til tap av konsumentoverskudd i det norske markedet, men samtidig økt inntekt for de norske bedriftene i det svenske markedet dersom Norge er netto eksportør.

⁵⁰Horn og Levinsohn (1997), Richardson (1999) og Neven og Seabright (1997) drøfter alle en situasjon hvor bedrifter er aktive både i et innenlandsk og i ett (eller flere) utenlandske markeder. Økt åpenhet tolkes av dem som en reduksjon av handelskostnad mellom land. De finner at i visse tilfeller vil en reduksjon i handelskostnad føre til at en fusjon har en mer gunstig effekt på nasjonal velferd, og i andre tilfeller vil det motsatte være tilfelle.

⁵¹Sjørgard (2000) benytter en utvidet versjon av Salant *et al* (1983) til å analysere hvordan økt åpenhet, tolket som lavere handelskostnad, påvirker velferdseffekten av en fusjon mellom to innenlandske bedrifter. Det vises at økt åpenhet (i) oppmuntrer bedriftene til å fusjonere, og (ii) innebærer at en fusjon er mer ugunstig sett fra et nasjonalt perspektiv dersom antallet innenlandske bedrifter som ikke deltar i fusjonen er tilstrekkelig stort.

andre dimensjoner som for eksempel reklame eller FoU. Dette kan være et argument for å la bedriftene fusjonere som en respons på mer åpenhet, fordi alternativet er at en del bedrifter vil ellers måtte forlate markedet. Men fra et nasjonalt perspektiv vil en i så fall måtte argumentere med at det er en framtidig profitt å hente i det aktuelle marked, og at en ved å tillate en fusjon kan la innenlandske bedrifter kunne hente ut en andel av denne framtidige profitten.

Et argument som ofte er framme i debatten om bedriftsserverv i en åpen økonomi er arbeidsplasser. Kan det tenkes at en fusjon, for eksempel mellom et innenlandsk og et utenlandsk selskap, kan føre til nedleggelse av innenlandske arbeidsplasser? Svaret er, selvsagt, ja i visse tilfeller og nei i andre tilfeller. Noen bedriftsserverv kan føre til at aktivitet overflyttes til den innenlandske bedriften, mens andre bedriftsserverv kan føre til at aktivitet flyttes ut av landet. Tap av arbeidsplasser vil av mange bli betraktet som et tap. Men, som beskrevet i avsnitt 3.1, dersom arbeidskraften kan benyttes i alternativ virksomhet som har like stor verdi for samfunnet vil ikke det som tilsynelatende framstår som et tap av arbeidsplasser være et tap av arbeidsplasser sett i et større perspektiv. Faktisk kan det tenkes at nasjonale interesser er bedre tjent med at arbeidskraft blir oppsagt i den fusjonerte bedriften og dermed tvinges over i annen virksomhet enn at arbeidskraften følger 'med på lasset' ut av landet og ansettes i den nye, fusjonerte bedriften i et annet land. Det kan dessuten og være uheldig fra et nasjonalt perspektiv dersom en fusjon mellom en innenlandsk og en utenlandsk bedrift fører til konkurranse mellom de to bedriftenes fagforeninger om å få størst mulig andel av aktiviteten. Dette kan framtvinge lavere lønn, som vil komme eierne av de to selskapene til gode. Dermed vil det kunne forekomme en omfordeling fra innenlandske lønnstakere til den utenlandske bedriften som deltar i fusjonen, en overføring som er ugunstig sett fra et nasjonalt perspektiv.

Det er ett tilfelle der tap av arbeidsplasser kan være et argument i et nasjonalt perspektiv, og det har sammenheng med det som er karakterisert som klyngeeffekter. En eller flere ressurser, og arbeidskraft er typisk en slik ressurs, kan generere verdier ut over den verdien som bedriften selv er i stand til å kapre. For eksempel kan personer ansatt i en bedrift generere kunnskap som de kan ta med seg videre hvis de eventuelt slutter og begynner i en annen bedrift. Sett i et slikt perspektiv kan for eksempel flytting av et hovedkontor ut av landet redusere muligheten for at det genereres slike klyngeeffekter. Selv om teoretiske studier finner at slike klyngeeffekter kan forekomme, er det svært vanskelig å si med sikkerhet om det i et

konkret marked faktisk forekommer klyngeeffekter.⁵² Det er for eksempel ikke tilstrekkelig å kunne vise til at en bedrift har ringvirkninger, for eksempel i form av at den genererer aktivitet hos underleverandører og dermed genererer arbeidsplasser. Hvis det hadde vært et tilstrekkelig kriterie, ville all virksomhet hatt en klyngeeffekt. Hvis verdien av all virksomhet i Norge ble beregnet på en slik måte, ville vi telt opp verdier mer enn en gang.

