

Høgskolen i Sørøst-Norge  
Handelshøyskolen og fakultet for samfunnsvitenskap

**Mastergradsavhandling i økonomi og ledelse**  
Fordypningsområde: Bedriftsøkonomisk analyse

**2016**

Ilva Bengtzon & Henriette Breien

# Likviditetsstyring

Et casestudie av hvordan finanskrisen i 2008 påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper

Høgskolen i Sørøst-Norge  
Handelshøyskolen og fakultet for samfunnsvitenskap  
Institutt for strategi og økonomi  
Postboks 164 Sentrum  
3502 Hønefoss

<http://www.usn.no>

© 2016 Ilva Bengtson & Henriette Breien

Denne avhandlingen representerer 45 studiepoeng

## Forord

*«Wisdom begins in wonder» - Sokrates.*

Denne masteroppgaven startet med en stor interesse for og ønske om å tilegne oss mer kunnskap om likviditetsstyringen i norske selskaper. Det har vært en lang og lærerik prosess, og markerer også slutten på et femårig studiesamarbeid.

Vi har hatt mange støttespillere med oss på veien, og vil gjerne gi en takk til alle sammen - prosessen hadde ikke blitt den samme uten støtte fra familie og venner. Aller mest vil vi rette en takk til de fem selskapene som tok seg tid til å samarbeide med oss, og ikke minst til informantene som stilte opp til intervjuer og var fleksible og hjelpsomme gjennom prosessen. Det har vært utrolig inspirerende og lærerikt å prate med mennesker som brenner for det de jobber med, og klarer å formidle kompleksiteten i likviditetsstyring på en pedagogisk og engasjerende måte. En stor takk går også til vår veileder, Øystein Stephansen, for hans gode innspill og bidrag til arbeidet med denne avhandlingen. I tillegg har vi hatt stor nytte av Etty Nilsen sine råd i forkant av intervjuene, og vil gjerne rette en takk til henne.

For å gjøre avhandlingen personlig og til et produkt som vi kan være stolte av har vi fått god hjelp fra Lars Berggaard og Sigve Resaland, som har bidratt med illustrasjoner. Til slutt vil vi takke våre «kollegaer» på kontoret, for å ha lyst opp selv de mørkeste stunder, og for å ha bidratt til at masterstudiene ikke bare har gitt faglig påfyll men også mange hyggelige samtaler rundt kaffemaskinen.

Vi synes følgende utsagn fra B. Franklin oppsummerer arbeidet med studien på en fin måte:

*«An investment in knowledge pays the best interest»*

Hønefoss, 18.mai 2016

Ilva Bengtson

Henriette Breien

## Sammendrag

*«Stability leads to instability. The more stable things become and the longer things are stable, the more unstable they will be when the crisis hits» - Hyman Minsky, 1982.*

Lite visste Hyman Minsky at hans modell for økonomisk utvikling skulle vise seg å være så treffende og få så mye oppmerksomhet, 12 år etter hans død. Slik Minsky i sin tid forutså, opplevde den amerikanske økonomien en lengre periode med vekst og optimisme rundt årtusenskiftet. Økt tillit til finansmarkedene ledet til lav risikoaversjon hos investorer, samtidig som belåningen økte i takt med stigende boligpriser. I 2008 sprakk boblen, pengemarkedet frøs til og verden stod ovenfor en av de mest kaotiske finansielle periodene siden 1930-årene. En stor del av forskningen rundt finanskrisen og dens effekter har fokusert på viktigheten av likviditetsstyring, og hvordan likviditetstørken påvirket for amerikanske selskaper. Mangelen på likviditet i markedet ga også utslag i Norge, hvor norske selskaper opplevde begrenset tilgang til kapital i bankmarkedet og det ble dyrere å anskaffe kapital. Ettersom krisen også gav virkninger i Norge er det derfor også aktuelt å studere krisens påvirkning på norske selskapers likviditetsstyring. Det er dette finansområdet som i stor grad trekkes frem i forskningslitteraturen. For å kunne studere hvordan finanskrisen i 2008 har påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper har vi gjennomført et casestudie med fem norske selskaper. Ved bruk av intervju som metodikk har vi innhentet erfaringer om krisens påvirkning på selskapenes håndtering av likvide midler, finansiering, risikovurderinger og endringer i hvordan likviditetsstyringen foregår i praksis.

Studien har avdekket flere forhold som fikk økt fokus hos de norske selskapene etter finanskrisen. Spesielt viser analysen at selskapene opplevde mer usikkerhet i forhold til bankene, som ble ansett som mindre solide under krisen. Dette medførte et ønske om å redusere bankesponeringen og diversifisere lånekildene, i tillegg til å utnytte intern kapital i enda større grad. Flere av selskapene iverksatte i den forbindelse arbeidskapitalprosjekter, for å frigjøre intern kapital. Datainnsamlingen avdekket at selskapene ønsket å sikre seg en buffer dersom markedene skulle stenge helt av også her i Norge. Av denne grunn økte derfor flere av selskapene sine fasiliteter i bankene som en ekstra trygghet. På denne måten understreker studien betydningen av kredittfasiliteter som kilder til kapital fra bankene i krisetider.

# Innholdsfortegnelse

|  |     |
|--|-----|
| <b>Forord</b> .....  | I   |
| <b>Sammendrag</b> .....  | II  |
| <b>Innholdsfortegnelse</b> .....   | III |
| <b>Figuroversikt</b> .....   | VI  |
| <b>Tabelloversikt</b> .....  | VI  |
| <b>1 Innledning</b> .....  | 1   |
| <b>1.1 Bakgrunn</b> .....  | 2   |
| <b>1.2 Utredning av problemstilling og forskningsspørsmål</b> .....                            | 4   |
| <b>1.3 Studiens avgrensninger</b> .....  | 5   |
| <b>1.4 Avklaring av sentrale begreper</b> .....  | 6   |
| <b>1.5 Avhandlingens struktur</b> .....  | 6   |
| <b>2 Teoretisk rammeverk</b> .....   | 7   |
| <b>2.1 Finansiell styring – bidrar til verdiskapning i et selskap</b> .....                    | 8   |
| <b>2.2 Likviditetsstyring – sikrer mer effektiv utnyttelse av virksomhetens kapital</b> ... 10 |     |
| 2.2.1 <i>Likviditetsplanlegging - en del av virksomhetens langsiktige finansielle plan</i> ..  | 11  |
| 2.2.2 <i>Vurdering av likviditeten i et selskap</i> .....                                      | 14  |
| 2.2.3 <i>Plassering av likvide midler</i> .....  | 18  |
| 2.2.4 <i>Finansering - intern og ekstern kapitalanskaffelse</i> .....                          | 21  |
| 2.2.5 <i>Risiko – variabilitet i kontantstrømmene</i> .....                                    | 26  |
| <b>2.3 Finanskrisen 2008 - likviditetskrise med realøkonomiske konsekvenser</b> .....          | 30  |
| 2.3.1 <i>Slik forløp krisen seg</i> .....  | 31  |
| 2.3.2 <i>Hvordan forløp krisen seg i Norge?</i> .....  | 35  |
| 2.3.3 <i>Uro i finansmarkedene - hvilken effekt hadde dette på likviditetsstyringen?</i> ..... | 37  |
| <b>3 Metodisk tilnærming</b> .....   | 39  |
| <b>3.1 Valg av forskningsmetode</b> .....  | 40  |
| 3.1.1 <i>Vårt forskningsperspektiv</i> .....   | 41  |
| 3.1.2 <i>Kvalitativ forskningsmetode</i> .....   | 41  |
| <b>3.2 Valg av forskningsstrategi og design</b> .....  | 42  |
| 3.2.1 <i>Casestudie som forskningsstrategi</i> .....   | 43  |
| 3.2.2 <i>Casestudiens design</i> .....   | 43  |
| 3.2.3 <i>Utvalg av case</i> .....  | 46  |
| <b>3.3 Datainnsamling og gjennomføring av studien</b> .....                                    | 47  |
| 3.3.1 <i>Datatriangulering</i> .....   | 47  |

|            |  |    |
|------------|--|----|
| 3.3.2      | <i>Dokumentdata</i> .....  | 48 |
| 3.3.3      | <i>Intervju som datainnsamlingsteknikk</i> .....   | 50 |
| <b>3.4</b> | <b>Analyse av intervjudataene</b> .....  | 54 |
| <b>3.5</b> | <b>Evaluering av datamaterialet – datakvalitet og etiske vurderinger</b> .....             | 57 |
| 3.5.1      | <i>Reliabilitet – hvor troverdige er dataene?</i> .....                                    | 57 |
| 3.5.2      | <i>Validitet– er tolkningene gyldige i forhold til virkeligheten vi har studert?</i> ..... | 59 |
| 3.5.3      | <i>Overførbarhet - kan tolkningene våre være relevante i andre sammenhenger?</i> .....     | 61 |
| 3.5.4      | <i>Etiske vurderinger</i> .....  | 61 |
| <b>4</b>   | <b>Selskapene</b> .....  | 63 |
| <b>4.1</b> | <b>Orkla ASA</b> .....   | 64 |
| 4.1.1      | <i>Orklas økonomiske utvikling 2006 - 2014</i> .....                                       | 64 |
| <b>4.2</b> | <b>Jotun AS</b> .....  | 65 |
| 4.2.1      | <i>Jotuns økonomiske utvikling 2006 - 2014</i> .....                                       | 66 |
| <b>4.3</b> | <b>Kongsberg Gruppen ASA</b> .....   | 66 |
| 4.3.1      | <i>Kongsberg Gruppens økonomiske utvikling 2006 - 2014</i> .....                           | 67 |
| <b>4.4</b> | <b>Telenor ASA</b> .....   | 67 |
| 4.4.1      | <i>Telenors økonomiske utvikling 2006 - 2014</i> .....                                     | 68 |
| <b>4.5</b> | <b>Statkraft AS</b> .....  | 68 |
| 4.5.1      | <i>Statkrafts økonomiske utvikling i perioden 2006 - 2014</i> .....                        | 69 |
| <b>4.6</b> | <b>Hvorfor er disse fem selskapene hensiktsmessige for denne studien?</b> .....            | 70 |
| <b>5</b>   | <b>Analyse av empirien</b> .....   | 71 |
| <b>5.1</b> | <b>Likviditetsstyring som del av den finansielle styringen</b> .....                       | 72 |
| 5.1.1      | <i>Likviditetsstyringens rolle i selskapene</i> .....                                      | 72 |
| 5.1.2      | <i>Målet med likviditetsstyringen i selskapene</i> .....                                   | 74 |
| <b>5.2</b> | <b>Likviditetsstyring som prosess</b> .....  | 75 |
| 5.2.1      | <i>Fremgangsmåten for likviditetsplanlegging i selskapene</i> .....                        | 76 |
| 5.2.2      | <i>Konsernets kontroll over likviditet i datterselskapene</i> .....                        | 78 |
| 5.2.3      | <i>Best practice for likviditetsprosesser</i> .....  | 80 |
| <b>5.3</b> | <b>Håndtering og anskaffelse av kapital</b> .....  | 82 |
| 5.3.1      | <i>Plassering av overskuddslikviditet</i> .....  | 83 |
| 5.3.2      | <i>Finansiering - intern og ekstern kapitalanskaffelse</i> .....                           | 84 |
| 5.3.3      | <i>Bankrelasjoner</i> .....  | 90 |
| <b>5.4</b> | <b>Vurderinger knyttet til kontantstrømmenes volatilitet</b> .....                         | 92 |
| 5.4.1      | <i>Risikohåndtering</i> .....  | 92 |
| 5.4.2      | <i>Likviditetsvurdering</i> .....  | 97 |

|     |   |      |
|-----|---|------|
| 5.5 | Andre forklaringer .....  | 102  |
| 5.6 | Studiens hovedfunn .....  | 103  |
| 6   | Fortolkning .....   | 105  |
| 7   | Konklusjon, implikasjoner og videre forskning.....                    | 111  |
| 7.1 | Oppsummering og konklusjon .....                                      | 112  |
| 7.2 | Praktiske og teoretiske implikasjoner .....                           | 112  |
| 7.3 | Studiens begrensninger og erfaringer vi har gjort oss underveis ..... | 113  |
| 7.4 | Videre forskning og avsluttende kommentarer .....                     | 114  |
|     | Litteraturliste.....  | VII  |
|     | Vedlegg .....   | XVII |

## Figuroversikt

|          |  |     |
|----------|--|-----|
| Figur 1  | Ulike elementer som vurderes som del av et selskaps finansielle styring..... | 8   |
| Figur 2  | Likviditetsplanlegging i forhold til et selskaps tre styringsnivåer.....     | 12  |
| Figur 3  | Optimal likviditetsreserve.....  | 17  |
| Figur 4  | Forløpet til en finanskriser.....  | 31  |
| Figur 5  | Tidslinje over gangen i finanskrisen 2008.....                               | 32  |
| Figur 6  | Finanskrisens effekt på hovedindeksen.....                                   | 35  |
| Figur 7  | Grunnleggende casestudie-design.....   | 44  |
| Figur 8  | Casestudien som modell.....  | 46  |
| Figur 9  | Komponenter i dataanalyseprosessen, en interaktiv modell.....                | 55  |
| Figur 10 | Likviditetsstyring som del av den finansielle styringen.....                 | 72  |
| Figur 11 | Likviditetsstyringens rolle.....   | 76  |
| Figur 12 | Mal for prognoserapportering.....  | 77  |
| Figur 13 | Håndtering og anskaffelse av kapital.....                                    | 82  |
| Figur 14 | Vurderinger knyttet til kontantstrømmens volatilitet.....                    | 92  |
| Figur 15 | Oppsummering av analyseresultater.....                                       | 104 |

## Tabelloversikt

|          |   |    |
|----------|---|----|
| Tabell 1 | Studiens forskningsspørsmål.....                          | 5  |
| Tabell 2 | Relevante situasjoner for ulike forskningsstrategier..... | 43 |
| Tabell 3 | Nøkkeltallene som inngår i den kvantitative analysen..... | 49 |
| Tabell 4 | Informantene og deres fartstid i selskapene.....          | 54 |
| Tabell 5 | Selskapene som deltar i studien.....                      | 64 |



# 1 Innledning



I dette kapitlet presenterer vi bakgrunnen og utviklingen av fagfeltet likviditetsstyring, og redegjør for hvorfor vi mener det er et interessant tema å studere. Videre utleder vi studiens problemstilling og de forskningsspørsmålene som er hensiktsmessige for å kunne besvare denne. Vi gjør deretter noen betraktninger rundt studiens avgrensninger og avklarer sentrale begreper, før vi avslutningsvis presenterer avhandlingens struktur.

## 1.1 Bakgrunn

*«Firms need liquidity to honor their contractual obligations and undertake valuable investment projects when they arise» - John Maynard Keynes, 1936.*

Likviditetsstyring er en viktig del av finansstrategien til ethvert selskap og det er nødvendig å ha en god likviditetsstrategi for å ha kontroll på løpende inn- og utbetalinger. I selskap med store variasjoner i kontantstrømmer, prosjekter, investeringer og betydelige låneforfall, vil likviditetsstyringen være ekstra krevende. Ofte synliggjøres dette spesielt i perioder med uro i finansmarkedene eller hvis selskapet opplever endringer i finansielle rammebetingelser. Under finanskrisen i 2008 fikk likviditetsstyring fornyet interesse ettersom tilgangen til ekstern finansiering brått ble begrenset.

Selv om det var først med finanskrisen i 2008 at likviditetsstyring virkelig kom på dagsorden, er det på ingen måte et nytt konsept. Larsson og Hammarlund (2005) hevder at *«så lenge virksomheter har eksistert har man diskutert hvordan man skal håndtere virksomhetens penger»*. Teoriene og diskusjonene rundt likviditetsstyring strekker seg helt tilbake til Keynes (1936) sin *General Theory*. Keynes argumenterte for den tette koblingen mellom likviditetsstyring og økonomiske begrensninger, og hevdet at et selskaps likviditetsstyring avhenger av tilgangen til ekstern finansiering. For et selskap som ikke er finansielt begrenset, og dermed har ubegrenset tilgang til det eksterne kapitalmarkedet, vil likviditetsavgjørelser være irrelevante. I følge Keynes er det først når kostnadene knyttet til å anskaffe ekstern kapital er høyere enn ved å holde på kapital internt at likviditetsavgjørelser blir interessante.

Det var først i kjølvannet av den store depresjonen på begynnelsen av 1930-tallet at den første forskningen på styring av likviditet ble gjennomført (Gitman, Moses & White, 1979). I tiden før var ledere først og fremst opptatt av å velge riktige finansielle verktøy og å se hvilken påvirkning disse hadde på kapitalstrukturen i selskapet. Etter at inntjeningene til selskapene ble voldsomt redusert under den store depresjonen, hvor flere av selskapene med høy gjeldsgrad gikk konkurs, ble fokuset rettet mot viktigheten av god likviditetsstyring. Det ble vanlig praksis å utarbeide likviditetsprognoser og budsjetter for å ha tilstrekkelig likviditet slik at selskapene opprettholdt både lønnsomhet og soliditet. For første gang ble kontantstrømmene viet like mye oppmerksomhet fra lederne som fortjenesten. Gitman et al. (1979)

hevder det er dette skiftet i fokus som har ledet an til utviklingen av fagfeltet som i dag på engelsk betegnes som *Cash Management*.

Den viktigste utviklingen innen fagfeltet likviditetsstyring skjedde på 1950-tallet, og det var i hovedsak amerikanske selskaper som stod i bresjen. Bakgrunnen for utviklingen var spørsmålet: «*hvordan kan vi sørge for tilstrekkelig med kontanter for å kunne ta oss av regninger og gjeldsforpliktelser til minimale kostnader?*». Fra 1950 og frem til 1980-tallet kom det mangfoldige teoretiske bidrag, og det ble gjort store fremskritt. Hovedsakelig skjedde utviklingen innen områdene kontantbeholdning, inn- og utbetalinger, planlegging og budsjettering av kontanter (Gitman et al., 1979). Fokuset var på selskapers håndtering av likvide midler og søkelyset ble rettet mot viktigheten av effektiv likviditetsstyring og god likviditetsoppfølging i perioder med svingninger i inntjening og uro i markedene.

Nyere forskning på likviditetsstyring har fokusert på verdien likviditet tilfører et selskap. Blant annet hevder Gamba og Triantis (2008) at likviditet gir et selskap verdifull finansiell fleksibilitet. I tillegg påpeker Acharya, Almeida & Campello (2007) at kontantbeholdninger er en viktig del av et selskaps optimale finansieringsstruktur. I følge Acharya et al. (2007) viser en stor del av den nyere forskningen at håndtering av kontantbeholdningen empirisk assosieres med selskapsverdi, vekstmuligheter, selskapsrisiko og ytelse. Forskningen påpeker viktigheten av likviditetsstyring som forskningsområde også i fremtiden. Blant annet vises det til at det har skjedd en utvikling i finansmarkedene de siste årene som har påvirket hvordan selskaper styrer likviditeten. I tillegg har finanskrisen i 2008 understreket viktigheten av å fokusere på likviditetsstyring. I følge Polak, Robertson & Lind (2011) erstattet krisen fokuset på inntjening med fokus på likviditet. De hevder at krisen markerte slutten på tiden med lett tilgang til likviditet for de fleste selskaper og begynnelsen på en situasjon der finansmarkedene ikke lenger var i stand til å garantere tilgang på finansiering. Økt fokus på likviditet og risikovurderinger medførte også store endringer i arbeidshverdagen til en treasurer, som gikk fra repetitivt administrativt arbeid med likviditetsstyring, til å bli en sentral del av den strategiske funksjonen for å sikre selskapets likviditet og kartlegge selskapets risikoprofil (Polak, et al., 2011).