Teoretiske studier har argumentert for at multinasjonale selskaper som etablerer seg i et innenlandsk marked kan produsere til lavere kostnader enn hva tilfellet er for lokale, innenlandske selskaper.⁵³ Begrunnelsen er at de multinasjonale selskapene har tilgang til en unik teknologi og knowhow, og kan benytte den i sin produksjon i det innenlandske markedet. Ut fra et slikt perspektiv vil det kunne være fordelaktig at multinasjonale selskaper kjøper opp innenlandske selskaper, fordi det vil kunne bety at det bidrar til lavere kostnader i produksjonen. En del internasjonale studier finner empirisk støtte for hypotesen om at utenlandseide selskaper produserer til lavere kostnader. En empirisk studie for Norge konkluderer med at det ikke er mulig å fastslå at utenlandseide bedrifter har en produktivitet som adskiller seg fra innenlandske bedrifter.⁵⁴

Studien referert til over antyder at utenlandseide bedrifter ikke adskiller seg dramatisk fra norskeide bedrifter hva angår effektivitet. En annen norsk studie bekrefter dette bildet. Rusten, Kvinge og Jakobsen (1999) foretar en beskrivende studie av omfang og effekter av internasjonalt eierskap i norsk næringsliv. Flertallet av utenlandseide bedrifter har startet ut med å kjøpe opp eller fusjonere med en norsk bedrift. Hovedmotivet for de fleste synes å være å komme nærmere til markedet, og dermed betjene kundene på en mindre kostnadskrevende måte. En stor del av bedriftene som ble undersøkt ble karakterisert som 'autonome døtre', i betydningen at datterselskapene har en stor grad av beslutningsmyndighet for egen virksomhet. Det var hovedsaklig nordmenn som satt i nøkkelposisjoner, og studien fant liten forskjell mellom norskeide og utenlandseide selskaper hva angår omfanget av lokale vare- og

⁵²Se Bergo *et al* (1996, kapittel 5) for en oversikt over teori for næringsklynger. Den eneste studien jeg kjenner til som faktisk kartlegger hvorvidt det er en klyngeeffekt er Knarvik og Steen (1999), som studerer den maritime sektor i Norge.

⁵³Se Simpson (1994) for en kortfattet beskrivelse av den teoretiske og empiriske litteraturen på dette feltet.

⁵⁴Simpson (1994) sammenligner produktiviteten for norskeide og utenlandseide bedrifter i norsk industri for perioden 1974-89. Hun finner at utenlandseide bedrifter er større og mer produktive. Men når det kontrolleres for det faktum at de bedrifter som er utenlandseide er systematisk anderledes enn norskeide, finner hun ikke lenger at utenlandseide bedrifter har høyere produktivitet.

tjenestekjøp. De fant eksempler på at noen utenlandskeide bedrifter flyttet forskning og utvikling til utlandet, men hovedtendensen var at det foregikk en vesentlig FoU-virksomhet ved den norske avdelingen.

Rusten *et al* (1999) indikerer altså at det ikke forekommer noen systematisk tapping av FoU-ressurser ut av landet som følge av utenlandske oppkjøp. Men det kan allikevel tenkes at den utenlandske kjøper tapper det opprinnelige norske selskapet for verdier på andre måter. For det første kan en utenlandsk majoritetsinteresse etter oppkjøp vedta at ressurser skal flyttes ut av landet. Hvis det var riktig, ville en forvente at verdien av minoritetsintetresser i slike selskaper ville falle som følge av utenlandsk oppkjøp. Det finnes etter det jeg kjenner til ingen empirisk studie basert på norske data. Empiriske studier basert på internasjonale data finner imidlertid at verdien av minoriteteiernes aksjer øker som følge av oppkjøp (se Eckbo, 1998). Dette er i så fall i strid med hypotesen om at det oppkjøpte selskapet blir tappet for verdier. For det andre kan det tenkes at utenlandske selskaper kjøper opp norske selskaper til en lav pris, og dermed får dem på 'billigsalg'. En empirisk studie basert på norske data avviser denne hypotesen (se Eckbo, 1998). I tråd med resultatene fra internasjonale studier finner den at selgende aksjonærer i Norge oppnår en betydelig gevinst sammenlignet med aksjekursen før oppkjøpet blir offentliggjort. Studien finner at verdiøkningen faktisk er større i de tilfeller der en norsk bedrift blir oppkjøpt av en utenlandsk bedrift. En mulig forklaring kan være at når det åpnes for muligheten for utenlandske oppkjøp vil det kunne være flere aktuelle bydere og dermed hardere konkurranse om å kjøpe opp den aktuelle bedriften.

4. NOEN AVSLUTTENDE MERKNADER

Norsk økonomi har i løpet av de siste tiårene blitt gradvis tettere integrert i internasjonal økonomi. Hensikten med dette notatet har vært å drøfte hvordan dette bør påvirke vårt syn på ønskeligheten av fusjoner og oppkjøp sett fra et nasjonalt perspektiv. Men for å kunne svare på et slikt spørsmål, er det nødvendig å forstå bedriftenes motiver for å gjennomføre bedriftsserverv. Jeg har derfor benyttet relativt mye plass på å forklare mulige motiver for bedriftsserverv, og gjengitt en rekke empiriske studier som kan hjelpe oss å svare på spørsmålet. Derneft har jeg gjengitt den tradisjonelle samfunnsøkonomiske tilnærmingen til bedriftsserverv, og bygget videre på den i diskusjonen av hvordan det faktum at norsk økonomi er en åpen økonomi bør påvirke vårt syn på fusjoner og oppkjøp. Ved å benytte en slik tilnærming får en klart fram hvilken betydning åpen økonomi som sådan har, og resultatene blir tildels i strid med utbredte oppfatninger.

Som beskrevet i kapittel 2, skiller vi mellom to ulike motiver for bedriftsserverv. Et første, mulig motiv for bedriftsserverv er å overta bedrifter som er *dårlig drevet*, avsette ledelsen, og forbedre driften og dermed ta ut det potensialet for fortjeneste som er til stede i den aktuelle bedriften. Det andre mulige motivet er gjennom *koordinering* av de involverte bedriftene å enten redusere kostnadene eller øke inntektene og dermed generere større profitt enn det bedriftene hver for seg kunne tjent uten at bedriftsservervet hadde blitt gjennomført.

Noen av de motiver som bedriftene oppgir for å gjennomføre bedriftsserverv vil åpenbart være i overensstemmelse med det samfunnet som helhet ønsker. Dette gjelder særlig bedriftsserverv som er motivert ut fra utsikter til kostnadsbesparelser. Reduserte kostnader vil i mange, men ikke alle, tilfeller være gunstig også for samfunnet som helhet. Grunnen er at det innebærer at mindre ressurser benyttes til å produsere en vare. Merk at det her er en tilsynelatende konflikt mellom det mer populære syn på hva som er bra og dårlig for samfunnet og det samfunnsøkonomiske perspektivet. Dersom et bedriftsserverv innebærer at færre personer kan utføre samme jobben og dermed at bedriftsservervet fører til færre ansatte, vil dette tapet av arbeidsplasser av enkelte kunne bli oppfattet som et tap for samfunnet. Fra et samfunnsøkonomisk synspunkt er imidlertid dette i mange tilfeller ikke noe tap, men snarere en kostnadsgevinst. Arbeidskraft er blitt frigjort fra en aktivitet uten at

produksjonen reduseres, og kan dermed benyttes til å generere verdier i en annen aktivitet. På den annen side vil en kostnadsgevinst som skyldes at de fusjonerte bedriftene presser underleverandøren til å sette en lavere pris ikke være en kostnadsgevinst for samfunnet, men snarere en inntektsomfordeling fra underleverandører til de fusjonerende bedriftene. Dermed vil vi ha det tilsynelatende paradoksale resultat at kostnadsgevinster for de fusjonerende som fører til at personer mister sitt arbeid kan være genuine kostnadsgevinster for samfunnet, mens kostnadsgevinster for de fusjonerende som ikke har effekt på antallet ansatte ikke nødvendigvis gir noen genuin kostnadsgevinst for samfunnet.

Studier av fusjoner og oppkjøp viser at de typisk fører til betydelige gevinster for dem som selger sine aksjer i en bedrift, det vil si eierne i den oppkjøpte bedriften. Det peker i retning av at det er et potensiale for bedre drift i en del selskaper, og at oppkjøp har en viktig rolle å spille når det gjelder å sikre veldrevne bedrifter. Trusselen om oppkjøp vil i seg selv kunne bidra til å disiplinere ledelsen i en bedrift, og understreker ytterligere at det som er kalt markedet for selskapskontroll kan spille en gunstig rolle for samfunnet. Men på den annen side finner studier av fusjoner og oppkjøp at i beste fall vil den som kjøper opp en bedrift gå med null i gevinst, og i en del tilfeller vil bedriftserverv faktisk være ulønnsomt for kjøpende part. Det synes som om en del potensielle kostnadsbesparelser viser seg vanskelig å realisere, blant annet grunnet stor kompleksitet forbundet med å integrere fusjonerte selskaper. Vi har pekt på en del mekanismer som kan forklare dette. En viktig grunn kan være at den som initierer en fusjon eller et oppkjøp kan være den som er mest optimistisk hva angår utsiktene for kostnadsbesparelser og dermed overvurderer potensialet for kostnadsbesparelse. Dette kan synes å være tilfellet ikke bare når det gjelder oppkjøp, men også når det gjelder fusjoner. Men hvis vi tolker dette som at alle bedriftserverv må tolkes som ugunstige, står vi i fare for å 'kaste babyen ut med badevannet'. Etter min mening er det grunn til å tro at markedet for selskapskontroll spiller en viktig rolle, ikke minst som en disiplinerende faktor overfor bedriftsledere.