## 1.2 Utredning av problemstilling og forskningsspørsmål

Etter finanskrisen har likviditetsstyring igjen kommet på dagsorden, og er et særlig aktuelt forskningstema i dagens urolige markeder. Ettersom Norge ble mildere rammet av krisen enn mange andre land har forskningen i liten grad studert effektene krisen hadde på norske selskaper. Etter å ha gjennomført et grundig litteratursøk i forprosjektet, som ble gjennomført våren 2015, så vi vårt snitt til å bidra til forskningen på likviditetsstyringen i norske selskaper. Litteratursøket avdekket at tidligere forskning på norske forhold har fokusert på hvordan finanskrisen rammet norske banker, forsikringsselskaper og livrenteselskaper, samt generelt finanskrisens påvirkning på den økonomiske utviklingen. Vi ønsker derfor å avdekke hvilke endringer og tilpasninger som ble gjennomført i forhold til likviditetsstyringen i norske selskaper etter finanskrisen. På bakgrunn av dette har vi utviklet følgende problemstilling:

*På hvilken måte har finanskrisen i 2008 påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper?*

For å kunne besvare problemstillingen er det nødvendig å operasjonalisere denne i flere forskningsspørsmål. Samlet vil disse spørsmålene bidra til å avdekke de ulike aspektene i problemstillingen. For å komme frem til forskningsspørsmålene er det nødvendig å se nærmere på de elementene likviditetsstyringen i et selskap består av.

Likviditet blir ofte omtalt som et selskaps *vannstand*. Dette har sammenheng med begrepets latinske betydning, *flytende*. Gjennomstrømmingene av vann symboliserer selskapets kontantstrømmer, og disse påvirker vannstanden dersom vannmengden inn og ut er forskjellig. Likviditetsstyring handler om å styre vannstanden, og består av flere elementer. Først og fremst er det viktig at selskapet er likvid, altså at selskapet har tilstrekkelige midler til å kunne betjene forpliktelsene ved forfall. Dette krever gjennomføring av budsjetter og prognoser, i tillegg til vurderinger knyttet til plassering av likviditet for å sikre optimal utnyttelse. Likviditetsstyring skal dermed gi et selskap trygghet, i form av tilgjengelig kapital. Strategien for likviditetsstyringen må også være forenlig med selskapets øvrige strategi. Hva som vektlegges av for eksempel trygghet eller fleksibilitet avgjøres av likviditetsstyringens rolle som del av strategien, og de mål selskapet har med likviditetsstyringen. I tillegg kan vurderinger av selskapets likviditet sikre mer effektiv styring, og på denne måten bidra til forbedret lønnsomhet. For eksempel kan betalingsavtaler med leverandører sikre kontantrabatter. Videre handler likviditetsstyring også om å vurdere forventet lånebehov og

tilbakebetalingsevne for å kunne utnytte muligheter i forbindelse med investeringer. Basert på disse elementene har vi utarbeidet fire forskningsspørsmål, som videre er spesifisert i noen underkategorier. Forskningsspørsmålene kan ses i sin helhet i tabell 1.

| Forskingsspørsmål  |
|--|
| <p><b>Hvordan har krisen påvirket likviditetsstyringen som del av den finansielle styringen?</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hvilken rolle har likviditetsstyringen i finansstrategien?</li> <li>• Hva er målet med likviditetsstyringen?</li> </ul>  |
| <p><b>Hvordan har krisen påvirket prosessene for likviditetsstyring?</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hvilke fremgangsmåter benyttes for å styre likviditeten?</li> <li>• Hvordan har konsernet kontroll over likviditetsstyringen i datterselskapene?</li> <li>• Finnes det en best practice for likviditetsstyring?</li> </ul> |
| <p><b>Hvordan har krisen påvirket anskaffelse og håndtering av tilgjengelig kapital?</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hvordan plasseres overskuddslikviditeten?</li> <li>• Hvilke kilder benyttes for å anskaffe kapital?</li> <li>• Hvilken relasjon har selskapet til bankene?</li> </ul>                                      |
| <p><b>Hvordan har krisen påvirket vurderinger knyttet til likviditet og risiko?</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hvordan vurderer og håndterer selskapet ulike typer risiko?</li> <li>• Hvilke vurderingsformer benyttes for å følge opp likviditeten?</li> </ul>  |

Tabell 1 Studiens forskningsspørsmål.

### 1.3 Studiens avgrensninger

Også i perioden etter finanskrisen har verdensøkonomien opplevd sterke konjunktursvingninger. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å basere vurderingene på et åtte års tidsperspektiv, fra 2006 - 2014. Dette for å få med oppturen mange selskaper opplevde årene rett før boblen sprakk i september 2008, og hvordan urolighetene i etterkant av krisen har påvirket likviditetsstyringen frem til i dag.

I forarbeidet til studien ble vi møtt med stor interesse fra flere av selskapene vi kontaktet. Grunnet begrensninger knyttet til tid og ressurser valgte vi å sette en grense på fem selskaper, for å få mest mulig dybdekunnskap. Siden bankene har vært gjenstand for mye av den tidligere forskningen på norske forhold valgte vi å fokusere på likviditetsstyring fra et selskapsperspektiv. På grunn av bankenes sentrale rolle under finanskrisen velger vi derfor å inkludere noen betraktninger rundt hvordan relasjonen mellom selskapene og bankene endret seg etter krisen.

## 1.4 Avklaring av sentrale begreper

I forskningslitteraturen benyttes begrepene liquidity management og cash management. Liquidity management går ut på å ha tilstrekkelig likvide midler for å dekke løpende behov. Cash management refereres ofte til som det å skulle optimalisere mekanismer for inn- og utbetalinger (Ross, Westerfield & Jaffe, 2013). Denne studien favner om begge disse feltene, og vi vil bruke begrepet likviditetsstyring videre i avhandlingen. Hensikten med likviditetsstyringen er å balansere fordelene med å ha likvide midler tilgjengelig for å møte forpliktelser, og unngå insolvens mot alternativkostnader på grunn av lavere avkastning. I følge Ross et al. (2013) vil det være en hensiktsmessig strategi å ha nok likvide midler til å løpende kunne betjene forpliktelser når de forfaller, og investere noe av overskuddslikviditeten i omsettelige verdipapirer for å sikre seg. Resterende overskuddslikviditet bør tilføres selskapet, eller betales ut i utbytte. Denne strategien innbefatter alle arbeidsområder for et selskaps treasury-avdeling; styring av kontantstrømmen, finansiering av M&A-aktiviteter, plassering av overskuddslikviditet og finansiell risikovurdering og håndtering.

Forskningslitteraturen benytter i tillegg ofte begrepet *cash*. Dette kan ikke direkte oversettes til kontanter, da det anses for å være en samlebetegnelse som inkluderer kontanter, kredittlinjer og andre svært likvide midler. Selskapene som deltar i denne studien benytter også ofte dette begrepet. Ettersom avhandlingen er skrevet på norsk velger vi å benytte begrepet *likvide midler* der hvor forskningen og selskapene benytter begrepet *cash*.

## 1.5 Avhandlingens struktur

Denne masteravhandlingen består av totalt syv kapitler. Denne første delen introduserer tematikken, og presenterer studiens problemstilling og forskningsspørsmål. Del to tar for seg det teoretiske fundamentet, og i del tre fremlegges studiens forskningsmetode, strategi og design. I del fire presenteres selskapene som deltar i studien, deres økonomiske utvikling i den studerte perioden, i tillegg til en redegjørelse for hvorfor disse selskapene er aktuelle for studien. Deretter analyseres datamaterialet som er innhentet fra selskapene, i del fem. Del seks tar for seg våre drøftinger og tolkninger av analysen, mens det syvende og avsluttende kapitlet er viet til å besvare problemstillingen, i tillegg til å gi en redegjørelse for studiens implikasjoner, begrensninger og videre forskning.

## 2 Teoretisk rammeverk



Dette kapitlet er dedikert til det teoretiske rammeverket som danner grunnlaget for studien. Likviditetsstyring, og dens betydning som del av et selskaps finansielle styring, er også avhengig av vurderinger knyttet til finansiering og lønnsomhet. Derfor presenterer vi innledningsvis den overordnede finansielle styringen i et selskap, og de tre komponentene denne består av; finansiering og soliditet, lønnsomhet og likviditet. Videre retter vi fokuset mot likviditetsstyring, og redegjør for relevant teori knyttet til likviditetsplanlegging- og vurdering, plassering av likvide midler, intern og ekstern kapitalanskaffelse og risikohåndtering. I det siste delkapitlet presenterer vi finanskrisen i 2008, og hvordan denne har påvirket likviditetsstyringen.

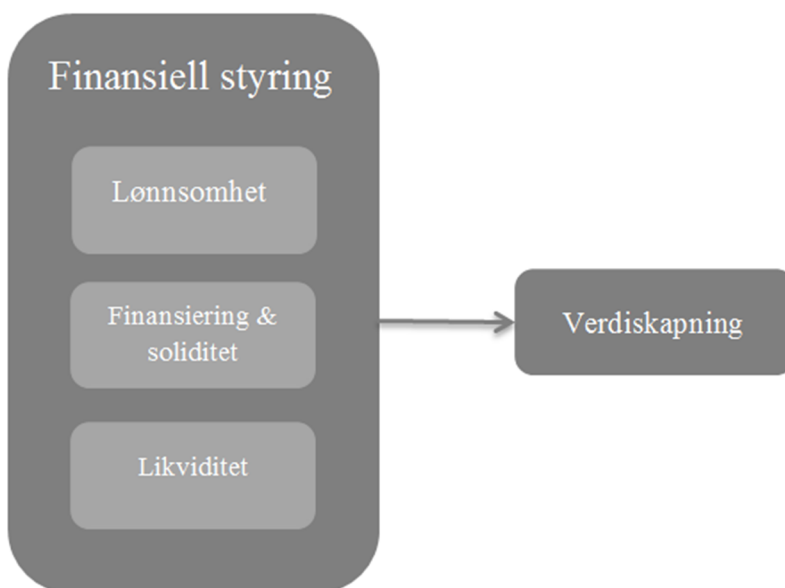
## 2.1 Finansiell styring – bidrar til verdiskapning i et selskap

«Finance is the study of how to raise money and invest it productively» - Figozzi & Drake, 2010.

En sentral del av et selskaps finansielle styring er beslutninger knyttet til investeringer og hvordan disse skal finansieres for å øke verdien til eierne, samt håndteringen av selskapets kontantstrøm for å sikre selskapets betalingsevne på daglig basis (Berk & DeMarzo, 2014). Hensikten med den finansielle styringen er å forsikre seg om at selskapets kortsiktige og langsiktige mål er innen rekkevidde, ved å kombinere prognoser for inntjening med finansierings- og investeringsbeslutninger. I følge Figozzi & Drake (2010) er finans selve fundamentet for å ta målrettede avgjørelser knyttet til kapitalanskaffelse og kapitalanvendelse, og spiller derfor en sentral rolle i et selskaps finansielle styring. Avgjørelsene baseres på økonomiske analyser, hvor selskapene vurderer tre områder (White, Sondhi & Fried, 2003):

- Lønnsomhet - avkastningen selskapet får på den investerte kapitalen.
- Finansiering og soliditet - hvordan selskapet har skaffet og anvendt kapital.
- Likviditet - selskapets evne til å betale sine forpliktelser til rett tid.

Vurderinger knyttet til et helhetlig bilde av selskapets økonomiske utvikling, gjennom analyser av lønnsomhet, finansiering og likviditet, muliggjør en bedre finansiell styring som igjen kan bidra til å øke verdiskapningen i selskapet (figur 1.)



Figur 1 Ulike elementer som vurderes som del av et selskaps finansielle styring for å øke verdiskapningen til selskapet.



Lønnsomhetsmål er indikatorer på selskapets økonomiske tilstand, og forteller oss noe om virksomhetens evne til å generere overskudd. For de fleste virksomheter er det å skape god lønnsomhet det overordnede målet. Uten tilfredsstillende lønnsomhet vil ikke en virksomhet kunne overleve på lengre sikt. Avkastning på totale eiendeler eller egenkapitalen er de mest brukte målene for lønnsomhet (Bodie, Kane & Marcus, 2014). Avkastning på investert kapital kalles rentabilitet og beregnes ved å vurdere resultatet i forhold til gjennomsnittlig verdi av kapitalen. Mer lønnsomme selskaper, altså de som har en høyere egenkapitalrentabilitet, vil rangeres høyere av en investor som er interessert i å kjøpe eierandeler, og vil også ha enklere tilgang til fremmedkapital.

Soliditet og finansieringsstruktur er på mange måter to sider av samme sak, og vurderes derfor under ett. Balansen viser hvordan virksomheten er finansiert og er viktig for å vurdere soliditeten. Kreditsiden av balansen viser hvordan virksomheten har finansiert sine eiendeler og debetsiden viser hva kapitalen er benyttet til (Baksaas & Hansen, 2015). Soliditeten sier noe om selskapets evne til å tåle tap. Dersom selskapet har høy egenkapital innebærer dette at det er i bedre stand til å overleve perioder med svake resultater. Dette betyr ikke implisitt god likviditet ettersom kapitalen kan være plassert i anleggsmidler (Baksaas & Hansen, 2015). Finansiering og soliditet er alene ikke tilstrekkelige indikatorer for virksomhetens prestasjoner, men må vurderes sammen med likviditet og lønnsomhet for å gi et komplett bilde. De fleste ledere fokuserer i dag mest på resultatutvikling, og mindre på balansen og utviklingen i balansen. Det har vist seg å være spesielt viktig å ha fokus på balansen i perioder med sterk vekst. Det er styrets og ledelsens plikt i henhold til aksjeloven § 3-4 å sørge for at selskapet har en forsvarlig egenkapital, slik at egenkapitalen står i forhold til risikoen til selskapet. Av denne grunn vil størrelsen på egenkapitalen og behovet for egenkapital variere fra selskap til selskap. Egenkapitalen kan ses på som ethvert selskaps nødvendige basisfinansiering. Jo høyere andel egenkapitalfinansiering, desto lavere vil kreditorenes risikoeksponering være, noe som igjen muliggjør en mer gunstig finansiering for selskapet (Dahl, 2006).

En fornuftig finansieringsstruktur vil danne grunnlag for en tilfredsstillende likviditet (Baksaas & Hansen, 2015; Dahl, 2006). Likviditet er en kritisk faktor for selskapets overlevelse, og det kan argumenteres for at denne bør vies mer oppmerksomhet enn det den tidligere har fått. Dette blant annet fordi et lønnsomt selskap kan gå konkurs dersom likviditeten svikter, men et ulønnsomt selskap kan overleve lenge dersom likviditeten er god

nok (Sending, 2009; Dahl, 2006). God lønnsomhet danner grunnlag for at man kan oppnå god likviditet, men god likviditet avgjøres ikke bare av tilførte midler, men også av hvordan midlene brukes (Sending, 2009). Likviditet sier noe om selskapets betalingsevne, altså i hvilken grad selskapet er i stand til å innfri sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Baksaas & Hansen, 2015). Siden likviditeten representerer det selskapet har av tilgjengelig kapital på et gitt tidspunkt gir det et representativt bilde av et selskaps finansielle situasjon.

Det finnes flere måter å vurdere likviditeten i et selskap på, noe vi kommer nærmere inn på i delkapittel 2.2.2. Ettersom vi med denne oppgaven ønsker å se nærmere på likviditetsstyring som en del av en virksomhets finansstrategi vil vi i de neste kapitlene rette fokuset mot likviditet og se på hvordan bedre styring av likviditet kan ha en positiv innvirkning på hele virksomhetens finansielle forhold.

## **2.2 Likviditetsstyring – sikrer mer effektiv utnyttelse av virksomhetens kapital**

*«Formålet med likviditetsstyringen er å sørge for at bedriftens virksomhet kan drives uten å forstyrres av manglende likviditet, og at bedriften har nødvendige likviditetsreserver til å sikre finansiell handlefrihet i endrings situasjoner» - Hoff & Bjørnenak, 2005.*

Likviditetsstyring er et viktig tema innen finansteorien. Selve begrepet kan defineres som det å *planlegge, organisere og kontrollere* selskapets likviditet (Boye & Flakke, 1983). I følge Boye & Flakke (1983) er et selskap likvid når det kan innfri sine finansielle betalingsforpliktelser ved forfall.

Likviditetsstyring er en viktig brikke i selskapets finansielle styring ettersom utilstrekkelig likviditet fører til redusert aktivitet, og dermed også redusert lønnsomhet ettersom investeringer og drift stagnerer. I verste fall kan dårlig likviditet føre til konkurs. Ved å øke fokuset på likviditetsstyringen vil selskapet kunne utnytte kapitalen på en mer effektiv måte. Dette vil kunne føre til en reduksjon i kapitalbindingen, og dermed reduserte rentekostnader som igjen vil bedre lønnsomheten og avkastningen. I tillegg vil selskaper som vurderer likviditetsstyring som en sentral del av den strategiske økonomistyringen oppleve å ha gode forutsetninger for ikke bare å bedre likviditeten, men også nå målene for fremtidig drift (Boye & Flakke, 1983). Et annet aspekt ved likviditetsstyringen er at det bør etableres finansielle

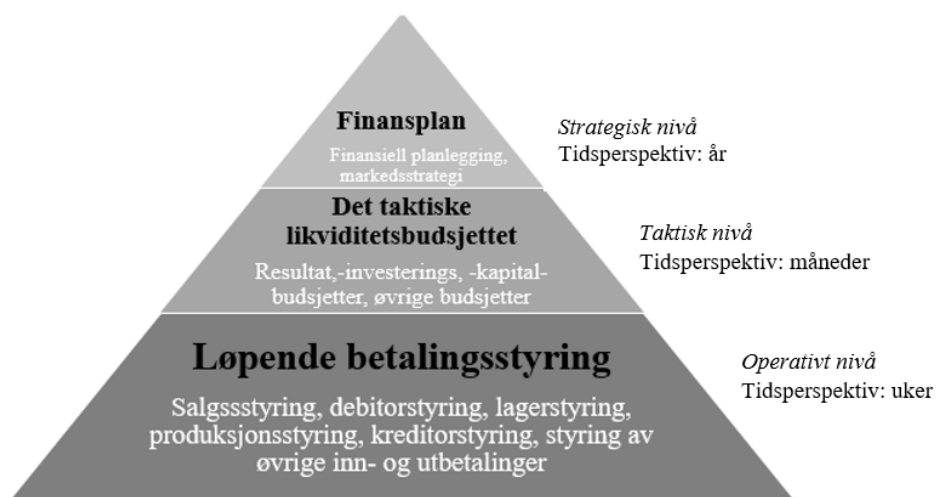
beredskapsplaner for å sikre selskapet i dårlige tider og dersom uventede situasjoner oppstår (Hoff & Bjørnenak, 2005). I følge Hoff & Bjørnenak (2005) er likviditetsstyring selskapsledelsens viktigste og mest kritiske oppgave, og bør derfor være et selvskrevet fokusområde. Mange fagpersoner understreker viktigheten av likviditetsstyring for å frigjøre kapital i selskapet, som igjen kan plasseres for å gi høyere avkastning og økt lønnsomhet, men det er dessverre fortsatt et område som blir viet lite oppmerksomhet i mange selskaper (Larson & Hammarlund, 2005).

Selv om likviditetsstyring alltid har vært en viktig brikke i en virksomhets økonomistyring er det først de siste årene at det for alvor har blitt et viktig forskningstema innen finansiell styring. Almeida, Campello, Cunha & Weidbach (2013) trekker frem flere temaer som litteraturen de siste årene har fokusert på: hvordan besparelser fra den inkrementelle kontantstrømmen reflekterer økonomiske begrensninger, valg av kontantbeholdning eller andre måter for å sikre fremtidig likviditet, hvordan likviditet kan føre til agent/prinsipal-problemer, effekten likviditet har på investeringsbeslutninger og rollen likviditetsstyring hadde under finanskrisen i 2008.

Som beskrevet består likviditetsstyring av flere elementer, og vi vil i de neste underkapitlene se nærmere på disse. Vi har valgt å dele disse elementene inn i fem underkapitler: likviditetsplanlegging, likviditetsvurdering, plassering av overskuddslikviditet, kapitalanskaffelse og risikohåndtering.

### *2.2.1 Likviditetsplanlegging - en del av virksomhetens langsiktige finansielle plan*

For å sikre god oppfølging av likviditeten i et selskap er det helt nødvendig å utarbeide likviditetsplaner, og rapporter som viser likviditetsutviklingen i selskapet. I følge Boye & Koekebakker (2006), Hoff & Bjørnenak (2005), Larson & Hammarlund (2005) m.fl. er det i større selskaper vanlig å utarbeide tre forskjellige likviditetsoversikter; langtidsplaner, likviditetsbudsjetter og kortsiktige likviditetsprognoser. Figur 2 viser disse i sammenheng med et selskaps tre styringsnivåer.



Figur 2 Likviditetsplanlegging i forhold til et selskaps tre styringsnivåer (Hoff & Bjørnenak, 2005).