Dersom vi samler trådene fra ulike empiriske studier, synes det å være en sammenheng mellom antallet bedrifter i en næring og prisnivået. Det gir grunn til å tro at et motiv for en rekke bedriftserverv mellom bedrifter i samme marked kan være å utnytte markedsrett i betydningen redusere konkurransen og dermed sette en høyere pris etter bedriftservervet. Det er imidlertid interessant å merke seg at både teoretiske og empiriske studier finner at de bedriftene som fusjonerer vil forvente å

miste markedsandeler og dermed at gevinsten forbundet med å utnytte markedsrett ikke nødvendigvis er betydelig. Bedriftene kan endog ende opp med lavere profitt selv om de lykkes i å øke prisene. Grunnen er at de bedrifter som ikke deltar i fusjonen utnytter sjansen til å øke sitt salg. Dette demper motivet for bedriftene til å foreta bedriftserverv for å utnytte markedsrett. Typisk vil det også være slik at de bedrifter som ikke deltar i en fusjon vil tjene mer på fusjonen enn deltakerne. Dette er ytterligere et argument for bedrifter til å være varsomme med å vedta fusjon, og heller håpe på at andre fusjonerer og at en dermed er gratispassasjer.

Men når bedrifter som opererer i samme marked først velger å foreta bedriftserverv, er det grunn til å frykte at det har en prisøkende effekt, noe som er uheldig sett fra forbrukernes og samfunnets side. Den eksisterende litteraturen gir oss imidlertid kun begrenset innsikt i å kunne anslå hvor stor en eventuell prisøkning vil bli. Det eneste en kan si er at potensialet for prisøkning er typisk størst i næringer med et fåtall bedrifter og der de som deltar i bedriftservervet har en betydelig markedsandel.

Fra det foregående framgår det at oppkjøp i hovedsak kan ha en gunstig rolle å spille ved at bidrar til å sikre at bedrifter er veldrevne, og at bedriftserverv i konsentrerte markeder kan ha uheldige konkurransemessige effekter. Men begge disse konklusjonene er blitt trukket i tvil i det tilfellet der vi åpner for utenlandsk konkurranse. For det første er det blitt hevdet at utenlandske bedrifters oppkjøp av norske bedrifter kan føre til tap av verdier ut av landet, dels ved at de kjøper norske bedrifter til en lav pris og dels ved at de taper de norske bedriftene for verdier. Verken internasjonale eller norske studier finner noen støtte for at det skjer et slikt tap av verdier ut av landet. Tvert i mot, en norsk studie finner at i de tilfeller der utenlandske bedrifter kjøper opp en norsk bedrift betaler de en overpris sammenlignet med aksjemarkedets vurdering, og denne overprisen er større enn hva tilfellet er når kjøperen er en norsk bedrift. Det siste kan ha sin årsak i at det typisk er flere potensielle kjøpere straks det åpnes for muligheten for salg til utlandet, og at dette fører til hardere konkurranse mellom budgiverne. Dessuten viser studier at utenlandske bedrifter typisk ikke opptrer anderledes enn norske bedrifter. Ledelsen er typisk norsk, de kjøper varer lokalt og det er FoU-virksomhet i Norge. Dette bidrar ytterligere til å forkaste påstanden om at utenlandske oppkjøp typisk vil tappe norske bedrifter for verdier.

For det andre hevdes det at eksistensen av konkurranse fra en utenlandsk bedrift bør være et argument for at norske bedrifter får anledning til å slå seg sammen, slik at de kan stå sterkere rustet til konkurransen fra utenlandske bedrifter. Det er vanskelig å se den logiske begrunnelsen for et slikt argument. Tvert i mot, det kan argumenteres for at eksistensen av utenlandske bedrifter i et innenlandsk marked gjør det mer ugunstig fra et nasjonalt perspektiv at innenlandske bedrifter slår seg sammen. Hvis et bedriftsserverv fører til høyere priser vil det typisk føre til at de bedriftene som ikke deltar i fusjonen oppnår både høyere pris og høyere salg. Dermed vil en fusjon mellom innenlandske bedrifter ha bidratt til en overføring av verdier til utenlandske bedrifter og dermed til et tap for nasjonen.

Alternativt er det argumentert med at den økte internasjonale konkurransen fører til at det blir vanskelig for en liten bedrift å overleve i markedet. Det kan være et gyldig argument. Men det vil ikke dermed si at den beste løsningen fra et nasjonalt perspektiv vil være at to innenlandske bedrifter slår seg sammen. Et slikt bedriftsserverv har uheldige konkurransemessige effekter, som vi over har argumentert for kan være enda mer skadelig for samfunnet i en situasjon med konkurranse fra utenlandske bedrifter. En alternativ løsning kan i så fall være at innenlandske bedrifter fusjonerer med utenlandske bedrifter. Dermed vil konkurransen være sikret i det innenlandske markedet, og den nye, fusjonerte bedriften kan ha større mulighet til å overleve enn hva hver av de to hadde før en eventuell fusjon. Ut fra det vi vet om effekter av oppkjøp, kan et enda bedre alternativ i en del situasjoner være at en tillater at den innenlandske bedriften blir kjøpt opp av en utenlandske bedrift. En eventuell konkurranse mellom utenlandske kjøpere kan bidra til å presse prisen på den norske bedriften opp, og en kan i slike tilfeller typisk realisere en gevinst ut over aksjeverdien for selskapet før oppkjøp.

REFERANSER

Akhavain, J. D., A. N. Berger og D. B. Humprey, 1997, 'The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function', *Review of Industrial Organization*, 12: 95-139.

Allen, C., M. Gasiorek og A. Smith, 1998, 'European Single Market: How the Programme Has Fostered Competition', *Economic Policy*, 0: 439-469.

Anderson, Simon P. M. P. Donsimoni og J. J. Gabszewicz, 1989, 'Is International Trade Profitable to Oligopolistic Industries?' *International Economic Review*, 30: 725-733.

Bain, J., 1956, *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Barros, P. P. og L. Cabral, 1994, 'Merger Policy in Open Economies', *European Economic Review*, 38: 1041-1055.

Barros, P. P. og L. Sørsgard, 2000, 'Mergers in an Advertising-Intensive Industry', manuskript, Institutt for Samfunnsøkonomi, Norges Handelshøyskole.

Bergo, J., K. P. Hagen, K.G. Lindquist, V. D. Norman og L. Orvedal, 1996, 'I Norge – for tiden? Konsekvenser av økt internasjonalisering for en liten åpen økonomi', Rapport fra en ekspertgruppe avgitt til Finansdepartementet, Nærings- og energidepartementet og Utenriksdepartementet 1. juli 1996, Oslo.

Bittlingmayer, G., 1985, 'Did Antitrust Policy Cause the Great Merger Wave?' *Journal of Law and Economics*, 28: 77-118.

Bresnahan, T. F., 1989, 'Empirical Studies of Industries with Market Power', kapittel i R. Schmalensee og R. D. Willig (red.), *Handbook of Industrial Organization*, Volume 2, North-Holland, 1011-1057.

Bresnahan, T. F. og P. C. Reiss, 1990, 'Entry in Monopoly Markets', *Review of Economic Studies*, 57: 531-553.

Bresnahan, T. F. og P. C. Reiss, 1991, 'Entry and Competition in Concentrated Markets', *Journal of Political Economy*, 99: 977-1009.

Caves, R. E. 1989, 'Mergers, Takeovers and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight', *International Journal of Industrial Organization*, 7: 151-174.

Comment, R. og G. Jarell, 1987, 'Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-Riding Shareholder', *Journal of Financial Economics*: 19: 283-310.

Cotterill, R. W., 1986, 'Market Power in the Retail Food Industry: Evidence from Vermont', *Review of Economics and Statistics*, 68: 379-386.