Figuren viser sammenhengen mellom de ulike nivåene av likviditetsplanleggingen, og indikerer at de høyere nivåene danner grunnlaget for de lavere, mer detaljerte nivåene.

Den langsiktige likviditetsplanen, eller finansplanen som Hoff & Bjørnenak (2005) refererer til, er en integrert del av et selskaps strategiske plan. Både tidshorizonten og innholdet i finansplanen vil derfor følge selskapets overordnede strategiske plan, hvor formålet er å kartlegge hvordan selskapet kan finansiere de strategiske valgene og vurdere usikkerhet og risiko som kan oppstå (Hoff & Bjørnenak, 2005). Likviditetsbudsjettet er en viktig del av selskapets arbeid med utarbeidelsen av den mer langsiktige likviditetsplanen. Et likviditetsbudsjett gir en oversikt over tilgjengelige midler og viser selskapets fremtidige likviditetsutvikling (Boye & Koekebakker, 2006). I følge Boye og Koekebakker (2006) er hensikten med et likviditetsbudsjett å:

1. Sørge for at de andre budsjettene selskapet utarbeider er gjennomførbare, sett fra selskapets likviditetsmessige perspektiv.
2. Forsikre at kapitalanskaffelsen er så gunstig som mulig. Siden likviditetsbudsjettet gir selskapet en oversikt over udekkede kapitalbehov på et tidlig tidspunkt muliggjør dette for mer grundig planlegging før selskapet anskaffer kapital.
3. Påse at ledige midler plasseres på en så gunstig måte som mulig. Som en følge av redusert usikkerhet i forhold til fremtidig likviditetsutvikling vil likviditetsreserven minske. Dette gir selskapet bedre oversikt over hvor den ledige kapitalen kan plasseres til en høyere avkastning.

Likviditetsbudsjettet bygger på andre budsjetter, som for eksempel driftsbudsjettet, men forskjellen ligger i at driftsbudsjettet består av inntekter og kostnader, mens likviditetsbudsjettet består av innbetalinger og utbetalinger (Boye & Solberg, 1994). I følge Boye & Koekebakker (2006) er det vanligvis knyttet større usikkerhet til budsjettering av innbetalinger enn utbetalinger. Denne usikkerheten øker jo lenger tid det er til posten forfaller, og er derfor forbundet med kredittiden ettersom de budsjetterte salgsinntektene kan bygge på allerede inngåtte kontrakter. Dette vil vi komme nærmere inn på i delkapittel 2.2.5 om risiko.

For å kunne sikre et så reelt budsjett som mulig, er det også vanlig å supplere likviditetsbudsjettet med kortsiktige likviditetsprognoser (Larsson & Hammarlund, 2005). Denne prognosen har som siktemål å sørge for at det finnes tilstrekkelig med kapital slik at selskapet kan tilfredsstille behov som oppstår. For større selskaper, som opplever store svingninger i likviditeten, bør denne planleggingen skje på daglig basis (Larsson & Hammarlund, 2005). Likviditetsprognosen oppdateres jevnlig med virkelige tall (Boye & Koekebakker, 2006), og på denne måten skal den kortsiktige likviditetsoversikten gi et så riktig bilde av likviditetsutviklingen til virksomheten som mulig. Formålet med denne type likviditetsplanlegging er å styre de daglige betalingsstrømmene for å få innbetalingene så tidlig som mulig, utsette utbetalingene samt sikre at innbetalingene blir betydelig høyere enn utbetalingene (Hoff & Bjørnenak, 2005). Som vi diskuterte innledningsvis er det mest sentrale for å sikre en god likviditetsstyring at virksomheten har kontroll på løpende inn- og utbetalinger. Dette kan være utfordrende, ettersom man sjelden har innsikt i fremtidige bevegelser, og det benyttes derfor planleggingsverktøy som budsjetter, prognoser og rapportering slik at selskapene kan følge opp og justere kontinuerlig.

Likviditetsbudsjettet vil avdekke om det er et likviditetsunderskudd eller overskudd. Dersom selskapet opplever avvik i budsjettperioden bør kapitalanskaffelsen revurderes og returneres til de forskjellige avdelingene. Neste steg i prosessen er å vurdere hvor et potensielt overskudd skal plasseres, eller hvordan et eventuelt underskudd skal dekkes. Disse to elementene i likviditetsstyringen, plassering og finansiering, vil vi se nærmere på i delkapitlene 2.2.3 og 2.2.4.

## 2.2.2 Vurdering av likviditeten i et selskap

For å vurdere et selskaps likviditetssituasjon er det nødvendig å se på noen måltall for likviditet. Måltallene gjør det mulig å vurdere et selskaps prestasjoner, både over tid og sett opp mot andre selskaper. Hvorvidt måltallene tilfredsstillende et akseptabelt nivå avhenger av selskapet som vurderes og bransjen selskapet opererer i (Samuels, Wilkes & Brayshaw, 1999). I formlene for likviditetsmålene benyttes likvide midler, altså midler som uten særlige kostnader raskt kan omsettes til likvider til en på forhånd kjent pris (Boye & Koekebakker, 2006). Selskaper eier eiendeler som har ulik grad av likviditet. Eiendeler som kontantbeholdninger, bankinnskudd, verdipapirer o.l., som raskt kan omsettes, anses for å være svært likvide midler. Når vi videre i avhandlingen benytter begrepet *likvide midler* er det i denne betydning. Likviditeten for ulike selskapers varebeholdning varierer ut ifra hvilke produkter og varer selskapet eier. Generelt anses ikke varebeholdningen for å være særlig likvid, da det kan ta lang tid å omsette beholdningen til likvider, eller man kan bli nødt til å dumpe prisene for å få solgt raskt nok. I følge Brealey, Myers & Allen (2011) kan også eiendeler som i utgangspunktet er likvide bli illikvide. Dette skjedde blant annet under finanskrisen i 2008, hvor tilsynelatende gunstige, kortsiktige strukturerte obligasjoner som fristet investorer med høy avkastning, i realiteten var basert på svært usikre huslån. Når rentenivåene steg og låntakerne ikke klarte å innfri lånene viste disse likvide investeringene seg å være svært så illikvide og investorer tapte hele investeringen. Dette er nærmere beskrevet i delkapittel 2.3 om finanskrisen.

### **Arbeidskapital**

Nøkkeltall knyttet til likviditet beregnes som regel med utgangspunkt i balanseposter (Sending, 2009). En av de mest sentrale størrelsene som sier noe om betalingsvevnen til selskapet er arbeidskapital, og beregnes slik (Kristoffersen, 2014):

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld}$$

Kortsiktig gjeld blir ofte dekket ved at det frigjøres kapital som tidligere var bundet i omløpsmidler, og av denne grunn er dette forholdet mye benyttet for å vurdere selskapets likviditet (Boye & Solberg, 1994). Kortsiktig gjeld viser hvilke krav som forfaller innen nær fremtid, mens omløpsmidlene viser betalingsmidlene. Det er viktig at omløpsmidlene er

høyere enn den kortsiktige gjelden, slik at man får en positiv arbeidskapital. Arbeidskapitalen kan også beregnes slik (Kristoffersen, 2014):

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Egenkapital} + \text{langsiktig gjeld} - \text{anleggsmidler}$$

Generelt skal ikke anleggsmidler være finansiert med kortsiktig gjeld, og arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ. Negativ arbeidskapital indikerer dårlig likviditet, og daglig drift kan av denne grunn være utfordrende. Sammensetningen av arbeidskapitalen er også viktig. Det er en fordel om arbeidskapitalen består av midler som er lett tilgjengelig fremfor et tregt omsettelig lager (Sending, 2009). Arbeidskapital er avgjørende for et selskaps overlevelse. Dette fordi den utgjør den kapitalen som er nødvendig for daglig drift og sikrer at selskapet har tilstrekkelig kapital til å betale gjeld og betalingsforpliktelser når disse forfaller (Bagchi, 2013). For den finansielle styringen er arbeidskapitalen en sentral størrelse, både for å vurdere og analysere lønnsomheten, likviditeten og finansieringen av virksomheten.

For å kunne gi en komplett vurdering av et selskaps arbeidskapital er det nødvendig å ta hensyn til kredittfasilitetene selskapene har i bankene. Kredittfasilitetene er tilgjengelige rammer et selskap har hos bankene, og ubenyttede trekkrettigheter påvirker vurderingen av arbeidskapitalen og er dermed viktig å ha med for å vurdere et selskaps likviditet (Samuels et al., 1999). Hvordan slike fasiliteter fungerer vil vi beskrive nærmere i delkapittel 2.2.4, ettersom disse er en del av finansieringskildene til selskapene.

## **Likviditetsgrad 1 og 2**

I tillegg til arbeidskapital benyttes også både likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 for å si noe om et selskaps likviditet. Likviditetsgrad 1 ser på omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 ser på omløpsmidler eksklusiv varer i forhold til kortsiktig gjeld (Boye & Koekebakker, 2006; Kristoffersen, 2014):

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad \text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

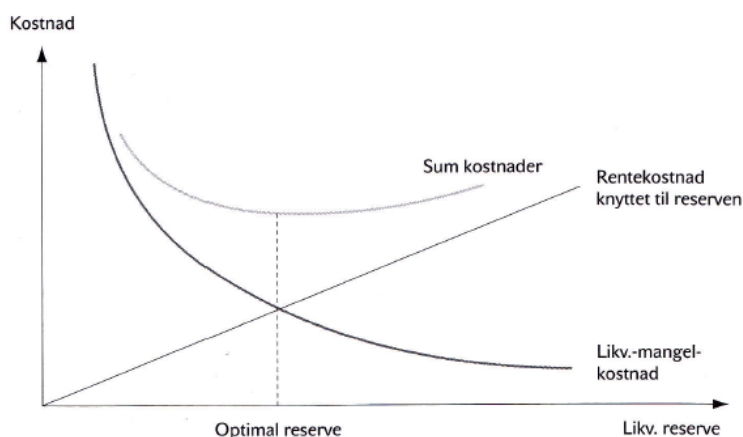
Ut ifra regnskapsstatistikkene har man utarbeidet normer for ønskelige verdier for forholdstallene, men disse er kun ment som en veiledning og ikke som eksplisitte mål.

Likviditetsgrad 1 bør være  $> 2$ , mens likviditetsgrad 2 bør ha verdi  $> 1$  (Boye & Koekebakker, 2006). Forholdstallene kan derimot være gode indikatorer på hvordan likviditeten utvikler seg over tid dersom man studerer endringen i disse. En ugunstig utvikling kan ses på som tegn på at likviditeten har hatt en negativ utvikling (Boye & Solberg, 1994).

### **Likviditetsreserven – finnes det et optimalt nivå?**

I tillegg til likviditetsgrad 1 og 2 og arbeidskapital kan også likviditetsreserven være en interessant størrelse å ta i betraktning når man skal vurdere likviditeten. I følge Boye og Koekebakker (2006) bør selskaper ha en likviditetsreserve for å ha en sikkerhet dersom større, uventede utbetalinger oppstår. Likviditetsreserven består av kasse, bankinnskudd (eksklusiv skattetrekk), ubenyttet kassekreditt og andre poster som kan disponeres umiddelbart. Et selskaps likviditetsreserve består altså av plasseringer eller trekkrettigheter som hurtig kan disponeres ved behov for likvider (Boye & Solberg, 1994). Da det kan ta svært lang tid å få omsatt varebeholdningen til likvider, inkluderes den derfor som regel ikke i likviditetsreserven. Boye & Koekebakker (2006) trekker frem tre hovedmotiver for å ha en likviditetsreserve; *transaksjonsmotivet*, *sikkerhetsmotivet* og *spekulasjonsmotivet*. *Transaksjonsmotivet* tar for seg problematikken med at selskapets inn- og utbetalinger kan forekomme på ulike tidspunkt slik at selskapet til tider vil ha et behov for overskuddslikviditet for å kunne dekke underskuddslikviditet i andre perioder. *Sikkerhetsmotivet* dreier seg om at tiden er skiftende og fremtiden usikker, slik at et selskap av denne grunn bør ha en likviditetsreserve som kan benyttes dersom likviditets-utviklingen blir dårligere enn forutsatt. *Spekulasjonsmotivet* går ut på at endringer i markedene fører til svingninger i blant annet innkjøpspriser. Dersom virksomheten har en likviditetsreserve vil den ha mulighet til å foreta gunstige handler når det oppstår gode kjøpsmuligheter, for eksempel oppkjøp av et annet selskap. Boye & Koekebakker (2006) viser hvordan den optimale likviditetsreserven i prinsippet kan fastsettes, i figur 3.





Figur 3 Optimal likviditetsreserve (Boye & Koekebakker, 2006).

Hva som er den optimale reserven vil variere ut fra hva slags type selskap det er, og selskap kan ha ulike motiver som avgjør størrelsen på likviditetsreserven. Mange selskap har et mål om at likviditetsreserven skal tilsvare minst én måneds omsetning (Boye & Solberg, 1994). Andre benytter seg av et mål om at likviditetsreserven bør utgjøre 8-10 % av omsetningen (Boye & Koekebakker, 2006). Det som er imidlertid er sikkert er at et selskap er avhengig av å ha tilgjengelige likvider. Som figur 3 viser er den optimale likviditetsreserven i krysningen mellom kurvene som viser rentekostnaden ved å ha reserven, og kostnader knyttet til å ikke ha den. Det kan vise seg å være svært kostbart for et selskap å gå tom for likvider da dette kan medføre at de blir tvunget til å benytte dyre kreditter. Et annet negativt utfall ved ikke å ha tilstrekkelig likviditet kan være at selskapet mister anseelse hos leverandørene dersom det må be om betalingsutsettelse ol. (Boye & Solberg, 1994). På den annen side er det også kostbart å ha likvider, da dette gir lavere avkastning enn andre plasseringsmuligheter.

Som vi redegjorde for i avsnittet over er det en utfordrende balansegang mellom det å ha en for stor og en for liten likviditetsreserve, og det er vanskelig å konstatere hva som er en optimal likviditetsreserve. En av de mest sentrale forskningsartiklene på temaet er skrevet av Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson (1999). De konkluderer med at selskaper med gode vekstmuligheter, mer risikofylte aktiviteter og mindre selskaper, har en større relativ likviditetsreserve enn andre selskaper. Selskaper med lett tilgang til kapitalmarkedet, som større selskaper og selskaper med kredittrating, har en tendens til å ha mindre reserver. I følge Opler et al. (1999) er denne konklusjonen i tråd med teorien, som sier at selskaper har en reserve med likvide midler for å sikre at de kan utføre investeringer selv når cash flowen er lav, og ekstern finansiering er dyr. Videre fant Opler et al. (1999) at funnene også er forenlige

med teorien om at ledelsen akkumulerer likvide midler dersom de får muligheten. Sikkerhetsmotivet er derfor et sterkt motiv for at et selskap ønsker å ha en likviditetsreserve.

For å vurdere likviditeten til et selskap, kan man også benytte seg av forholdstall som kunde- og leverandørkredittid, likviditetsreserven i forhold til total kapital eller årsomsetningen, arbeidskapital i forhold til total kapital osv. (Boye & Koekebakker, 2006; Brealey et al. 2011).

### 2.2.3 Plassering av likvide midler

I delkapitlet om likviditetsplanlegging så vi hvordan likviditetsplaner blant annet har til hensikt å påse at ledige midler plasseres på en så gunstig måte som mulig. Et selskap har mange muligheter når det gjelder hvor overskuddslikviditeten skal plasseres, og hvilke alternativ som benyttes kan avhenge av flere faktorer. Blant annet forventet avkastning, risikoen knyttet til plasseringen, skatt og hvor raskt plasseringene kan omsettes til likvider dersom det skulle melde seg et kapitalbehov.

Sentralt for likviditetsstyring er tanken om at virksomheten så raskt som mulig bør få inn den innkommende kapitalen på en rentebærende konto. Larsson & Hammarlund (2005) påpeker at: «*det finnes penger å tjene på å ha bra innbetalingsrutiner*». Når det gjelder et selskaps daglige betalingsstrøm, altså innbetalinger fra kunder og utbetalinger til leverandører, er det derfor vanlig å benytte en bedriftskonto. Denne fungerer som en brukskonto for selskapet. En slik konto kan få innvilget kassekreditt som igjen kan benyttes til å finansiere omløpsmidler, som varelager og kundefordringer i påvente av salgsinntektene. Det er viktig at selskaper utformer sine utbetalingsrutiner slik at de har en effektiv kontroll over forfallsdatoer, kredittider og optimal utnyttelse av ulike rabatter ut fra de mål selskapet har satt seg (Larsson & Hammarlund, 2005). Larsson og Hammarlund (2005) påpeker at det ved utbetalinger kan oppstå situasjoner som fører til alternativkostnader fordi kapitalen ikke utnyttes på en effektiv måte. For eksempel kan selskaper oppleve å ha kortsiktige overskudd i perioder, som ofte plasseres på en innskuddskonto med lav innskuddsrente frem til det utbetales. Selv om tidsperspektivet kun er noen få dager eller en uke bør selskapet ha innarbeidet løpende rutiner for å aktivt ha oversikt over ulike plasseringsalternativer som gir større avkastning enn innskuddsrenten. Større selskap og konsern har ofte behov for styring og kontroll av datterselskaper, og ønsker å utnytte og styre konsernets totale likviditet mest mulig effektivt og til lavest mulig kostnad. Dette innebærer et behov for et system hvor selskapet ikke binder

for mye likvider, samtidig som det skal være tilgjengelig likviditet til å dekke fortløpende behov (Boye & Koekebakker, 2006). Til dette formålet er styringssystemer som et konsernkontosystem spesielt egnet. Et konsern kan stå ovenfor en situasjon der det er overskuddslikviditet i et av datterselskapene, mens det samtidig er underskudd av likvide midler i et annet datterselskap. Et konsernkontosystem åpner for mulighet for bedre styring av pengestrømmene i konsernet totalt og dermed bedre utnyttelsen av selskapets midler (Sparebanken Vest, 2016). Gjennom konsernkontosystemet registreres alle bevegelser på konsernets enheter sine kassekredittkontoer samtidig på en felleskonto for hele konsernet. Kun felleskontoen, eller toppkontoen, er underlagt vanlig rente- og provisjonsberegning, mens kontoene ute i de andre enhetene anses som hjelpekontoer. For selskaper som opererer internasjonalt tilbyr bankene en tjeneste kalt cash pool. En cash pool-løsning samler alle kontoene i selskapet på ett sted, på tvers av landegrenser, valuta og kontoer plassert i ulike banker. En slik løsning gir for eksempel morselskapet en samlet likviditetsoversikt og forenkler rapportering, kontroll, oppfølging og av datterselskaper. I tillegg gir den en bedre styring av valutaeksponeringen samtidig som det gir en lavere kredittramme og reduserer provisjon og rentekostnadene (Den Norske Bank, 2016).

De overnevnte kontotypene dreier seg stort sett om plassering av den daglige betalingsstrømmen. Når det gjelder overskuddslikviditet finnes det flere plasseringsmuligheter i pengemarkedet som gir bedre avkastning for et selskap enn det bankplassering gir. Muligheten for høyere avkastning henger derimot sammen med økt risiko, og dette er en avveining selskapet må ta. Plasseringer i pengemarkedet kan utføres på både kort og lang sikt. Kortsiktige plasseringer gjelder opptil ett år, mens langsiktige plasseringer har løpetid som strekker seg over ett år. Sertifikater er et eksempel på kortsiktig plassering. Et sertifikat er et verdipapir utstedt av for eksempel Den Norske Stat (kalt statskasseveksler), bankene, kredittselskaper eller fra bedrifter. Disse har en fast margin i perioden verdipapiret løper til forfall. Statskasseveksler utpeker seg ettersom de anses for å være tilnærmet risikofrie, og har derfor en lav avkastning. Disse er lett omsettelige, og anses også for å være svært likvide. Når det gjelder langsiktige plasseringsformer kan det blant annet nevnes aksjer, obligasjoner og fondsinvesteringer. Ettersom disse plasseringsmulighetene er risikofylte og har relativt høye etableringskostnader er det mest hensiktsmessig å benytte disse for langsiktig plassering.

Jo mer oversikt og kontroll selskapet har over likviditetsutviklingen fremover, desto mindre usikkerhet opplever selskapet. Dette påvirker også likviditetsreserven, ettersom en naturlig

følge er at denne reduseres fordi selskapet får bedre oversikt over hvor den ledige kapitalen kan plasseres til en høyere avkastning (Boye & Koekebakker, 2006). Vurderingen knyttet til plassering av overskuddslikviditeten er utfordrende, ettersom det er både fordeler og ulemper knyttet til å ha store kontantbeholdninger i selskapet. Dersom selskapet plasserer overskuddslikviditeten i verdipapirer vil de få renteinntekter på det. På den annen side så kan ikke disse verdipapirene benyttes for å betale selskapets regninger fortløpende ettersom verdipapirene må innløses, noe som både tar tid og medfører transaksjonskostnader. Kostnadene kunne blitt store dersom selskapet skulle selge verdipapirer hver gang en regning skulle betales. Kontantbeholdningen er altså mer likvid enn verdipapirer (Brealey et al., 2011), og kan raskt benyttes til å for eksempel gjøre et oppkjøp. Det må derfor gjøres en avveining i forhold til ulempen av å sitte på mye kontanter, gjennom tapte renteinntekter, og fordelene, nemlig at man sparer transaksjonskostnader. For store selskaper vil transaksjonskostnadene knyttet til kjøp og salg av verdipapirer være trivielle sammenlignet med alternativkostnaden knyttet til å holde på «uvirksomme» kontanter. Derfor er det også slik at større selskaper ofte kjøper og selger verdipapirer på dag til dag basis. Det er derimot ikke slik at det vil lønne seg for et selskap å ha en stor kontantbeholdning. Verdien av å være likvid synker i takt med at overskuddslikviditeten øker. Dersom selskapet kun har en liten andel kontanter kan en økning ha stor nytteverdi, mens et selskap som har store mengder kontanter ikke vil ha like stort utbytte av å få ekstra kontanter.

Brealey et al. (2011) peker på spesielt to årsaker til at selskaper velger å holde på overskuddslikviditeten i selskapet. For det første kan selskapene ønske å bygge bedre relasjoner til bankene, og kompensere bankene for de tjenestene de tilbyr. For det andre kan store selskaper ha hundrevis av kontoer i et dusin forskjellige banker, og det kan derfor være mer hensiktsmessig å plassere kapitalen i disse kontoene i stedet for å holde et øye med hver enkelt konto daglig og gjennomføre daglige transaksjoner mellom disse. Det er en vurderingssak mellom tid og nytte. En grunn til at noen selskaper sprer plasseringene i flere banker har med selskapets styremåte å gjøre. Et konsern kan ikke gi et datterselskap full operasjonell selvstyrerett uten at ledelsen i dette selskapet får tillatelse til å håndtere kontantene i selskapet. I følge Brealey et al. (2011) impliserer god likviditetsstyring en viss grad av sentralisering. Det er utfordrende og nærmest helt umulig å holde et ønsket kontantnivå hvis alle datterselskapene i konsernet er ansvarlig for sin egen kontantbeholdning. I tillegg kan konsernet tape penger på å ha lite kontroll over likviditeten i døtre, for eksempel hvis et datterselskap plasserer sin overskuddslikviditet til 5 % rente mens et annet

datterselskap låner til 8 % rente. Selv i desentraliserte konsern er det generelt en sentral kontroll over kontantnivå og bankrelasjoner.

### **Nedbetale gjeld, eller holde på likviditeten internt i selskapet?**

Hvordan gjeld påvirker likviditeten i et selskap har vært gjenstand for diskusjon i forskningsmiljøet, og det har resultert i varierende konklusjoner. Flere av forskningsbidragene hevder at det er et negativt forhold mellom gjeld og kontantbeholdninger, altså at selskaper ved å betale långivere reduserer sin evne til å akkumulere en likviditetsreserve over tid (Bates, Kahle & Stulz, 2009; Jensen, 1986: referert til i Lins, Servaes & Tufano, 2010). I tillegg pekes det på at det vil være det samme for selskaper om de har en økning i kontantbeholdningen eller reduserer gjelden i balansen (Acharya et al., 2007). På den annen side viser annen forskning, deriblant Acharya et al. (2007) og Gamba & Triantis (2008), at det er et positivt forhold mellom gjeld og kontantbeholdninger for selskap som trenger å sikre inntjeningen. I følge Acharya et al. (2007) kan kontanter kun anses som negativ gjeld hvis selskapet ikke er finansielt begrenset. Når et selskap er finansielt begrenset vil kontantstrømmen være sensitiv for de selskapene som i tillegg har stor variasjon i inntjeningen. Mye av forskningen hevder derfor at selskaper som har lav lønnsomhet bør holde høyere kontantbeholdning i stedet for å nedbetale gjeld.

#### *2.2.4 Finansering - intern og ekstern kapitalanskaffelse*

Et viktig ledd i et selskaps likviditetsplanlegging er vurderingen av fremtidig kapitalbehov, og hvordan dette skal anskaffes (Dahl, 2006). Alle selskap gjør investeringer, i form av oppkjøp av selskaper, nytt utstyr, fabrikkbygg osv. som på sikt skaper inntekt for selskapet og øker verdien for eierne. Når beslutningen om et investeringsprosjekt skal gjennomføres dukker det opp et sentralt spørsmål - *hvordan skal selskapet finansiere denne investeringen?* Dahl (2006) nevner i sin artikkel flere kilder til finansiering.

- Tilførsel av ny egenkapital
- Tilførsel av ansvarlig lånekapital
- Ulike former for offentlig støtte og tilskudd
- Kortsiktig fremmedkapital/langsiktig fremmedkapital
- Egenfinansiering fra driften
- Factoring og leasing

Vi vil i de neste avsnittene kun trekke frem de formene som er mest relevante for studien. Factoring, leasing, og offentlig støtte og tilskudd vil ikke gjennomgås ytterligere, men er nevnt for å vise de ulike finansieringsmulighetene et selskap har.

Det er vanlig at et konsern er toppfinansiert slik at morselskapet i konsernet henter inn ekstern finansiering, som for eksempel banklån eller obligasjonslån, og deretter låner dette ut igjen internt til datterselskap som trenger finansiering. Internbanken eies og forvaltes som regel av morselskapet (gjennom treasury-avdelingen), som i tillegg til å ha ansvaret for innhenting av fremmedkapital også har ansvaret for forvaltningen av konsernets overskuddslikviditet og håndtering og vurdering av risiko, som for eksempel valuta- og renterisiko. I følge Dahl (2006) er det flere hensyn som bør tas når et selskap skal ta finansieringsbeslutninger. En viktig del av slike beslutninger er målet om å minimalisere selskapets finanskostnader, men Dahl (2006) nevner også sentrale hensyn som: selskapets ønske om avkastning versus risiko, forholdet mellom langsiktig og kortsiktig finansiering, grad av fleksibilitet i finansieringen, i tillegg til at selskapet bør holde en egenkapitalandel som tilfredsstillere kreditorene slik at långiverne ikke blir urolige.

Det skilles mellom intern og ekstern finansiering, hvor egenkapitalen er den viktigste kilden til intern kapital, og gjeld er den viktigste kilden til ekstern finansiering. Forholdet mellom gjeld og egenkapital i et selskap refereres ofte til som et selskaps kapitalstruktur (Drake & Fabozzi, 2010). Vi velger derfor å dele inn kapitlet etter disse to kategoriene, intern og ekstern finansiering.

### **Intern finansiering**

Én måte et selskap kan finansiere sine investeringer er ved å benytte kapital generert fra drift. I følge Ross et al. (2013) er mesteparten av et selskaps finansiering generert internt fra selskapets kontantstrøm. Inntekten fra drift er ikke alltid tilstrekkelig finansiering, og man skiller derfor mellom likvide midler generert fra drift og ny egenkapital tilført gjennom emisjon. Ved emisjon tilføres selskapet ny egenkapital gjennom nyttegning av aksjer fra nye eller eksisterende aksjonærer. Inntekten til selskapet kan enten betales ut i utbytte til eierne, eller det kan beholdes i selskapet som egenkapital. Eierne forventer som regel at denne egenkapitalen benyttes til å investere i prosjekter som øker selskapsverdien (Drake & Fabozzi, 2010). I vurderingen om å benytte intern kapital som finansieringskilde må selskapet ta høyde

for at eierne vil forvente en avkastning på denne investeringen, i form av økt utbytteutbetaling. Det er store variasjoner i utbyttepraksis både mellom bransjer og enkeltelskaper. Ikke alle selskaper utbetaler utbytte, også kalt dividende. Hvorvidt et selskap velger å utbetale dividende til eierne avhenger av bestemte kjennetegn ved selskapet. Spesielt unge selskaper med sterk vekst utbetaler sjeldent utbytte, da alt overskudd benyttes til å finansiere videre vekst. Flere investorer har dividendeutbetaling som et av utvalgsriteriene for hvor de ønsker å investere, og det er derfor ofte et mål for selskapene å ha en jevn, helst økende utbyttestrøm da dette signaliserer sunn underliggende drift. Selskapenes dividendepolitikk inneholder blant annet når dividenden skal utbetales, hvor høy den skal være i forhold til årets resultat, økning fra fjorårets utbetaling mm. Som regel skjer dividendeutbetalingen en gang i året, rett etter generalforsamlingen. I senere tid har stadig flere norske selskaper gått over til kvartalsvise dividendeutbetalinger, mens i USA har dette lenge vært normal praksis og fungert som en løpende inntektskilde for mange. Også kreditorene kan påvirke dividendeutbetalingene gjennom såkalte klausuler, eller *covenants*, i låneavtalene. Dette gjelder særlig dersom selskapene har høy gjeldsgrad og dermed utgjør en høyere investeringsrisiko for nye kreditorer. Klausulene kan da virke som en selskapsspesifikk dividendebegrensning (Bøhren og Michalsen, 2010).

Ved intern finansiering unngår man kostnader som for eksempel transaksjonskostnader som er knyttet til ekstern finansiering. I tillegg vil asymmetrisk informasjon og insentivproblemer føre til andre typer kostnader, som igjen resulterer i at kostnadene ved ekstern finansiering øker. Det kan derfor være lønnsomt for de fleste selskaper å bygge opp og opprettholde en kontantbeholdning, slik at intern finansiering er mulig i tilfeller der det er mest hensiktsmessig.

### **Ekstern finansiering**

For mange selskaper vil det være hensiktsmessig å benytte ekstern finansiering for å realisere investeringene. Som nevnt innledningsvis er gjeld den vanligste kilden til ekstern finansiering. Slik eierne forventer avkastning i form av økt utbytteutbetaling dersom egenkapitalen benyttes til å finansiere et prosjekt, forventer også långiverne en pris for å låne kapital til et selskap, i form av renter. Det finnes flere former for gjeldsfinansiering et selskap kan benytte seg av, og det skilles vanligvis mellom kortsiktig og langsiktig gjeldsfinansiering. Kortsiktig finansiering vil si gjeld med løpetid under ett år, mens langsiktig finansiering strekker seg over en lengre tidshorisont (Boye, 2002). Et selskap står ovenfor et mangfold av

fremmedkapitalmuligheter. Typisk kan man ta opp lån enten fra bankinstitusjoner eller fra kapitalmarkedene. Selskapet som trenger fremmedkapital utsteder det som kalles finansielle instrumenter, og tilbyr av kapitalen, kreditorene, etterspør de finansielle instrumentene. I følge Bøhren & Michaelsen (2010) er et finansielt instrument en kontrakt mellom selskapet som får tilført kapital og utsteder av kapitalen. I motsetning til å benytte egenkapital som finansieringskilde vil et selskap som benytter gjeldsfinansiering øke risikoen til eierne. Økt giring i selskapet gir høyere risiko for egenkapitalen, samtidig som det potensielt også gir muligheter for høy avkastning på egenkapitalen (Drake & Fabozzi, 2010).

I likhet med plasseringsmulighetene et selskap har til overskuddslikviditeten har selskaper også mulighet til å finansiere seg i et kortsiktig eller langsiktig marked. Bankene tilbyr blant annet kassekreditt, som er den vanligste formen for kortsiktig finansiering. I tillegg er det også vanlig å benytte såkalte kredittfasiliteter hos bankene, som en kilde til likviditet. Kredittlinjer vil si at en virksomhet har tilgang til kreditt fra en finansiell institusjon som kan benyttes etter virksomhetens vurdering, i stedet for at selskapet må fremskaffe likviditet selv (Holmström & Tirole, 1998). En slik kredittlinje kan for eksempel være låneforpliktelse. Selskapene kan også utstede verdipapirer, som aksjer og obligasjoner, i kapitalmarkedet for å finansiere prosjekter. Obligasjonslån er en form for langsiktig finansiering hvor investoren kjøper en del av lånet. Altså kan flere investorer være sammen om et lån, i motsetning til banklån hvor banken står som eneste kreditor. Når det gjelder kortsiktige finansieringsmuligheter finnes det obligasjonslån med kortere løpetid enn ett år som kalles sertifikatlån. I finansieringssammenheng vil det være selskap som utsteder sertifikatet i kapitalmarkedet. Andre kjøper sertifikatet som en investering, og på denne måten «innfrir» et kortsiktig lån til selskapet som utsteder sertifikatet.

### **Intern eller ekstern finansiering - selskapets likvide midler vs. kredittlinjer i bankene**

I følge Berk & DeMarzo (2014) står beslutninger knyttet til kapitalanskaffelse som oftest mellom ren egenkapitalfinansiering, eller en kombinasjon av gjelds- og egenkapitalfinansiering. En stor del av forskningen retter seg mot bruken av ekstern finansiering, gjennom kredittfasiliteter hos bankene, og intern finansiering, gjennom bruk av eksisterende kontantbeholdninger. Spesielt vektlegges strategiske gevinster knyttet til finansieringsstrukturen i et selskap. Maksimovic (1990, referert til i Lins et al., 2010) hevder blant annet at selskapet kan forbedre sin konkurranseposisjon gjennom kredittlinjer og



kontantbeholdninger, ettersom dette reduserer ekspansjons-kostnadene som igjen fører til at selskapet kan øke graden av trusler mot konkurrerende selskaper. Altså vil det i konkurranseutsatte markeder være slik at likviditeten til en konkurrent kan påvirke hvilke likviditetsavgjørelser et selskap tar.

Det meste av forskningen trekker frem fordelene ved å ha en kontantbeholdning, men det finnes også noen studier som ser på fordelene kredittlinjer gir for et selskaps likviditet. Blant annet er informasjons-asymmetrien mellom ledelsen og kapitalmarkedet en faktor som gjør kredittlinjer verdifulle for et selskap (Acharya et al. 2007). Dette fordi et selskap vil ha problemer med å finansiere investeringer når kapitalkostnaden for å skaffe ekstern kapital er høy, for eksempel når egenkapitalen er undervurdert. Dette kalles i litteraturen for likviditetens *precautionary motive*, eller føre-var-motivet. En annen fordel er at likvide selskaper ikke pådrar seg transaksjonskostnader ved å ofte skaffe til veie midler (Meltzer, 1963, referert til i Lins et al., 2010). Holmström & Tirole (1998) hevder at kredittlinjer er minst like effektive likviditetsbuffer som kontant-beholdninger er. Dette fordi de i likhet med kontantbeholdninger gir forsikring mot likviditetssjokk. Demiroglu & James (2011) finner derimot at den senere forskningen rundt emnet viser til at tilgangen til kredittlinjer er avhengig av låntakerens kredittverdighet, i tillegg til långiverens finansielle situasjon. Av denne grunn konkluderer de med at kredittlinjer ikke er en fullkommen erstatning for kontantbeholdning som kilde til likviditet. Kredittverdighet måles gjennom en kredittrating. Denne kan være offisiell, gjennom et kreditbyrå, eller uoffisiell, fra for eksempel en bank. Offisiell kredittrating er ikke like utbredt blant norske selskaper, men er derimot mer vanlig for eksempelvis amerikanske selskaper. I denne studien har kun to av selskapene offisiell rating. De tre største og mest kjente ratingselskapene er Moody's, Standard and Poor og Fitch IBCA. «En rating er et uttrykk for forventet tap» (Håvik, 2003). Ratingen oppgis i alfa-numeriske symboler for enkelt å rangere kredittrisikoen til de enkelte selskapene. De beste rating-nivåene er AAA til BBB og utgjør *investment grade* klassen. Ratingnivåene under dette kalles *high yield*, *speculative grade* eller *junk bonds*. Ratingen skal gi en indikasjon på hvilken risiko selskapet utgjør, men er ikke alene tilstrekkelig for å vurdere risikoen. Ratingselskapene definerer derfor i tillegg hva som er typisk for ratingklassene, og ratingen skal også fange opp tapsgraden hvis mislighold inntreffer. For eksempel vurderes selskaper med ratingen BBB til å ha en adekvat evne til tidsriktig oppgjør, men mangler enkelte elementer for beskyttelse. Jo høyere rating, desto bedre er selskapet rustet til å stå støtt gjennom tøffe tider og dårlige nyheter (Håvik, 2003).

Lins et al. (2010) studerte finansdirektører i virksomheter fra 29 ulike land og deres oppfatning av viktige funksjoner for sine selskaper. De fant at de to likviditetskildene, kredittlinjer og kontantbeholdning, brukes for å sikre seg mot to forskjellige risikoformer. I dårlige tider er kontantbeholdningen en bra måte å opprettholde likviditeten da det fungerer som en sikring mot fremtidige sjokk i kontantstrømmen. I gode tider vil kredittlinjer gjøre det mulig for en virksomhet å utnytte fremtidige forretningsmuligheter. Videre fant Lins et al. (2010) at det er kredittlinjer som er den dominerende kilden til likviditet for selskaper over hele verden, bestående av ca. 15 % av eiendelene.

Dersom markedene hadde vært friksjonsfrie ville ikke behovet for likviditet hos selskaper være tilstede ettersom man da hadde vært i stand til å innhente ekstern finansiering for investeringsprosjekter. En stor del av den empiriske forskningen rundt likviditetsstyring fokuserer utelukkende på kontanter som en kilde til likviditet når man har friksjoner i kapitalmarkedene. Disse studiene viser at virksomheter med eksterne finansieringsbegrensninger sparer mer kontanter fra kontantstrømmene, spesielt dersom det er sannsynlig at investeringsmulighetene oppstår når kontantstrømmene er lave (Demiroglu & James, 2011). Demiroglu & James (2011) trekker frem at selskaper med en høy likviditetsreserve er forsikret mot tilfeller hvor kontantstrøm fra drift ikke er tilstrekkelige for å finansiere investeringsmuligheter. Det er dette sikkerhetsmotivet som ligger bak de fleste av forskningsbidragene rundt likviditetsreserve og kredittlinjer (Almeida et al., 2004; Acharya et al., 2007; Boot et al., 1987; Servaes & Tufano, 2006; Holmström & Tirole, 1998, referert til i Demiroglu & James, 2011).

### *2.2.5 Risiko – variabilitet i kontantstrømmene*

Risiko kan defineres som avvik fra det forventede (Hæhre, 2014), og risiko i knyttet til likviditet dreier seg om risiko knyttet til kontantstrømmens variabilitet. Variabiliteten kan i hovedsak henføres til to kilder: generelle markedsfaktorer, som for eksempel valutakurser og renter, og selskapsspesifikke faktorer, som for eksempel tap på debitor (Hansen, 1992). I følge Holmström & Tirole (2000) er risikostyring en måte et selskap kan unngå spesifikke typer risiko, som likviditetsrisiko, valutarisiko og risiko knyttet til for eksempel priser på råvarer. En virksomhet som baserer en stor del av inntjeningen sin på eksport vil for eksempel kunne oppleve en kraftig reduksjon i kontantbeholdningen dersom valutakursene snur i en negativ retning for selskapet. I dette kapitlet vil vi redegjøre for ulike typer risiko knyttet til

kontantstrømmene. Det er i hovedsak fire risikobegrep vi vil trekke frem; valutarisiko, renterisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko. Vi vil også redegjøre for motpartsrisiko og refinansieringsrisiko, som er sentrale risikobegrep knyttet til finanskrisen.