- Cremieux, P.-Y. og M. van Audenrode, 1996, 'Mergers and Bargaining in the Airline Industry', *Labor*, 10: 297-318.
- Daughety, A. F., 1990, 'Beneficial Concentration', *American Economic Review*, 80: 1231-1237.
- DeAngelo, H. og E. Rice, 1983, 'Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth', *Journal of Financial Economics*, 11: 329-360.
- Dixit, A. og S. Skeath, 1999, *Games of Strategy*, W. W. Norton Company, New York.
- Eckbo, B. E., 1983, 'Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth', *Journal of Financial Economics*, 11: 241-273.
- Eckbo, B. E., 1998, 'Bedriftsoppkjøp og verdiskapning', kapittel 11 i K. Boye og C. B. Meyer (red.), *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademisk Forlag, 244-278.
- Eckbo, B. E. og P. B. Solibakke, 1991, 'Bedriftsoppkjøp og internasjonalisering: Norge og Europa i 1980-årene', *Beta: Tidsskrift for bedriftsøkonomi*, 5: 1-30.
- Deneckere, R. og C. Davidson, 1985, 'Incentives to Form Coalitions with Bertrand Competition', *Rand Journal of Economics*, 16: 473-486.
- Fama, E. F., 1980, 'Agency Problems and the Theory of the Firm', *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E. F. og M. C. Jensen, 1983, 'Separation of Ownership and Control', *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Farrell, J. and C. Shapiro, 1990, 'Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis', *American Economic Review*, 80: 107-126.
- Fauli-Oller, R., 2000, 'Takeover Waves', *Journal of Economics & Management Strategy*, under utgivelse.
- Fauli-Oller, R. og M. Motta, 1996, 'Managerial Incentives for Takeovers', *Journal of Economics & Management Strategy*, 5: 497-514.
- Fridolfsson, S.-O. og J. Stennek, 2000, 'Holdup of Endogenous Mergers', manuskript, Industriøkonomisk Institutt, Stockholm.
- Gabrielsen, T. S., 1997, 'Konsentrasjon og konglomerater i finansnæringen', SNF-rapport 28/97, SNF, Bergen.
- Gabrielsen, T. S., 1999, 'Conglomerate Mergers and Foreclosure', manuskript, Institutt for Økonomi, Universitetet i Bergen.
- Gokhale, J. E., E. Groshen og D. Neumark, 1993, 'Do Hostile Takeovers Reduce Extramarginal Wage Payments?', Working Paper no. 4346, National Bureau for Economic Research, Washington.

- Golbe, D. L. og L. J. White, 1993, 'Catch a Wave: The Time Series Behavior of Mergers', *Review of Economics and Statistics*, 75: 493-99.
- Gretland, B. og A. C. Stray Ryssdal, 1998, 'Motstandsstrategier ved oppkjøp', kapittel 5 i K. Boye og C. B. Meyer (red.), *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademisk Forlag, 142-161.
- Greve, H. R., 1996, 'Hvem styrer styret? Styrets rolle i bedriftsledelsen', kapittel i T. Reve (red.), *Eierskap og kapital som konkurransefaktor*, SNF Årbok 1996, Fagbokforlaget, Bergen.
- Hart, O. og J. Tirole, 1990, 'Vertical Integration and Market Foreclosure', *Brookings Papers on Economic Activity*, 0: 205-276.
- Haspelagh, P. og D. B. Jemison, 1991, *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*, Free Press, New York.
- Hekmat, A., 1995, 'The Effects of Different Types of Mergers on Union and Non-union Wages in the United States', *Journal of Economics*, 21: 65-69.
- Hendricks, K. og R. P. McAfee, 2000, 'A Theory of Bilateral Oligopoly, With Applications to Vertical Mergers', manuscript, University of Texas.
- Horn, H. og J. Levinsohn, 1997, 'Merger policies and trade liberalization', NBER Working Paper 6077.
- Horn, H. og L. Persson, 2000, 'The Equilibrium Ownership of an International Oligopoly', *Journal of International Economics*, under utgivelse.
- Jarell, G. A., J. A. Brickley og J. M. Netter, 1988, 'The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980', *Journal of Economic Perspectives*, 2: 49-68.
- Jarell, G. A. og A. B. Poulsen, 1987, 'Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Anti-takeover Amendments since 1980', *Journal of Financial Economics*, 19: 127-168.
- Jensen, M. C. og W. H. Meckling, 1976, 'Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Kamien, M. I. og I. Zang, 1990, 'The Limits of Monopolization through Acquisition', *Quarterly Journal of Economics*, 105: 465-499.
- Kamien, M. I. og I. Zang, 1993, 'Monopolization by Sequential Acquisition', *Journal of Law, Economics and Organization*, 9: 205-229.
- Klette, T. J., 1993, 'Produktivitet og internasjonal integrasjon', Rapport til en arbeidsgruppe i Finansdepartementet.