*Valutarisiko* er aktuelt for selskaper som driver internasjonal handel og som grunnet svingninger i valutakurser kan oppleve endringer i inntjening. Valutarisiko oppstår ved import, eksport, utenlandsinvesteringer og lån i utenlandsk valuta. En virksomhet kan forsøke å beskytte seg mot valutarisiko i forbindelse med import og eksport ved å legge inn en valutaklausul i avtalen. En slik klausul gir retningslinjer for hvilke hensyn som skal tas ved valutakursendringer etter at kontrakten er inngått (Larsson & Hammarlund, 2005). En annen måte virksomheten kan sikre seg mot valutarisiko er ved å kjøpe eller selge en viss valuta på en avtalt dag i fremtiden, slik at man vet den eksakte kursen når terminkontrakten gjøres opp. Dette betegnes av Larsson & Hammarlund (2005) som terminsikring. I tillegg nevnes endring av betalingsfrister, valutakreditt, balansering av kundefordringer og leverandørgjeld i samme valuta og strategisk prissetting som mulige metoder for å redusere valutarisikoen.

*Renterisiko* er risikoen for tap eller gevinst som følge av at markedsrentene endrer seg (Bodie et al., 2014). Dette har konsekvenser for gjelden i selskapet, ettersom en økning i renten gir økte rentekostnader, hvis ikke selskapet har bundet renten. Renterisikoen avhenger altså av lånebetingelsene selskapet har inngått. Ved fastrentelån vil risikoen avhenge av hvor lenge renten er bundet. Binds renten for en lengre periode vil selskapet ha oversikt over fremtidige utbetalinger, men kan gå glipp av en gevinst dersom markedsrenten reduseres. Har selskapet lån med flytende rente er risikoen knyttet til bevegelsene i markedsrenten. Dersom det blir et rentehopp kan det potensielt bli et tap for selskapet. Statsobligasjoner kan være en sikker alternativ plassering av overskuddslikvider i stedet for plassering i bank. Ved plassering i statsobligasjoner er kontantstrømmene, det vil si rentebetalinger, kjent for investor på forhånd. En slik plassering vil tilsi minimal renterisiko (Korsvold & Høidal, 2012).

*Likviditetsrisiko* er risikoen for at et selskap ikke har tilstrekkelig med kontanter for å møte krav på en tidsmessig og kostnadseffektiv måte (Lam, 2014). Det kan være utfordrende for et selskap å kontrollere for likviditetsrisiko, og det er derfor viktig å ha en likviditetsreserve som kan benyttes når uventede, kortsiktige likviditetsbehov oppstår (Larsson & Hammarlund, 2005). Sentralt for denne risikovurderingen er også refinansieringsrisiko. Refinansieringsrisiko vil si risikoen for at selskapet ikke får refinansiert gjeld som forfaller. For eksempel kan

man tenke seg et scenario hvor et selskap har et obligasjonslån som forfaller midt under en finanskrise, og ingen vil reinvestere. For å håndtere refinansieringsrisikoen kan selskapet ha lang løpetid på gjelden, og ha et aktivt forhold til forfallsprofilen slik at flere lån ikke forfaller på samme tidspunkt. Det kan også være hensiktsmessig å ha god spredning på gjelden, slik at det kun er en mindre del som kommer til forfall hvert år.

*Kredittrisiko* defineres som risikoen for at en kunde, motpart eller leverandør ikke oppfyller sine forpliktelser (Lam, 2014). Ved plassering i fullstendig likvide midler, som i statspapirer, bankinnskudd ol., vil man i prinsippet ikke påta seg kredittrisiko. For plasseringer ut over dette må man forvente kredittrisiko, og man bør i disse tilfellene gjennomføre nøye vurderinger slik at avkastningen står i forhold til risiko (Larsson & Hammarlund, 2005). Størstedelen av et selskaps innbetalinger består av inntekter fra salg, derfor kan selskapet påvirke hvor effektiv likviditetsstyringen er allerede fra salgstidspunktet. En stor del av arbeidskapitalen er bundet i kundefordringer, altså krav som har oppstått i tilknytning til salg av varer og tjenester til kunder (Kristoffersen, 2014). Behandlingen av kunde-fordringer påvirker kapitalbindingen i selskapet. Det er viktig for god likviditetsstyring at selskapet klarer å gjøre tiden fra ordrebekreftelsen til innbetalingen fra kunden så kort som mulig (Larsson & Hammarlund, 2005). Det kan være betydelig risiko knyttet til kredittsalg ved at virksomheten ikke får betalt for leveransene. Før det innvilges kreditt er det derfor svært viktig at selskapet foretar en kredittvurdering av kunden. Selskapet vurderer da kundens betalingsevne, slik at kundene som trolig ikke kan eller vil betale ikke får innvilget kreditt, mens kunder som har en sikker betalingsevne får innvilget kreditt (Kristoffersen, 2014).

Kundekredittiden kan påvirkes av selger, i form av bestemte betalingsfrister. Store, lojale kunder vil normalt få innvilget lenger kredittid. Det er viktig at kredittiden tilpasses slik at innbetalingene stemmer overens med likviditetsplanen til selskapet. Ved uteblivende innbetalinger er det viktig med gode inkassorutiner hvor man hurtig sender krav til inkasso allerede ved første betalingspåminnelse. I tillegg til gode purre- og oppfølgingsrutiner kan morarenter være effektivt. Ved uteblivende innbetaling fra kunden må selskapet vurdere kredittsalget som et tap på fordringer. Dersom det er avklart at fordringen ikke vil bli betalt må tapet vurderes som konstatert og kostnadsføres. Ved periodeslutt gjennomfører man en risikovurdering av de øvrige fordringene. Her beregner man forventet, men ikke konstaterte tap, ved å vurdere hver enkelt fordring. Dette kan være svært utfordrende å gjennomføre i praksis for mange selskaper, og det er derfor vanlig å foreta en samlet vurdering av

fordringene (Kristoffersen, 2014). Dersom mange av kundefordringene må vurderes som tap vil dette virke negativt på selskapets likviditet (Kristoffersen, 2014). Hvor sterk påvirkning dette har vil naturligvis variere, men her vil spesielt selskapets finansiering og soliditet være avgjørende for om de «kommer over kneika» eller om selskapet går mot en konkurs.

Dersom selskapet skaper velutviklede faktureringsrutiner, øker kvaliteten på kredittvurderingen og reduserer kredittiden, kan det få en mer effektiv håndtering av likviditeten og dermed redusere kapitalbindingen (Boye & Koekebakker, 2006; Larsson & Hammarlund, 2005). Som en konsekvens av dette vil risikoen reduseres.

Dersom selskapet mottar varer og tjenester fra leverandører før utbetaling, altså på kreditt, har man leverandørgjeld. Det finnes også leverandører som krever en forhåndsbetaling før man mottar varer eller tjenester. I slike tilfeller bør selskapet vurdere sannsynligheten for at leverandøren faktisk leverer varen eller tjenesten (Kristoffersen, 2014). I likhet med kundefordringer vil også leverandørgjelden være inkludert merverdiavgift. Merverdiavgiften vil i utgangspunktet ikke påvirke resultatberegningen for selskapet, men siden dette er en gjeld til det offentlige vil skyldig merverdiavgift påvirke selskapets likviditet (Kristoffersen, 2014). Som beskrevet er kundefordringer og leverandørgjeld sentralt i styringen av et selskaps kreditt. Det er derimot viktig å ikke kun se isolert på hver av disse elementene, men vurdere dem under ett for å få en oversikt over selskapets kredittflyt. Selskaper bør selvfølgelig ha kortere kundekredittid enn fristen for tilbakebetaling av leverandørgjeld, slik at selskapet sikrer innbetaling fra kunder før oppgjøret med leverandørene skal foretas. For større selskaper vil tiden mellom innbetaling fra kunder og utbetaling til leverandører kunne utgjøre betydelige renteinntekter.

Det er altså knyttet risiko til å drive handel på kreditt, spesielt dersom man ikke har foretatt gode nok kredittvurderinger av kunder eller leverandører. Hvor store utestående fordringer eller utbetalinger man har og hvor stor risiko som er knyttet til disse fordringene varierer også fra bransje til bransje. Enkelte bransjer er avhengige av store, men få bestillinger, mens for andre er det mer vanlig med små, jevnlig bestillinger.

Da denne studien retter seg mot effektene av finanskrisen i 2008 spesielt, er det særlig viktig å nevne motpartsrisiko. Motpartsrisiko er risikoen for økonomiske tap for selskapet dersom en motpart misligholder avtalen før et endelig oppgjør (Bodie et al., 2014). For et selskap kan denne motparten være både en kunde eller en leverandør, men det kan også gjelde risiko i

forhold til bankene. Når bankene opplever utfordringer knyttet til å kunne låne ut penger til selskapene, slik faktum var under finanskrisen i 2008, skaper dette problemer for selskapene da de ikke får tilgang til fremmedkapital, noe som igjen kan hemme investeringer og vekst for selskapet. Et selskaps totale risiko er målt med variansen til avkastningen eller kontantstrømmen. Høy totalrisiko medfører negative konsekvenser for det enkelte selskaps fremtidige kontantstrømmer, av den grunn at dette øker sannsynligheten for en finansiell krise for selskapet. Utfallet av en slik krise kan være at kunder, leverandører og ansatte blir mindre villige til å satse på selskapet, noe som kan medføre lavere omsetning og høyere kostnader. Dette betyr igjen at kontantstrømmene reduseres (Korsvold & Høidal, 2012). Risikomomentene er knyttet til både mikroøkonomiske og makroøkonomiske svingninger. Endringer i de makroøkonomiske forholdene vil medføre endringer i valutakursene og rentenivåene, noe som vil øke eller redusere valuta- og renterisikoen. Selskapets egen likviditetsstyring og vurdering av plasseringer påvirker likviditetsrisikoen og kredittrisikoen. I urolige tider vil man antakeligvis velge sikre plasseringer av overskuddslikvider. Dette vil vi komme nærmere inn på i det neste delkapitlet, om finanskrisen i 2008.

### **2.3 Finanskrisen 2008 - likviditetskrise med realøkonomiske konsekvenser**

*«Høsten 2008 var høydramatisk. Finansverdenen stod på kanten av stupet. Investorene holdt pusten. Sentralbanksjefene skalv på hånden. Banksjefene lå våkne om natten. Fra midten av september og utover høsten gjennomgikk verden en periode som vil stå i historiebøkene med blodrød skrift» - Larsen & Mjølhus, 2009.*

Høsten 2008 stod verden ovenfor den mest utfordrende finansielle periodene siden 1930-årene. Konjunktursvingninger er en naturlig del av den moderne økonomiske syklusen, men krisen i 2008 gav hardere utslag enn det mange forventet. Tiden før krisen var preget av stabilitet og positivitet. Flere makroøkonome beskrev perioden som *The Great Moderation*, hvor oppfatningen var at de økonomiske svingningene man opplevde var mindre enn tidligere. I tillegg var reguleringspolitikken til myndighetene tilstrekkelig for å stabilisere økonomien i etterkant av disse svingningene. Greenspan-doktrinen, hypotesen om at sentralbanken alltid vil komme til unnsetning for å hindre kriser, var med på å øke tryggheten og tilliten til markedene. Da finanskrisen var et faktum høsten 2008 bidro dette til en stor forverring av utsiktene til verdensøkonomien.

I de neste avsnittene presenterer vi finanskrisens utvikling. Deretter diskuterer vi effekten krisen hadde på norsk økonomi, før vi til slutt redegjør for hvordan urolighetene i finansmarkedene i 2008 påvirker likviditetsstyringen i selskaper.

### 2.3.1 Slik forløp krisen seg

En finanskrise kan defineres som: «en økonomisk krise hvor man opplever det som vanskelig, om ikke umulig, å få tilgang til kapital for å gjennomføre nye investeringer og prosjekter» (Store norske leksikon, 2014). På denne måten får det som opprinnelig er en likviditetskrise, også realøkonomiske konsekvenser ettersom lavere investeringer fører til økt arbeidsledighet og reduserer produktiviteten.

Minsky (1982) utviklet en modell (figur 4) som illustrerer forløpet til en finanskrise:



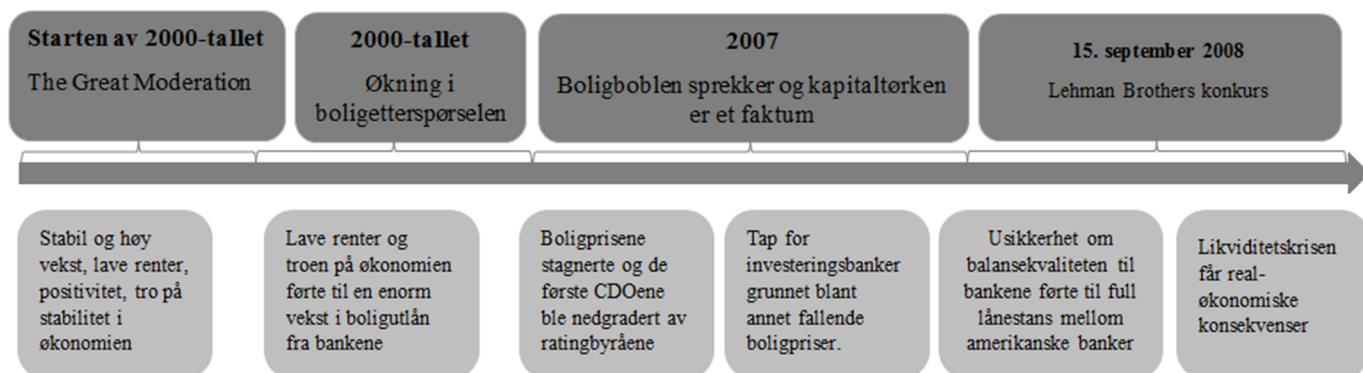
Figur 4 Forløpet til en finanskrise (Minsky, 1982).

Historisk sett viser det seg at en krise ofte oppstår etter en periode med vekst langt over den naturlige vekstbanen. Som Minsky (2008) beskriver det: «*success breeds a disregard of the possibility of failure*». Dette kommer gjerne av at priser i sentrale markeder, som eiendoms- og aksjemarkedet, er drevet kraftig opp og blitt til bobler (Larsen & Mjøhus, 2009). Modellen illustrerer hvordan krisen starter med et sjokk, som for eksempel en finansiell liberalisering eller økt tilbud/etterspørsel etter kreditt utenfra. Ofte forbindes sjokket med at tilliten til økonomisk vekst og positive avkastningsmuligheter for investeringer, forsvinner. Det oppstår nærmest en samlet tvil til den fremtidige økonomiske utviklingen. Årsakene til denne tvilen varierer fra krise til krise. Som figuren viser er tendensen slik at man etter det første sjokket opplever en kreditteksponering, som gir en kort oppgang i utsiktene. Dette kan skyldes flere

forhold. For det første øker etterspørselen etter kreditt blant både selskaper og husholdninger ettersom forventninger til lønnsomhet og inntekt øker betraktelig. For det andre øker også tilførselen av kapital på grunn av lavere risikobevissthet. En slik økt tilførsel gir en kort økonomisk oppgang (se graf), som forsterker det første sjokket (Doppelhofer, 2012).

«Finanskrisen i 2008 kom som kriser pleier: Etter lange perioder med solid, langvarig oppgang, kommer krisen. Ikke fordi det er noen økonomisk lovmessighet, men fordi man glemmer forsiktighetsregler» - Kåre Willoch i Magma (Ljøterud, 2014).

Når sentrale aktører tror at økonomien er på sitt sterkeste og det er store muligheter for kortsiktig profitt, kan en økonomisk krise være farlig nær. Dette er det imidlertid få som innser før det er for sent og krisen er et faktum. Mennesker har lett for å tro at dagens situasjon ikke er sammenlignbar med historiske kriser og tenker at *"this time is different"*, noe som imidlertid sjeldent er tilfelle (Larsen & Mjølhus, 2009). Det antas at finanskrisen i 2008 var et resultat av en periode med høy vekst og lave renter, som førte til en historisk oppgang i det amerikanske eiendomsmarkedet. Det lave rentenivået presset eiendomsprisene oppover, nærmest til en tredobling i perioden 1997 - 2007 (Bodie et al., 2014). I tillegg opplevde man i forløpet til krisen en global økning i sparebeholdningen i tillegg til en finansiell deregulering (International Monetary Fund, 2009). Tidslinjen (figur 5) oppsummerer hovedmomentene fra krisen i 2008.



Figur 5 Tidslinje over gangen i finanskrisen 2008.

I forløpet til finanskrisen i 2008 ble det i USA gitt såkalte *subprime*-lån. Disse lånene ble innvilget på tross av det grunnleggende prinsippet for risikostyring, at lån skal gis på basis av kundenes betalingsevne. Subprime-lån ga kunder med lav betalingsevne muligheten til å få innvilget lån, noe som i kombinasjon med økningen i boligprisene resulterte i en sterk



utlånsvekst. Subprime-lånene ble «pakket sammen» til såkalte CDOer (Collateralized Bond Obligations) (Bodie et al., 2014). CDOer betegner gjeldsinstrumenter som har sikkerhet i en portefølje av lån eller andre gjeldspapirer (Larsen & Mjøhus, 2009). Disse fremstod som obligasjoner med høy sikkerhet, men var i virkeligheten en verdipapirisering av obligasjoner med lav kredittverdighet som ble godkjent av ratingbyråer og dermed sett på som ufarlige både av de som solgte de, og de som investerte i dem. Da de makroøkonomiske forholdene endret seg, og boligboblen i USA sprakk, resulterte dette i store tap på subprime-lånene, og også andre typer lån som kredittkort, studentlån, billån, bedriftslån m.m.

Finansnæringen er bygget på tillit, og denne ble kraftig svekket under finanskrisen. Flere banker måtte som en følge av krisen overtas av større banker. Når banker går konkurs blir resten av næringen mistenksomme og lurere på hvem som blir neste. Dermed blir også tilliten til de sunne bankene rammet. Manglende tillit fører til manglende likviditet, fordi tilgangen og prisen på kapital i internbankmarkedet, og muligheten for å hente inn fremmedkapital i det internasjonale finansmarkedet, svekkes (Næss, 2008). Finanskrisen i 2008 resulterte derfor i en likviditetstørke. Utviklingen i økonomien førte til en økning av den systematiske risikoen, altså risikoen for at fall i et markeds finansielle system overføres og forstyrrer andre markeder, en slags smitteeffekt. Da bankene og andre utlånsinstitusjoner opplevde å ha begrenset med kapital, og derfor også var bekymret for ytterligere tap, førte dette til at de valgte å hamstre kapitalen i stedet for å låne ut til privatpersoner og selskaper, noe som forverret forholdene for de vanlige låntakerne (Bodie et al., 2014).



Til å begynne med var det først og fremst en likviditets- og finansieringskrise, som gjorde det krevende for banker og selskaper å få tilstrekkelig finansiering. Usikkerheten økte, utsiktene for økonomisk vekst ble nedjustert gang på gang, og man ble bekymret for langvarig nedgangskonjunktur. Dette slo igjen hardt ut på aksjekursene verden over, og priser på varer og tjenester deretter (Holden, 2009).

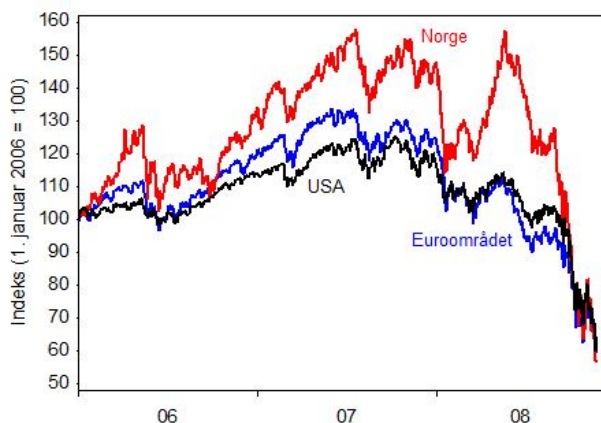
Fallet i aksjekursene, forventningene om økonomisk nedgang, finansieringsproblemer og så videre, førte til et kraftig fall i etterspørsel og produksjon. Den økonomiske krisen nådde sitt toppunkt i september 2008, da de to føderale huslåntilbyderne, Fannie Mae og Freddie Mac, måtte settes under kontroll av myndighetene og investerings-bankene Lehman Brothers og Merrill Lynch var på randen av konkurs. I september 2008 begjærte Lehman Brothers seg konkurs, og finanskrisen var en realitet. Som en følge av at bankene ikke lenger var villige eller hadde mulighet til å gi kreditt til sine kunder, ble det vanskelig for mindre selskaper å finansiere sin daglige drift. Dette førte til nedskjæringer og lavere aktivitet (Bodie et al., 2014).

Den økte uroen i pengemarkedet resulterte i at banker som hadde lavt innskudd i forhold til utlån fikk problemer. Tilgangen til kapital ble kraftig redusert ettersom kortsiktig finansiering fra pengemarkedet så godt som stoppet opp. Som en konsekvens av dette stormet folk til den britiske banken Northern Rock, for å ta ut sparepengene sine. Den 17. februar 2008 ble banken nasjonalisert, og konsekvensen av finanskrisen utviklet seg til å bli en alvorlig likviditetskrise (Norges Bank, 2009). Finanskrisen var ikke lenger kun en likviditets- og finansieringskrise, men man merket også krisens realøkonomiske konsekvenser, som redusert produksjon og investeringer samt økt arbeidsledighet. Mangelen på likviditet resulterte også i dårligere tilgang til kreditt for virksomheter og husholdninger. Dårlig inntjening i virksomhetene og økt arbeidsledighet førte til at virksomheter og husholdninger ikke greide å betjene lånene sine samtidig som forbruket gikk ned. Dette økte problemene i finansmarkedene ytterligere. Samtidig førte usikkerheten rundt virksomhetenes inntjening til at bankene ble mer varsomme med utlån, noe som igjen forsterket svekkelsen i realøkonomien (Holden, 2009; Cornett, McNutt, Strahan & Tehranian, 2011).

### 2.3.2 Hvordan forløp krisen seg i Norge?

*«Den internasjonale finanskrisen har bidratt til en kraftig forverring av utsiktene for internasjonal økonomi. Også norsk økonomi påvirkes, men det økonomiske tilbakeslaget ventes å bli mindre omfattende hos oss enn i mange andre land».* - Regjeringens pressemelding, 15.mai 2009.

Den internasjonale finanskrisens ringvirkninger i norsk økonomi var forholdsvis udramatisk sammenlignet med andre industriland, og Norge ble i betydelig mindre grad rammet av de realøkonomiske konsekvensene fra krisen. I følge Norges Bank (2010) var en av ringvirkningene av Lehman Brothers fall 15. september at det norske finansmarkedet kom i likviditetsskvis. Som en følge var det ingen av bankene som ville låne ut penger til selskapene. Statlige tiltak, som en kraftig og rask rentereduksjon og tilførsel av likviditet til markedene, var med å dempe effektene av denne kapitaltørken. Et annet tiltak var en bytteordning iverksatt av Norges Bank, hvor obligasjoner kunne byttes mot statspapirer. Disse tiltakene bidro til en minsket uro i bankene, og utlånspolitikken ble dermed mindre restriktiv. Krisen gav en liten oppgang i arbeidsledighet og en svak nedgang i den økonomiske veksten (Norges Bank, 2010). Figur 6 illustrerer hvordan norsk økonomi, i tillegg til likviditetsproblematikken, merket krisen hovedsakelig i form av et kraftig fall på Oslo Børs.



Figur 6 Finanskrisens effekt på hovedindeksen (Finanstilsynet, 2012).

Hovedindeksen hadde en årlig stigning på 45 % i perioden 2003 - 2007, før den i perioden 2007 - 2008 falt med hele 64 % (Finanstilsynet, 2012). Ettersom Norge har mindre aksjeandeler enn for eksempel USA, har aksjebobler mindre betydning for økonomien og

børsen har lite påvirkning på realøkonomien. Konsekvensene av børsfallet var derfor ikke store.

Norge opplevde en sterk utvikling de siste 20 årene før krisen, som en følge av at landet har nytt godt av den økende globaliseringen gjennom råvare- og energibasert eksport. En langvarig høy oljepris har også bidratt til den gode utviklingen, gjennom større oljeinvesteringer, solid offentlig økonomi, oppgang i sysselsettingen og høy lønnsvekst som igjen har resultert i økende privat forbruk. I følge Baltzersen (Finanstilsynet, 2012) økte norske husholdningers realdisponible inntekt med 75 % fra 1993 til 2010. Ved årsskiftet 2007/2008 passerte norsk økonomi en konjunkturtopp (Regjeringen, 2009). Dette ble igjen forsterket av den internasjonale finanskrisen og svikten i etterspørselen etter viktige norske eksportprodukter, som fulgte.

I en pressemelding fra Finansdepartementet i mai 2009 (Finanstilsynet, 2009) pekes det på flere årsaker til den milde påvirkningen finanskrisen hadde på norsk økonomi. Blant annet regjeringens aktive økonomiske politikk, den gunstige næringsstrukturen med en dominerende petroleumssektor, det solide banksystemet og den store offentlige sektoren Norge har. Finansreguleringer, kapitalkrav og finanstilsynet omfatter *alle* deler av det norske finansmarkedet, i motsetning til USA hvor halvparten av finansmarkedet (deriblant investeringsbankene) ligger utenfor kapitalkrav og finanstilsyn. I Norge er bankene dominerende ved utlån til boliger, og tilbyr ikke slike subprime-boliglån som bidro til å blåse opp boligboblen i USA. Å få innvilget boliglån i Norge er betydelig strengere regulert, og en må kunne dokumentere blant annet inntekt, arbeidsforhold og eierrettigheter. Kun lån med panteverdier opptil 75 % kan brukes som sikkerhet i obligasjoner. Dette står i sterk kontrast med verdipapirreguleringen i USA under krisen, hvor man kunne investere i strukturerte obligasjoner av subprime-lån som ga mulighet for høy avkastning (Finanstilsynet, 2009).

Til tross for at krisen ikke hadde like stor direkte effekt på den norske økonomien, ble Norges handelspartnere hardt rammet. Dette påvirket norske eksportbedrifter ved at etterspørselen etter viktige norske eksportprodukter sank. Reduksjon i inntjening og mer utfordrende tilgang på finansiering bidro også til en nedgang i investeringsaktiviteten. Denne utviklingen stabiliserte seg blant annet grunnet norske myndigheters tiltak, som også pga. bedret tilgang på nye lån for norske banker, husholdninger og selskaper. Til tross for at finanskrisen hadde innvirkning på konkurranseutsatte næringer i Norge, var utviklingen her hjemme mye bedre

enn det man så internasjonalt (Regjeringen, 2009).

### *2.3.3 Uro i finansmarkedene - hvilken effekt hadde dette på likviditetsstyringen?*

En konsekvens av usikkerheten finanskrisen forårsaket var en endring i selskapers risikobilde. Selskaper opplever i større grad utfordringer med å forutsi fremtidig inntjening og resultat, noe som førte til et behov for å ta høyde for prisbevegelser langt over/under normalen enn det man måtte i tiden før krisen. Det som startet som en finanskrisen på det amerikanske markedet utviklet seg raskt til en global, økonomisk krise, og av denne grunn har også markedsforholdene endret seg vesentlig. På grunn av de ekstreme og uventede prisbevegelsene som har preget markedet har også selskapers vilje til å påta seg risiko endret seg (Saltvedt & Knudsen, 2009).

Da Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008 ga dette ringvirkninger for andre banker, motpartsrisikoen økte og bankene ble forsiktige med å låne ut penger til selskaper. Når bankene opplever utfordringer knyttet til å kunne låne ut penger til selskapene, slik faktisk var under finanskrisen i 2008, skaper dette problemer for selskapene da de ikke får tilgang til fremmedkapital, eller må betale dyrt for å få finansiert seg eksternt. Dette kan igjen hemme investeringer og vekst for selskapet (Bodie et al., 2014).

Baum, Caglayan, Stephan & Talavera (2007) hevder at ved økt makroøkonomisk eller idiosynkratisk usikkerhet ønsker selskaper å øke sin likviditetsgrad. Virksomheter kan ha et føre-var motiv for å holde likvider når den makroøkonomiske usikkerheten øker. På grunn av de ulike markedsfriksjonene vil likviditetsgraden variere mellom virksomheter ut ifra størrelse, bransje og gjeldsgrad. Flere studier, blant annet Campello, Giambona, Graham & Harvey (2010), viser at bruken av kredittlinjer var med på å begrense finanskrisens effekt på selskapers utgifter i perioden.

Finanskrisen i 2008 er et eksempel på den tette koblingen mellom det finansielle systemet og realøkonomien, og understreker viktigheten av god likviditetsstyring og strenge risikovurderinger. Selv om en stor del av forskningen fremstiller likviditetsstyring som noe som først i tiden etter finanskrisen i 2008 fikk økt oppmerksomhet har det fortsatt vært en viktig del av virksomheters finansielle styring i tiden før krisen utspant seg. Dette viser blant annet studien til Lins et al. (2010), som ble gjennomført i 2005. Undersøkelsen viste at

finansdirektørene fra de forskjellige landene alle satte funksjoner relatert til likviditetsstyring blant topp 4 over de finansielle funksjonene som skapte mest verdi for virksomheten. Dette gir en indikasjon på at likviditetsstyring har hatt stor betydning og vært et sentralt verktøy for ledere verden over, også i tiden før krisen i 2008.

Vi antar at likviditetsstyringen vil være ekstra utfordrende for selskaper som opplever store variasjoner i kontantstrømmer, prosjekter, investeringer og som har betydelige låneforfall, da spesielt med høy kortsiktig gjeld. I perioder med høy volatilitet i finansmarkedene, som for eksempel under finanskrisen i 2008, og i tider hvor det oppleves større endringer i de finansielle rammebetingelsene, vil disse utfordringene synliggjøres i enda større grad.

# 3 Metodisk tilnærming



Dette kapitlet er viet til en redegjørelse for metodevalget i studien. Formålet med kapitlet er å beskrive valg som er gjort med hensyn til studiens forskningsmetode, -strategi og -design. I metodelitteraturen benyttes ofte disse begrepene om hverandre, og kan være utfordrende å skille. Når vi i denne avhandlingen redegjør for valg av *forskningsmetode* innebærer det valget mellom en kvantitativ eller kvalitativ tilnærming. Videre omhandler studiens *forskningsstrategi* den mest hensiktsmessige gjennomføringsmåten innenfor valgte metodiske rammeverk, og kriteriene som ligger til grunn for dette valget. *Forskningsdesign* omfatter hvordan studien er strukturert og hvilke datainnsamlingsmetoder vi mener er best egnet til å samle inn relevant datamateriale for å kunne besvare problemstillingen.

*«En metode er en framgangsmåte, et middel til å løse problemer og komme fram til ny kunnskap» - Aubert, 1965.*

Forskningsmetode kan beskrives som teknikker og prosesser som benyttes for å besvare vitenskapelige spørsmål og problemstillinger (Ringdal, 2013). For å kunne gi solide vurderinger av tidligere forskning, og være i stand til å begrunne egne valg underveis i forskningsprosessen, er det nødvendig å ha god innsikt i forskningsmetode. Derfor er en redegjørelse for forskningsmetoden avgjørende for å kunne utføre forskning til bruk i vitenskapelige rapporter, artikler, prosjekt- og masteroppgaver.

Hensikten med denne studien er å bygge opp under og besvare problemstillingen:

*På hvilken måte har finanskrisen i 2008 påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper?*

Utgangspunktet for å besvare problemstillingen er et kvalitativt casestudie bestående av en rekke delvis strukturerte intervjuer av nøkkelinformanter fra fem norske selskaper, gjennomført vinteren 2016. Intervjuspørsmålene er utarbeidet med utgangspunkt i en kvantitativ analyse av relevante nøkkeltall. Dette kapitlet er strukturert ved at de metodiske valgene som er gjort utledes gjennom fremstilling og drøfting av relevant metodeteori. Innledningsvis beskriver vi valg av forskningsmetode. Deretter presenterer vi valg av forskningsstrategi, før vi redegjør for studiens design og hvordan studien gjennomføres. I tillegg gir vi en beskrivelse av dataanalysen og hvordan datamaterialet er bearbeidet. Avslutningsvis redegjør vi for kvaliteten på datamaterialet, og de etiske vurderingene vi har tatt.

### **3.1 Valg av forskningsmetode**

I følge Edmonds & Kennedy (2013) er forskningens overordnede mål å kunne besvare problemstillingen ved bruk av en passende vitenskapsmetode. Grunnlaget for valg av metode omhandler også en vurdering av vår empiriske tilnærming og formålet med studien, ettersom dette gir føringer for hvordan vi innhenter erfaringene vi bruker for å besvare problemstillingen. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å presentere vårt forskningsperspektiv, før vi redegjør for valgte metode.



### 3.1.1 Vårt forskningsperspektiv

I følge Thagaard (2013) danner forskerens vitenskapsteoretiske forankring utgangspunkt for forståelsen forskeren utvikler underveis i prosessen. I tillegg vil en redegjørelse for dette også gjøre oss i stand til å vurdere annen forsknings valg av fremgangsmåte på en kritisk måte (Gripsrud, Olsson & Silkoset, 2008). Som Troye (1994) poengterer vil det være *«umulig både for forskeren selv og for andre å foreta en spissfindig og nøyaktig klassifisering av den vitenskapsteorien han eller hun representerer på grunnlag av den måten han eller hun forskningsmessig går til verks»*. Dette henger sammen med at vår posisjon vil påvirkes av innslag fra flere perspektiver underveis i arbeidet med studien. I følge Davidsen (2004) er kritisk realisme et godt utgangspunkt for vitenskapelig arbeid ettersom det muliggjør kritisk refleksjon. I et slikt perspektiv er forskerens rolle å avdekke og bidra til ny kunnskap. I tillegg ønsker vi å være mest mulig objektive i relasjon til fenomenet som studeres, og vi er derfor pragmatiske i vår tilnærming. Dette innebærer at vi som forskere inntar rollen som interesserte observatører, og studerer fenomenet utenfra og inn. I pragmatismen utledes kunnskap gjennom observasjon av interaksjon, og kildene velges ut fra det som er mest hensiktsmessig for å besvare problemstillingen.

Hensikten med studien er å øke forståelsen for fenomenet og samle inn erfaringer rundt det, snarere enn å søke etter sannheten, i tråd med Denzin & Lincoln (1994) sitt utsagn: *«there is no single interpretive truth»*. Vi ønsker å avdekke de tilpasninger som ble gjennomført i selskapenes likviditetsstyring som følge av finanskrisen. Av denne grunn anser vi dette for å være et eksplorativt studie, hvor målet er å innhente erfaringer og på denne måten øke forståelsen for likviditetsstyringen i selskapene, før og etter krisen.

### 3.1.2 Kvalitativ forskningsmetode

*«Not everything that can be counted counts, and not everything that counts can be counted»*  
- Cameron, 1963.

Hensikten med en empirisk studie er å skape og utvikle kunnskap. Kunnskap kan enten dannes fra bunn av eller bygge på allerede eksisterende kunnskap. Kvantitative studier tar utgangspunkt i en problemformulering, hvor hensikten er å teste foreliggende teori empirisk. Dette betegnes som deduktive opplegg, hvor man forsøker å avlede bestemte

problemstillinger ut fra teorien som skal testes. Der kvantitativ metode har som formål å generalisere basert på statistiske analyser, er hensikten med kvalitative studier å få bedre kunnskap om et fenomen. Kvalitativ metode benyttes når man vil utvikle dybdeforståelse og utforske meningsinnholdet i sosiale fenomener, slik det oppleves for de involverte selv (Malterud, 2001). I kvalitative studier benyttes induktive opplegg, hvor fortolkning og teorigenerering vektlegges. Målet med slik forskning er å bygge opp en teoretisk forståelse basert på de empiriske analysene som utføres (Grønmo, 2004). I kvalitativ forskning tar man ofte utgangspunkt i teori, med den hensikt å utforske områder hvor teorien er utilstrekkelig. Dette innebærer en kombinasjon av deduksjon og induksjon, og refereres til som en abduktiv tilnærming (Dubois & Gadde, 2002). De fleste fenomener kan studeres med både kvalitative og kvantitative metoder. De to metodene kan dermed ikke anses som konkurrerende, men komplementære, da de på ulike måter bidrar til å besvare ulike spørsmål og har forskjellige hensikter. Det er problemstillingen og dybden av det man ønsker å få svar på som avgjør metodevalget. Ettersom hensikten med studien er å få mer dybdekunnskap om likviditetsstyring har vi valgt å benytte kvalitativ metode. Selv om den metodiske tyngden i studien er kvalitativ, vil en kvantitativ metodikk danne utgangspunkt for vår kvalitative datainnsamling. I følge Grønmo (2004) kan en kvantitativ undersøkelse danne et viktig grunnlag for strategiske vurderinger av de fenomen eller problemer som det er viktig å studere i dybden ved hjelp av kvalitativ metode. Dette vil vi beskrive nærmere i delkapittel 3.3.1.

Selv om man i kvalitativ forskning ønsker å være induktiv kan det være utfordrende å være helt teorifri, ettersom det er nødvendig å inneha en viss forkunnskap. I forberedelsene til studien har vi lest teori om fagfeltet og fått en oversikt over de teoretiske perspektivene for å unngå å avdekke selvsagte funn. Dermed er vi ikke helt induktive i vår tilnærming. Utfordringen er balansen mellom å ha oversikt over teorien, samtidig som teorigrunnet ikke hemmer forskningen. Vi vil forsøke å være åpne for det dataene avdekker.

## **3.2 Valg av forskningsstrategi og design**

Det finnes flere mulige forskningsstrategier som kan benyttes i en samfunnsvitenskapelig studie. I tillegg vil det være flere mulige design å velge mellom avhengig av fenomenet som skal studeres. I de neste avsnittene vil vi redegjøre for valg av case som studiens forskningsstrategi, før vi presenterer casestudiens design.

### 3.2.1 Casestudie som forskningsstrategi

For å avgjøre hvilken strategi som er mest hensiktsmessig for studien har vi tatt utgangspunkt i Yin (2014) sin oversikt over relevante situasjoner for ulike forskningsstrategier (tabell 2).

| Strategi                  | Formuleringen av problemstillingen (1)        | Kontroll over omgivelsene (2) | Fokus på nåværende hendelser (3) |
|---------------------------|---|-------------------------------|----------------------------------|
| <b>Eksperiment</b>        | <i>Hvordan, hvorfor?</i>                      | Ja                            | Ja                               |
| <b>Spørreundersøkelse</b> | <i>Hvem, hva, hvor, hvor mange, hvor mye?</i> | Nei                           | Ja                               |
| <b>Arkivanalyse</b>       | <i>Hvem, hva, hvor, hvor mange, hvor mye?</i> | Nei                           | Ja/nei                           |
| <b>Historisk</b>          | <i>Hvordan, hvorfor?</i>                      | Nei                           | Nei                              |
| <b>Casestudie</b>         | <i>Hvordan, hvorfor?</i>                      | Nei                           | Ja                               |

Tabell 2 Relevante situasjoner for ulike forskningsstrategier, Yin (2014).

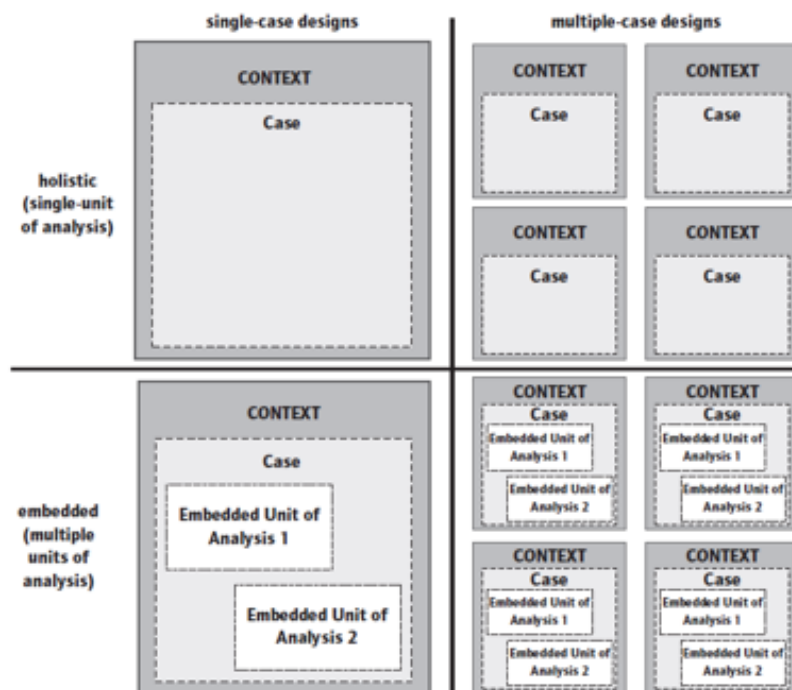
I følge Yin (2014) er det spesielt tre faktorer som avgjør hvilken forskningsstrategi som bør benyttes; 1. *formen på problemstillingen*, 2. *forskerens kontroll og påvirkningskraft over faktiske hendelser* og 3. *hvorvidt studien fokuserer på samtid kontra historiske fenomener*. Denne studiens problemstilling er formulert som et *hvordan*-spørsmål (*på hvilken måte*), og både eksperiment, historisk studie og casestudie er egnede strategier. Jo mer problemstillingen ønsker å forklare *hvorfor* eller *hvordan* et sosialt fenomen fungerer, desto mer relevant er det å benytte et casestudie. I casestudier har ikke forskeren kontroll eller påvirkningskraft over hendelsene. Etersom formålet med studien er å undersøke og innhente erfaringer, ønsker vi å innta en observerende rolle. Dette peker også på case som egnet forskningsstrategi. I tillegg fokuserer vi på et samtidsfenomen, og ikke et historisk fenomen. Selv om finanskrisen 2008 er et historisk fenomen er ikke hensikten å gjennomføre en analyse av selve krisen, men snarere en analyse av likviditetsstyringen i norske selskaper. Vi anser derfor Yins (2014) kriterier som oppfylt, og velger casestudie som forskningsstrategi for studien.