- Knarvik, K. H. Midelfart og F. Steen, 1999, 'Self-Reinforcing Agglomerations? An Empirical Industry Study', *Scandinavian Journal of Economics*, 101: 515-532.
- Kremp, E., 1994, 'The Impact of Restructuring on French Manufacturing Firm Operating Performance during the Eighties', manuskript, Banque de France.
- Koller, R. H. og L. W. Weiss, 1989, 'Price Levels and Seller Concentration: The Case of Portland Cement', kapittel i L. W. Weiss (red.), *Concentration and Price*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 17-40.
- Kringstad, M., 1997, 'En empirisk analyse av realøkonomiske konsekvenser ved eierskifter i norsk industri for perioden 1975 til 1992', SNF-rapport 52/97, SNF, Bergen.
- Lamm, R. M., 1981, 'Prices and Concentration in the Food Retailing Industry', *Journal of Industrial Economics*, 30: 67-78.
- Leibenstein, H., 1966, 'Allocative Efficiency versus X-Efficiency', *American Economic Review*, 56: 392-415.
- Levin, D., 1990, 'Horizontal Mergers: The 50-percent Benchmark', *American Economic Review*, 80: 1238-1245.
- Lichtenberg, F. R. og D. Siegel, 1987, 'Productivity and Changes in Ownership in Manufacturing Plants', *Brookings Papers on Economic Activity*, 3: 643-683.
- Linn, S. og J. McConnell, 1983, 'An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices', *Journal of Financial Economics*, 11: 361-400.
- Linn, S. og Z. Zhu, 1997, 'Aggregate Merger Activity: New Evidence on the Wave Hypothesis', *Southern Economic Journal*, 64: 130-46.
- Lommerud, K. E. og L. Sørgard, 1997, 'Merger and Product Range Rivalry', *International Journal of Industrial Organization*, 16: 21-42.
- Lommerud, K. E., O. R. Straume og L. Sørgard, 2000, 'Merger Profitability in Unionized Oligopoly', manuskript, Institutt for Samfunnsøkonomi, Norges Handelshøyskole.
- Malatesta, P. H og R. A. Walkling, 1988, 'Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 20: 347-376.
- Manne, H. G., 1965, 'Mergers and the Market for Corporate Control', *Journal of Political Economy*, 73: 110-120.
- Mathiesen, L., 2000, 'Numerisk modellering av markeder med differensierte produkter', SNF-rapport 11/00, SNF, Bergen.

- McAfee, R. P. og M. A. Williams, 1992, 'Horizontal Mergers and Anti-trust Policy', *Journal of Industrial Economics*, 40: 181-187.
- McGuckin, R. H. og S. V. Nguyen, 1993, 'On Productivity and Plant Ownership Change: New Evidence from the LRD', Discussion paper no. 93-15, Center for Economic Studies, U.S. Bureau of Census.
- Meyer, C. B., 1996, 'The Process of Organisational Integration in Mergers and Acquisitions', avhandling for graden dr.oecon, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Meyer, C. B. og L. B. Lien, 1998, 'Verdiskapning og ødeleggelse', kapittel 8 i K. Boye og C. B. Meyer (red.), *Fusjoner og oppkjøp*, Cappelen Akademisk Forlag, 194-208.
- Marvel, H. P., 1978, 'Competition and Price Levels in the Retail Gasoline Market', *Review of Economics and Statistics*, 6: 252-258.
- Mueller, D. C., 1985, 'Mergers and Market Shares', *Review of Economics and Statistics*, 67: 259-267.
- Mueller, D. C., 1989, 'A Theory of Conglomerate Mergers', *Quarterly Journal of Economics*, 83: 643-659.
- Neven, D. og P. Seabright (1997): 'Trade liberalization and the coordination of competition policy', i L. Waverman, W. S. Comanor and A. Goto (eds.): *Competition Policy in the Global Economy: Modalities for Cooperation*, Routledge.
- Nilssen, T., 1992, 'Markedsstruktur og bedriftsintern effektivitet', SNF-rapport 42/92, SNF, Bergen.
- Nilssen, T. og L. Sørgard, 1998, 'Sequential Horizontal Mergers', *European Economic Review*, 42: 1683-1702.
- Ordover, J. A., G. Saloner og S. Salop, 1990, 'Equilibrium Vertical Foreclosure', *American Economic Review*, 80: 127-142.
- Perry, M. K. og R. H. Porter, 1985, 'Oligopoly and the Incentives for Horizontal Mergers', *American Economic Review*, 75: 219-227.
- Prager, R. A. og T. H. Hannan, 1998, 'Do Substantial Horizontal Mergers Generate Significant Price Effects? Evidence from the Banking Industry', *Journal of Industrial Economics*, 46: 433-452.
- Ravenscraft, D. J. og F. M. Scherer, 1987, 'Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency', The Brookings Institution, Washington D.C.
- Ravenscraft, D. J. og F. M. Scherer, 1989, 'The Profitability of Mergers', *International Journal of Industrial Organization*, 7: 101-116.

Richardson, M., 1999, 'Trade and competition policies: Concordia discors?', *Oxford Economic Papers*, 51: 649-664.

Riordan, M. H., 1998, 'Anticompetitive Vertical Integration by a Dominant Firm', *American Economic Review*, 88: 1232-1248.