### 3.2.2 Casestudiens design

*«The demands of a case study on your intellect, ego and emotions are far greater than those of any other research method» - Yin, 2009.*

Å utføre et casestudie betraktes som en av de mest utfordrende av alle forskningsstrategiene. Det er derfor viktig å redegjøre og argumentere for valgene som tas underveis i prosessen. I tillegg er det avgjørende at forskeren har en plan, eller et design, for å kunne gjennomføre et

godt casestudie. Et forskningsdesign, også kalt forskningsopplegg, er forskerens skisse for hvordan studien skal gjennomføres (Ringdal, 2013). Som Yin (2014) skriver: «*a research design is the logical sequence that links the data to be collected and the conclusion to be drawn to the initial question of the study*». Altså er det viktig å ha klart for seg hvilket design studien skal ha før man går videre med datainnsamlingen, slik at man kan besvare problemstillingen. Et studie trenger ikke nødvendigvis bestå av kun ett spesifikt design, men kan baseres på trekk fra flere typer design (Ringdal, 2013). Utgangspunktet for valg av design er Yins (2014) fire grunnleggende casedesign (figur 7).



Figur 7 Grunnleggende casestudie-design (Yin, 2014).

Først og fremst må vi foreta et valg med tanke på antall case som skal inngå i studien, hvorvidt vi skal ha et singel eller multippelt casestudie. Singel casestudier studerer ett enkelt case, med den hensikt å gi dyptgående beskrivelser av fenomenet som studeres. Multiple casestudier tar for seg flere case og gir mulighet for sammenligning. Et slikt design betegnes også som et komparativt design. Dyer & Wilkins (1991) og Eisenhardt (1991) argumenterer i ulik retning for hvilke av de to som er mest hensiktsmessig. I følge Dyer & Wilkins (1991) vil et singel design, som ofte betraktes som det «*klassiske*» designet, muliggjøre mer dybde og kontekstforståelse enn det et multippelt casestudie kan. Eisenhardt (1991) argumenterer derimot for at multiple studier gir større muligheter for å få frem forskjeller og nyanser. Forskeren må velge design basert på det som er mest hensiktsmessig for studien. Yin (2014)

påpeker at studier som benytter multippelt design anses som mer robuste, og at forskeren bør velge denne over singel design dersom tid og ressurser tillater dette. Ved å benytte flere case unngår man å «*legge alle egg i samme kurv*», og man blir mindre sårbar enn ved bruk av singel casedesign. Basert på denne argumentasjonen anser vi det som hensiktsmessig å benytte et multippelt design. For studier som har et komparativt design er det avgjørende at casene er nøye utvalgt. Dette vil gjennomgås i avsnitt 3.2.3.

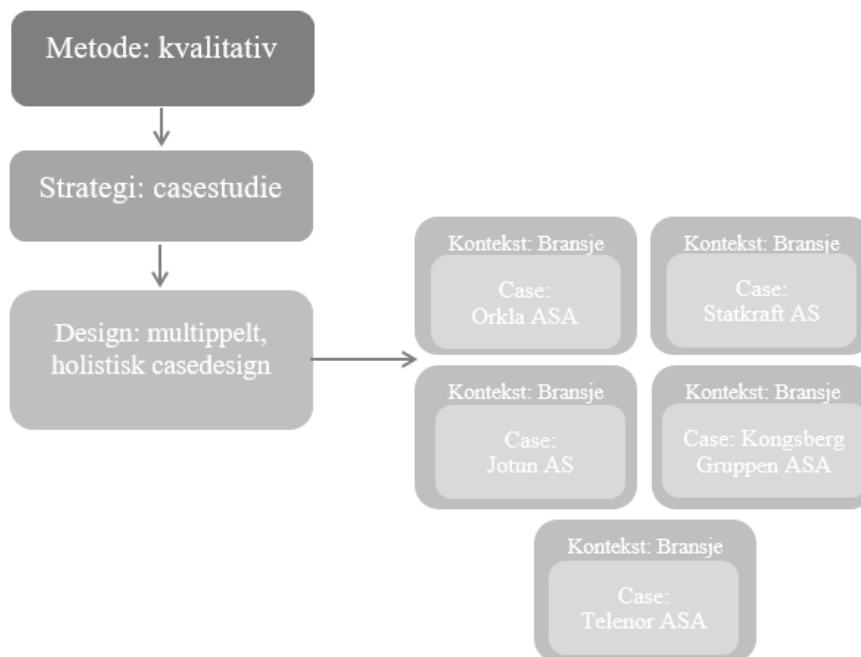
Som figur 7 viser innebærer designprosessen også en avgjørelse om antall analyseenheter som skal inngå i studien. Yin (2014) skiller mellom holistisk og embedded design. Holistisk design betyr at man kun har én analyseenhet, mens embedded design innebærer flere analyseenheter. Miles, Huberman & Saldaña (2014) definerer caset som «*in effect, your unit of analysis*». Ettersom studien innebærer innhenting av erfaringer knyttet til likviditetsstyring i selskapene, studerer vi kun én hovedfunksjon hos disse. Selskapene vil i tillegg til å utgjøre casene i studien, også fungere som analyseenhetene.

Alle de fire designene inkluderer et ønske om å studere kontekstuelle forhold i relasjon til casene. Den stiplede linjen mellom case og kontekst i figur 7 indikerer at grensen mellom disse ikke nødvendigvis er tydelig. Dette fordi et casestudie må dekke både det fenomen som er av interesse, i tillegg til konteksten fenomenet befinner seg i. I følge Yin (2014) er et casestudie «*an empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon (the «case») in depth and within its real world context*». For å komme frem til det mest hensiktsmessige designet for casestudien må vi derfor definere hva som er caset, og hva som er konteksten. I tråd med argumentasjonen i avsnittet over og problemstillingen kan casene i studien defineres som selskapene. Konteksten er de omgående relevante aspektene ved en situasjon. Selskapene som deltar i studien er komplekse, har flere datter- og tilknyttede selskaper, og kontorer både i Norge og i utlandet. I tillegg representerer de ulike bransjer. Selskapene opererer innen ulike markeder, noe som setter grenser for hvilke muligheter selskapene har med tanke på vekst, inntjening osv. I denne studien vil konteksten være markedseffektene de ulike bransjetilhørighetene medfører. Dersom vi kun fokuserer på selskapene isolert, og ikke tar disse kontekstuelle forholdene i betraktning, vil vi heller ikke kunne se på hvordan disse forholdene påvirker resultatene våre, og vi vil dermed få et feilaktig bilde.

Vi har valgt å utforme denne casestudien som et multippelt, holistisk casestudie.

### 3.2.3 Utvalg av case

Utvalg av case til studien er viktig i kvalitativ forskning. Tilfeldig utvalg er uønsket, og seleksjon av case gjøres ene og alene av teoretiske hensyn og på ingen måte av representative hensyn. Det viktigste kriteriet er at utvalget gjør det mulig å besvare problemstillingen. Utvalgsteknikken for multiple casestudier baseres på en replikasjonslogikk som innebærer at casene velges basert på at det enten forutsies sammenfallende resultater (bokstavelig replikasjon), eller om det på forhånd forventes at casene gir motstridende funn (teoretisk replikasjon). Utgangspunktet for utvalget i denne studien er at resultatene fra selskapene er sammenfallende, selv om selskapene er av ulik størrelse og er i forskjellige markeder. I denne studien er det nødvendig å ha med store selskaper, for å sikre at casene har ressurser allokeret til likviditetsstyring. I små- og mellomstore selskaper er det ikke alltid slik at det er egne funksjoner for dette. Et annet kriterium er at selskapene er tilgjengelige i forbindelse med gjennomføringen av datainnsamlingen, og at de er villige til å sette av tid og ressurser for å delta i studien. Basert på utvalgsriteriene sendte vi ut en forespørsel med informasjon om studien via e-post (vedlegg 1) til større, norske børsnoterte selskaper. Vi fikk positive tilbakemeldinger fra flere av disse. For å holde oss innenfor rammene for et casestudie valgte vi å inkludere fem selskaper; Orkla ASA, Jotun AS, Kongsberg Gruppen ASA, Telenor ASA og Statkraft AS. Figur 8 oppsummerer casestudiens design.



Figur 8 Casestudien som modell.

Studien tar utgangspunktet i dette designet, men som Myers (2009) viser til er det viktig at forskningsdesignet ikke er så fastsatt at det tvinger oss på veier som ikke er hensiktsmessige for studien. For å unngå dette er det viktig at man er fleksible, og gjør tilpasninger dersom det viser seg å være nødvendig.

### **3.3 Datainnsamling og gjennomføring av studien**

Gjennomføring av samfunnsvitenskapelige undersøkelser dreier seg om å samle inn, analysere og tolke data (Johannessen, Tuftes & Kristoffersen, 2010). Yin (2014) presenterer seks vanlige kilder til data som kan benyttes i casestudier: dokumenter, arkivdata, intervjuer, fysiske gjenstander, direkte- og deltakende observasjoner. Disse er komplementære og man vil få en mer robust studie dersom man benytter flere datainnsamlingskilder. Av denne grunn har vi valgt å benytte flere datainnsamlingsteknikker i studien, henholdsvis dokumentdata og intervjudata. Dette fenomenet kalles datatriangulering (Jick, 1979; Yin, 2014). Vi vil i dette kapitlet presentere konseptet datatriangulering, før vi redegjør for de to datainnsamlingsmetodene, og beskriver hvordan gjennomføringen av studien har foregått. Ettersom datainnsamlingen i studien medførte store mengder informasjon vil analyseprosessen være spesielt omfattende for det kvalitative datamaterialet. Vi har derfor valgt å inkludere gjennomføringen av den kvantitative dataanalysen i dette kapitlet, og redegjøre for analysen av intervjudataene i eget kapittel.

#### *3.3.1 Datatriangulering*

Forskere kan benytte seg av muligheten til å vurdere og sette resultatene fra flere metoder opp mot hverandre, når disse metodene brukes i kombinasjon (Steckler, McLeroy, Goodman, Bird & McCormick, 1992). Datatriangulering bidrar til å styrke validiteten og reliabiliteten til en studie, ettersom bruk av flere teknikker gjør det mulig å avdekke og forstå flere aspekter knyttet til fenomenet. I tillegg bidrar det til å fortelle om resultatene er konvergente eller om ulike datakilder gir ulike retninger på resultatet. Gjennom triangulering kan forskere forbedre nøyaktigheten og understøtte konklusjonene i forskningen gjennom å samle inn ulike typer data om samme fenomen. Ved å benytte dokumentdataene som et redskap for å utarbeide intervjuguiden vil analysen bli mer robust (Martin & Eisenhardt, 2010). En av ulempene med å bruke datatriangulering er at det innebærer en langt mer omfattende datainnsamling enn om vi kun skulle benyttet én datainnsamlings-teknikk. Vi mener allikevel at fordelene veier opp

for at studien blir mer arbeidskrevende og velger å basere analysen på bruk av både dokumentdata og intervjudata.

### 3.3.2 Dokumentdata

Dokumentdata er datamateriale som allerede foreligger, som for eksempel offentlige dokumenter, årsrapporter, budsjetter, spørreundersøkelser etc. Dette datamaterialet benyttes ofte for å underbygge og utfylle informasjon fra andre kilder. Dokumentdata har stor verdi i de fleste casestudier, og er spesielt nyttig i forkant av en intervju- eller observasjonssituasjon. Ifølge Yin (2014) er en av fordelene med å benytte en slik informasjonskilde at man har mulighet til gjentatt inspeksjon, altså at datamaterialet kan gjennomgås når det er ønskelig og flere ganger. Av denne grunn betegnes slikt datamateriale som *unobtrusive*, og man trenger ikke forholde seg til en tredjepart når man skal benytte det. Informasjonen som fremkommer i dokumentdataene er skrevet og presentert for et bestemt formål, noe vi har tatt høyde for når vi har vurdert informasjonen som er nyttig for studien, og kun plukket ut elementene som er av betydning for problemstillingen. I tillegg kan det være overveldende mengder data, og vi må være nøye med å sortere ut det mest sentrale fra dataene.

Dokumentdataene består av selskapenes årsrapporter, fra perioden 2006 – 2014. Disse er tilgjengelige i elektronisk format på selskapenes Investor Relations-sider. En årsrapport har som formål å levere informasjon om selskapet til en brukergruppe som ikke er direkte involvert i den daglige driften. Årsrapporten inkluderer den formelle, lovregulerte delen av selskapets eksterntregnskap, som består av resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen. Selskapenes inntekter og kostnader presenteres i resultatregnskapet, mens ressurser, eiendeler og finansiering presenteres i balanseregnskapet. Likviditetsutviklingen fremkommer av kontantstrømoppstillingen, som knytter resultatregnskapet og balansen sammen (Kristoffersen, 2014). I arbeidet med årsrapportene har vi også vurdert annen tilleggsinformasjon. Alle årsrapporter fra norske selskaper skal inneholde leders beretning, vurdering av framtidutsikter, og finansiell styring og kontroll i virksomheten m.m. (Direktoratet for økonomistyring, 2015). I tillegg utdypes også en del regnskapsinformasjon i noter. Datamaterialet vi samlet inn fra årsrapportene inneholdt derfor både kvalitative og kvantitative data.



Det finnes ulike metoder for analyse av regnskapsdata. De vanligste metodene er horisontale analyser, vertikale analyser og nøkkeltallanalyser. I denne studien benytter vi oss av nøkkeltallsanalyser, da vi kun ønsker å få et overordnet bilde av den økonomiske utviklingen i selskapene i den studerte perioden. I nøkkeltallsanalyser beregner man forholdet mellom ulike regnskapsstørrelser og beregner en rekke nøkkeltall. Både isolert sett, og sett i sammenheng over lengre perioder, gir disse økt kunnskap om et selskaps økonomiske situasjon og utvikling. For å kunne gi en god vurdering av selskapenes likviditetsstyring er det også nødvendig å vurdere nøkkeltall for lønnsomhet og finansiering. Dette fordi disse henger tett sammen med likviditeten. Alle selskapene som deltar i studien er konsern, det vil si sammenslutninger av foretak hvor de enkelte foretakene juridisk sett er selvstendige men økonomisk sett utgjør en enhet. Selskapet som har *kontroll* kalles *morselskap*, og selskapene morselskapene kontrollerer kalles *datterselskap*. Investeringer i andre selskaper kan komplisere regnskapsanalysen av et konsern fordi man må forholde seg til to regnskap; selskapsregnskapet og konsernregnskapet. Behandlingen av ulike regnskapsposter er noe forskjellig i de to. Vi vil kun benytte rapporterte konserntall i arbeidet med nøkkeltallanalysen.

For å systematisere tallmaterialet har vi benyttet oss av MS Office Excel. Nøkkeltallene vi har analysert er fremstilt i tabell 3.

| Nøkkeltall for likviditet | Nøkkeltall for finansiering og soliditet | Nøkkeltall for lønnsomhet | Økonomisk utvikling                              |
|---------------------------|--|---------------------------|--|
| Likviditetsgrad 1         | Egenkapitalandel                         | Totalkapitalrentabilitet  | Omsetning- og resultatutvikling de siste 8 årene |
| Likviditetsgrad 2         | Rentedekningsgrad                        | Egenkapitalrentabilitet   | Gjennomsnittlig resultatmargin de siste 8 årene  |
| Arbeidskapital            |  |                           |  |
| Likviditetsreserve        |  |                           |  |

Tabell 3 Nøkkeltallene som inngår i den kvantitative analysen.

For å fremstille analysen utformet vi kortfattede rapporter for hvert enkelt selskap (vedlegg 2). Rapportene inneholder våre betraktninger rundt selskapenes økonomiske utvikling i perioden, basert på informasjon hentet i årsrapportene og nøkkeltallsanalysen.

Dokumentdataene gav oss verdifull innsikt i selskapenes økonomiske situasjon i den studerte perioden, og informasjonen ble benyttet i utarbeidelsen av intervju spørsmålene. Rapportene gav blant annet informasjon om tilført egenkapital i selskapene, ulike verktøy som benyttes

for å redusere den finansielle risikoen og utbyttepolitikken. Informantene mottok rapportene i forkant av intervjuene slik at de kunne forberede seg. En gjennomgang av hvert enkelt selskaps økonomiske utvikling i den studerte perioden presenteres i kapittel 4.

### 3.3.3 Intervju som datainnsamlingsteknikk

Intervju anses som en av de mest informative kildene i et casestudie, og er derfor mye benyttet i casestudie-forskning (Yin, 2014). I følge Thagaard (2013) er hovedformålet med intervju som datainnsamlingsteknikk å innhente informantenes erfaringer og ulike oppfatninger for å få mer omfattende og omfangsrik informasjon om temaene i problemstillingen. Selv om intervju kan være mer tid- og kostnadskrevenne enn for eksempel en spørreundersøkelse, peker blant annet Mitchell & Jolley (2013) på flere fordeler ved å benytte intervju. Blant annet muliggjør intervju for en personlig interaksjon mellom forskeren og informanten. I eksplorative studier vil dette være spesielt verdifullt ettersom det gjør det mulig for forskeren å forklare spørsmål informanten ikke forstår og også stille oppfølgings-spørsmål dersom det er mer å hente fra intervjuobjektet. På denne måten kan man tilføre studien mer dybdekunnskap ved å benytte intervju (Mitchell & Jolley, 2013).

Da vi ønsker å studere erfaringer fra finanskrisens påvirkning på likviditetsstyringen i de ulike selskapene er intervju en godt egnet teknikk. Vi har valgt å benytte individuelle intervjuer med nøkkelinformanter fra hvert selskap. For å besvare problemstillingen best mulig benytter vi det Thagaard (2013) betegner som *delvis strukturerte intervjuer*. Dette innebærer at man ikke er bundet til intervjuguiden, men er fleksible i gjennomføringen. Flexibilitet er viktig da det gjør det mulig å tilpasse spørsmålene etter den enkelte informants forutsetninger. Ved å benytte oss av en delvis strukturert tilnærming får vi muligheten til å stille oppfølgings-spørsmål og be om utdyping av temaer og begreper som dukker opp i intervjuet. Samtidig sikrer intervjuguiden at vi får dekket alle områder vi ønsker å ta opp i intervjuene i tillegg til å sørge for at intervjuet ikke sklir ut. Bruk av delvis strukturerte intervjuer gir også rom for at intervjuobjektene kan snakke fritt om temaet. Dette kan føre til verdifull tilleggsinformasjon og også tilføre studien nye synsvinkler (Thagaard, 2013).