Roll, R., 1986, 'The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers', *Journal of Business*, 59: 197-216.

Rusten, G., T. Kvinge, og S.-E. Jakobsen, 1999, 'Internasjonalt eierskap i norsk næringsliv. Omfang og effekter nasjonalt og regionalt', SNF-rapport nr. 24/99, SNF, Bergen.

Salant, S., S. Switzer og R. Reynolds, 1983, 'Losses Due to Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium', *Quarterly Journal of Economics*, 98: 185-199.

Scharfstein, D. S. og J. C. Stein, 1990, 'Herd Behaviour and Investment', *American Economic Review*, 80: 465-479.

Schenk, H., 1996, 'Bandwagon Mergers, International Competitiveness, and Government Policy', *Empirica*, 23: 255-278.

Scherer, F. M., 1988, 'Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments', *Journal of Economic Perspectives*, 2: 69-82.

Scherer, F. M. og D. Ross, 1990, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 3. utgave, Houghton Nifflin Company, Boston.

Schmalensee, R., 1989, 'Inter-Industry Studies of Structure and Performance', kapittel i R. Schmalensee og R. D. Willig (red.), *Handbook of Industrial Organization*, Volume 2, North-Holland, 951-1009.

Simpson, M. J., 1994, 'Foreign Control and Norwegian Manufacturing Performance', Discussion Paper no. 111, Statistics Norway, Oslo.

Singal, V., 1996, 'Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects', *Journal of Business*, 69: 233-268.

Shleifer, A. og R. W. Vishny, 1988, 'Value Maximization and the Acquisition Process', *Journal of Economic Perspectives*, 2: 7-20.

Slade, M., 1998, 'Beer and the Tie: Did Divestiture of Brewer-Owned Public Houses Lead to Higher Beer Prices?', *Economic Journal*, 108: 565-602.

Stennek, J, 1998, 'Samhällsekonomisk analys av förvärvskontroll,' Vedlegg til konkurrenslagens regler om företagskoncentration, Betänkande av Konkurrenslagsutredningen, SOU 1998:98.

- Stigler, G. J., 'Monopoly and Oligopoly by Merger', *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 40: 23-34.
- Stillman, R., 1983, 'Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers', *Journal of Financial Economics*, 11: 225-240.
- Sutton, J., 1991, *Sunk Costs and Market Structure. Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Sutton, J., 1998, *Technology and Market Structure. Theory and History*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Svennæs, A og T. A. Thalhaug, 1991, 'Hvem tjener på fusjoner og oppkjøp?' *Praktisk Økonomi & Ledelse*.
- Symeonidis, G., 2000, 'Price and Nonprice Competition with Endogenous Market Structure', *Journal of Economics & Management Strategy*, 9: 53-84.
- Sørgard, L., 1997, *Konkurransestrategi. Eksempler på anvendt mikroøkonomi*, Fagbokforlaget, Bergen.
- Sørgard, L., 1997, 'Domestic Merger Policy in an International Oligopoly': The Nordic Market for Electricity', *Energy Economics*, 19: 239-253.
- Sørgard, L., 2000, 'Trade Liberalization – A Substitute for Domestic Merger Policy?', manuskript, Institutt for Samfunnsøkonomi, Norges Handelshøyskole.
- Thaler, R., 1988, 'Anomalies: The Winner's Curse', *Journal of Economic Perspectives*, 2: 191-201.
- Town, R. J., 1992, 'Merger Waves and the Structure of Merger and Acquisition Time-Series', *Journal of Applied Econometrics*, 7: S83-100.
- Vik, K. E., 1996, 'Realøkonomiske effekter ved eierskifte i norsk industri', SNF-rapport 98/96, SNF, Bergen.
- Weiss, L. W. (red.), 1989, *Concentration and Price*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Werden, G.J., 1996, 'A Robust Test for Consumer Welfare Enhancing Mergers among Sellers of Differentiated Products', *The Journal of Industrial Economics*, 44: 409-413.
- Werden, G.J., og L.M. Froeb, 1996, 'Simulation as an Alternative to Structural Merger Policy in Differentiated Products Industries', i M.Coate og A.Kleit (red.), *The Economics of Antitrust Process*, New York: Kluwer.
- Werden, G.J., og L.M. Froeb, (1998), The Entry-Inducing Effect of Horizontal Mergers: An Exploratory Analysis, *The Journal of Industrial Economics*, 46: 377-386.

Williamson. O., 1968, 'Economics as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs', *American Economic Review*, 58, 18-36.

Willig, R.D., 1991, 'Merger Analysis, Industrial Organization Theory and Merger Guidelines', *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 0: 281-332.