Det er krevende å planlegge og forberede seg i forkant av en intervjusituasjon, og vi har derfor valgt å følge Yin (2014) sin fem-steps forberedelsesprosess som en guide:

1. Kartlegge våre evner og verdier som forskere
2. Øve på intervjusituasjonen
3. Utvikle en intervjuguide
4. Vurdere mulige kandidater
5. Gjennomføre en pilot casestudie (ble ikke gjennomført grunnet tidsbegrensninger)

### *Våre evner og verdier som forskere*

Ettersom gjennomføring av et intervju innebærer en kontinuerlig interaksjon mellom problemstilling og datainnsamling, er det nødvendig at man innehar en viss kompetanse i form av erfaring og kunnskap om casestudier. Siden ingen av oss tidligere har gjennomført intervjuer av denne type omfang, er en grundig litteraturgjennomgang spesielt viktig. For å inneha nødvendige ferdigheter for å kunne utføre intervjuene har vi som et utgangspunkt satt oss inn i casestudie-litteraturen og studert tidligere gjennomførte intervjuer i empiriske artikler. Mangelen på erfaring rundt intervjusituasjoner førte også til valget om at begge forskere gjennomførte intervjuene sammen. I intervjuene valgte vi å gå frem slik at den ene ledet an spørsmålsstillingen, mens den andre noterte ned mulige oppfølgingsspørsmål i tillegg til å passe på at alle temaene i intervjuguiden ble dekket. Ved å benytte en intervjuguide sikret vi at vi hadde gode, gjennomtenkte spørsmål å stille. Ettersom vi ønsket å få mest mulig informasjon fra informantene, fokuserte vi på å lytte og gi dem god betenkningstid, i tillegg til rom for å utdype sentrale temaer.

### *Øve på intervjusituasjonen*

Som et ledd i forberedelsene til intervjuene gjennomgikk vi spørsmålene i intervjuguiden, gjennomførte intervjuer av hverandre og ga hverandre tilbakemeldinger. I tillegg vurderte veilederen spørsmålene for å sikre at den faglige kvaliteten var tilfredsstillende. Temaene i problemstillingen har vært gjenstand for mye diskusjon oss imellom. I kombinasjon med litteraturgjennomgangen sikret dette at begge forskere hadde tilstrekkelig kunnskap om temaet, som gjorde oss i stand til å takle uforutsette hendelser og hindringer underveis. Dette er avgjørende for å gjennomføre intervjuer av god kvalitet.

### *Utvikle en intervjuguide*

I følge Yin (2014) er en intervjuguide en agenda for forskeren i intervjusituasjonen. Denne fungerer som en oversikt over spørsmålene og temaene som intervjuet skal dekke. I tillegg er

den nyttig for å unngå at intervjuet sporer av. I et komparativt casestudie må intervjuene tilrettelegges slik at de mest sentrale spørsmålene blir besvart av alle informantene i studien. Når det gjelder delvis strukturerte intervjuer anser vi det som hensiktsmessig å ha en godt utformet intervjuguide samtidig som vi også gir rom for at informanten kan snakke fritt slik at avvik fra temaene kan forekomme.

Intervjuguiden kan ses i sin helhet i vedlegg 4. I den første og innledende delen valgte vi å inkludere noen bakgrunnsspørsmål for å kartlegge informantenes erfaring og utgangspunkt. Videre utformet vi spørsmål som omhandler problemstillingen. I disse delene fokuserte vi på å innlede med noen åpne spørsmål som omhandler begrepene, for å identifisere mulige aspekter som informantene kan berike studien med. Hensikten med slike åpne spørsmål er å få svar som ikke er *farget* av måten spørsmålene stilles, og som reflekterer informantenes meninger og syn alene. For å sikre en effektiv bruk av materialet fra dokumentdataanalysen valgte vi å sette inn en egen kolonne med stikkord ved siden av de tre hovedseksjonene. I denne kolonnen noterte vi hvilken graf som skulle kommenteres under hvert enkelt spørsmål, og noen stikkord til spørsmålet. Dette ga intervjuene en fin flyt, og gjorde det enklere ettersom informantene ble bedt om å kommentere noe håndfast. Den siste seksjonen ble viet til avsluttende spørsmål, for eksempel spørsmål som dukket opp underveis, bekreftelse på at vi hadde forstått hovedlinjene informantene uttrykte og om det var noe informantene ønsket å legge til som kunne være av interesse for studien. I denne siste delen forhørte vi oss i tillegg om muligheten for å ta kontakt med informantene i etterkant av intervjuet, for å stille oppfølgingsspørsmål dersom det skulle forekomme mangler i datamaterialet eller behov for ytterligere presiseringer.

#### *Vurdering av potensielle kandidater*

Steg fire i forberedelsesprosessen er å velge ut aktuelle kandidater som kan benyttes i studien. Det er avgjørende for den videre fremgangen at dette steget gjøres nøyaktig ettersom det vil være tidkrevende dersom man går i gang med datainnsamlingen og innser at informantene ikke er kvalifiserte for studien allikevel. I følge Bagozzi, Yi & Phillips (1991) er bruk av nøkkelinformanter en god metode for å samle inn informasjon fra organisasjoner. Når man benytter nøkkelinformanter peker blant annet Campbell (1955) på to kriterier som bør oppfylles; 1. *informantene er i en posisjon som gir informasjon om problemstillingen og temaene som undersøkes*, og 2. *det er viktig at informanten er samarbeidsvillig, har*

*kommunikasjonsevner og at informanten kan være tilgjengelig for et intervju.* I følge John & Reve (1982) er det vesentlig for en god kvalitativ studie at man vurderer og vektlegger kunnskapen nøkkelinformantene besitter, i stedet for å ha et representativt utvalg. Det argumenteres for at bruken av nøkkelinformanter på bakgrunn av kunnskapen de besitter om forskningstemaene kontra et representativt utvalg gir en lavere sannsynlighet for skjevhet i funnene (Hughes & Preski, 1997).

Proessen med å innhente informanter kan være utfordrende, da det ikke alltid er enkelt å få respons fra store selskaper i forbindelse med en masteravhandling. I kontakt med mulige kandidater har vi formidlet at dreier seg om ett intervju à én time, med en representant fra selskapets økonomiavdeling. Infoskrivet vi sendte ut ble videresendt innad i selskapet, og på denne måten kom det frem til nøkkelinformanter. I store selskaper er det vanlig at selskapets finansielle aktiviteter styres av en Chief Financial Officer (CFO). CFOen styrer blant annet over regnskapsavdelingen (controller) og det som kalles treasury-avdelingen. Det er sistnevnte avdeling som er fokuset for denne oppgaven, og nøkkelinformantene er hentet herfra. I et selskap er treasury-avdelingen en viktig ressurs for utformingen av selskapets finansielle strategi og økonomiske politikk. Avdelingen er rådgivende for et selskaps kapitalforvaltning og utfører risikovurderinger slik at den finansielle styringen og kapitalstrukturen er tilpasset selskapets ønsker og behov. Avdelingen forsøker også å finne den optimale balansen mellom kostnad og risiko, og sørger for at selskapet har nødvendig likviditet til å håndtere sine betalingsforpliktelser (Ross et al., 2013).

Noen av selskapene ønsket å stille med to nøkkelinformanter til intervjuene, men ikke alle hadde mulighet til å stille med flere enn én nøkkelinformant. Dette tar vi høyde for i vurderingen av datamaterialets reliabilitet i delkapittel 3.5.1. Selv om vi ikke har hatt stor innflytelse på hvilke informanter som stiller til intervju fra de ulike selskapene, mener vi at informantene som deltar i studien er de mest kvalifiserte. Alle informantene jobber til daglig i selskapenes treasury-avdeling, og har dermed et godt utgangspunkt for å besvare spørsmålene. Det er avgjørende for studien at informantene har tilstrekkelig kunnskap rundt likviditetsstyring, og innsikt i den finansielle styringen i selskapet. Da studien ser på perioden 2006 - 2014 var det også ønskelig at informantene hadde jobbet i selskapet i denne perioden. Dette ble i hovedsak tilfredsstillt, med unntak av informanten fra Kongsberg Gruppen. Informanten hadde derimot jobbet i Kongsberg Automotive fra 2006, og vi anså derfor informantens

kjennskap til Kongsbergindustrien for å være interessant og at det kunne tilføre andre betraktninger. Tabell 4 gir en oversikt over informantenes fartstid i selskapene.

| <b>Informant</b>                          | <b>Antall år i selskapet</b>                 |
|---|--|
| <b><i>Informant Statkraft</i></b>         | 9 år   |
| <b><i>Informant 1 Telenor</i></b>         | 15 år  |
| <b><i>Informant 2 Telenor</i></b>         | 15 år  |
| <b><i>Informant Kongsberg Gruppen</i></b> | 5 år (tidligere i Kongsberg Automotive 6 år) |
| <b><i>Informant Orkla</i></b>             | 10 år  |
| <b><i>Informant Jotun</i></b>             | 10 år  |

Tabell 4 Informantene og deres fartstid i selskapene.

Gjennom mailutveksling avdekket vi på forhånd hvorvidt kandidatene hadde tid og anledning til å stille til intervju i løpet av februar 2016. Dette var en nødvendig forespørsel fra vår side, ettersom vi er klar over at økonomiavdelingene er underlagt en stor arbeidsmengde i forbindelse med årsrapportering i januar måned. Basert på gjennomgangen over anser vi begge kriteriene til Campbell (1955) for å være tilfredsstillt. Alle informantene som deltar i studien er i en posisjon som tilsier at de har kunnskap om studiens tema, i tillegg til at de alle har vist interesse for et samarbeid med oss.

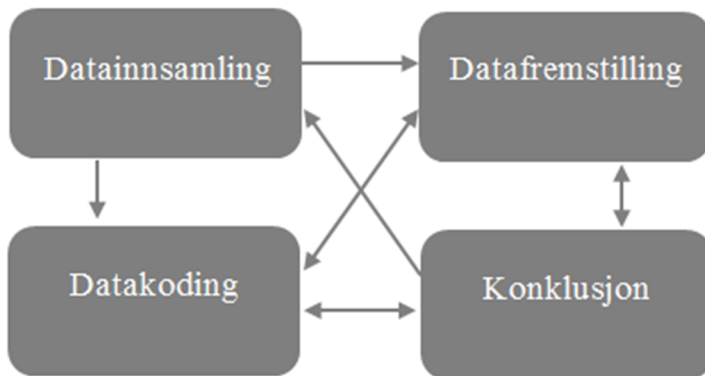
I tråd med kravet om fri og informert samtykke fra Den nasjonale forskningsetiske komité for samfunnsvitenskap og humaniora (NESH) gav informantene sitt skriftlige samtykke i forkant av hvert intervju (vedlegg 3).

### **3.4 Analyse av intervjudataene**

*«The analysis of case study evidence is one of the least developed and most difficult aspects of doing case studies» - Yin, 2009.*

Dataanalyse av kvalitative data er prosessen med på å strukturere mengden med innsamlet datamateriale (Marshall & Rossman, 1989). Denne prosessen ikke-lineær og analysearbeidet starter allerede i datainnsamlingsfasen. I kvalitativ forskning hvor konteksten er viktig og kan påvirke fenomenet som studeres, er det viktig at man er kritisk i analysearbeidet og tar i betraktning at det er andre forklaringer som kan være årsak til resultatene. For å få et mest mulig helhetlig bilde har vi trukket ut viktige kontekstuelle forhold som fremkom under intervjuene. Dette sikrer også validiteten i studien, noe som blir nærmere beskrevet i 3.5.2.

Analyse av kvalitative data anses for å være spesielt omfattende, da det ofte er store mengder tekstmateriale som samles inn. Prosessen med å plukke ut og systematisere hvilken informasjon som er sentral for å besvare studiens problemstilling er kompleks. For å gjøre arbeidet med dataanalysen mer håndterbar har vi valgt å benytte oss av Miles et al. (2014) sitt rammeverk (figur 9).



Figur 9 Komponenter i dataanalyseprosessen, en interaktiv modell (Miles, Huberman & Saldaña, 2014).

I følge Miles et al. (2014) består kvalitativ dataanalyse av fire prosesser, der den første er datainnsamlingen, som ble beskrevet i forrige delkapittel. Neste steg i prosessen er datakodning, som er prosessen med å velge ut, forenkle og/eller transformere datamaterialet fra intervjuene. Datakodning er ifølge Miles et al. (2014) en analyseprosess som sorterer, fokuserer, forkaster og organiserer dataene på en måte som fører til at endelige konklusjoner kan tas og bekreftes. Videre er fremstilling av dataene en viktig del av analysen. Dette innebærer å gi en oversiktlig, sammenfattet oppdeling av informasjonen, som gir grunnlag for å trekke en konklusjon. For å få en robust kvalitativ analyse er gode fremstillingsmetoder viktig. Den siste delen av analysen innebærer å trekke slutninger og bekrefte funnene. Gjennom hele prosessen er det ønskelig at forskeren ser etter mønstre og forklaringer i datamaterialet, men de endelige konklusjonene bør ikke stadfestes eller bekreftes før hele datamaterialet er analysert (Miles et al., 2014).

I kvalitativt analysearbeid er det viktig å dokumentere prosessen, for å kunne reflektere over metodene vi benytter, forbedre disse for å kunne gjøre metodikken mer anvendelig for andre (Miles et al., 2014). Derfor vil vi nå gjennomgå analyseprosessen i denne studien med utgangspunkt i nevnte steg.

Før vi startet med analysearbeidet transkriberte vi alle intervjuene. Dette innebærer at intervjuene ble utskrevet og gjengitt tilnærmet slik de ble uttalt under intervjuene, med den hensikt å sikre at alt som ble sagt blir vurdert nøye. Deretter gjennomførte vi prosessen med å kode de transkriberte intervjuene, der vi valgte ut det som var mest sentralt fra alle intervjuene, forenklet og reviderte datamaterialet. Forenkling og strukturering av datamaterialet fra intervjuene innebar å utvikle dimensjoner og se etter mønstre i dataene. Samlet fremskaffet vi ca. 100 sider med transkriberte intervjuer, og slike mengder data er ikke hensiktsmessig å jobbe med. Ved å innledningsvis gjennomføre en holistisk koding, hvor vi fester overordnede dimensjoner til større mengder datamateriale, var det enklere å få oversikt over de mest sentrale delene av intervjuene.

Proessen med å redusere datamaterialet gjennomførte vi ved hjelp av et tabellsystem i MS Office Word. I den innledende runden kodet vi datamaterialet fra hvert intervju med utgangspunkt i forhåndsdefinerte dimensjoner basert på problemstillingen og forskningsspørsmålene. De ulike dimensjonene fremstilte vi i tabeller, før vi deretter gikk systematisk gjennom hvert enkelt intervju og trakk ut de delene som hadde tilhørighet til de ulike dimensjonene. I arbeidet med analysen avdekket vi flere viktige forhold, noe som ledet til at den opprinnelige modellen ble utvidet og det ble behov for å opprette flere underdimensjoner. Dette defineres som *subcoding* (Miles et al., 2014), og er en type koding som kan benyttes når hoveddimensjonene underveis i analysen krever mer utstrakt kategorisering. Enkelte dimensjoner ble også endret underveis i prosessen. Datakodingen ble gjennomført gjentatte ganger, noe som sikret at kun de sterkeste funnene ble beholdt, og at disse ble kodet på riktig måte. Vedlegg 5 viser den fullstendige oversikten over dimensjoner som ble benyttet i siste runde av datakodingen.

For å fremstille funnene fra datamaterialet valgte vi å benytte oss av modeller. I arbeidet med analysen vurderte vi hvorvidt flere av funnene fra de ulike selskapene hadde tilhørighet til hverandre, og trakk frem det som utpekte seg av likheter. Vi har tatt hensyn til ulikheter mellom selskapene, i deres antakelser og erfaringer, noe vi trekker frem og diskuterer underveis i analysekapitlet. Etter å ha strukturert funnene etter dimensjonene i forskningsspørsmålene i modellene, samlet vi funnene fra de ulike forskningsspørsmålene i én og samme modell. Dette for å gi et helhetlig inntrykk av analysefunnene.



### 3.5 Evaluering av datamaterialet – datakvalitet og etiske vurderinger

En vanlig kritikk av kvalitativ forskning er at eksemplene som brukes er for få, og at det ikke redegjøres for utvalgskriteriene eller vektlegges betydningen av hvorvidt eksemplene er typiske eller representative. I følge Grønmo (2004) er det avgjørende at datamaterialet som samles inn er av tilfredsstillende kvalitet, for at studien skal være pålitelig og innbringende. Kvaliteten på datamaterialet kan ses i sammenheng med studiens problemstilling. Dersom datamaterialet har høy kvalitet, desto mer egnet er det for å belyse problemstillingen. For å gi en helhetlig diskusjon av et studies kvalitet er det vanlig å beskrive dette gjennom vurderinger knyttet til *reliabilitet* og *validitet*. Disse utfyller hverandre ved at de refererer til ulike forutsetninger for hva som er god datakvalitet, i tillegg til at de til en viss grad overlapper hverandre. Datamaterialet som samles inn er ikke relevant for problemstillingen hvis det ikke samtidig er troverdig. Altså forutsetter man at reliabiliteten er høy dersom validiteten er høy (Grønmo, 2004). I de neste avsnittene ser vi nærmere på disse to kriteriene, i tillegg til å trekke inn en diskusjon om fortolkningen av funnene fra analysen gir grunnlag for *overførbarhet*, altså hvorvidt resultatene fra analysen kan overføres til lignende fenomener. Samlet inngår disse tre i det Kvale (1995) betegner som «*a scientific holy trinity*». Avslutningsvis gjennomgår vi de etiske vurderingene vi har gjennomført i denne studien.

#### 3.5.1 Reliabilitet – hvor troverdige er dataene?

Reliabilitet omhandler i hovedsak datamaterialets troverdighet, og kommer som oftest til uttrykk ved at man får identiske data dersom det samme forskningsopplegget benyttes for å studere samme fenomen, men ved ulike datainnsamlinger (Grønmo, 2004). I kvalitativ forskning er dette ikke like relevant ettersom forskeren ikke kan opptre på samme måte og få de samme resultatene hver gang. Forskeren vil reagere forskjellig i relasjon til ulike deltakere og også i relasjon til samme deltaker på flere tidspunkt (Thagaard, 2013). Argumentasjonen for studiens reliabilitet vil derfor innebære en drøfting og refleksjon over datainnsamlingen, og hvordan relasjonen til deltakere i studien kan influere informasjonen som innhentes.

I følge Yin (2014) er en av de viktigste forutsetningene for å kunne oppnå høy reliabilitet at det dokumenteres hva som gjøres til enhver tid. I arbeidet med avhandlingen har vi foretatt en nøyaktig beskrivelse av studiens formål, metodevalg, utforming, i tillegg til å gjengi fremgangsmåten for innhenting og vurdering av datamaterialet som danner grunnlag for

analysedelen. Av denne grunn mener vi at vi har ivaretatt studiens reliabilitet på en god måte. I tillegg har vi hatt ambisjon om å gi nøyaktig dokumentasjon av prosessen underveis i studien, og vektlagt åpenhet rundt det som har blitt gjort. Reliabiliteten styrkes med dette da det gjør det mulig å spore dokumentasjon, metodikk og avgjørelser som er tatt.

De kvalitative dataene ble samlet inn i form av intervjuer, hvor begge forskere var delaktig og tilstede under gjennomføringen. Før intervjuene fikk intervjuobjektene tilsendt en forenklet rapport over resultatene fra dokumentanalysen, slik at de kunne forberede seg. I tillegg begrenset dette vår påvirkning på informantene. Dette reduserer faren for at spørsmålene kommer brått på og er vanskelige å besvare. Dersom man må utdype og forklare spørsmålene kan dette fort føre til ledende spørsmål, noe som er negativt for reliabiliteten (Johannessen et al., 2006). Bruk av dokumentdata i forkant av intervjuene har tilrettelagt for å etablere tillit mellom forskere og informanter. Dette er viktig for å få informantene til å dele av sine erfaringer. I flere av tilfellene var det utfordrende for informantene å kommentere på noen av grafene i rapportene, selv om de hadde mottatt informasjonen i forkant av intervjuet. Først og fremst skyldes dette at alle selskapene som deltar i studien er av vesentlig størrelse, noe som medfører at informantene har veldig spesialiserte arbeidsoppgaver og det opplevdes derfor utfordrende å kommentere andre arbeidsområder enn deres eget. I følge Deshpande, Moorman & Zaltman (1993) bør det benyttes mer enn én nøkkelinformant fra hvert selskap for å øke reliabiliteten til resultatene fra intervjuene. Ettersom vi hadde lite kontroll over de informantene selskapene valgte ut til intervjuene var det kun to av selskapene som stilte med to informanter. Dette kan påvirke troverdigheten til funnene i analysen.

I tillegg til dokumentasjon underveis i prosessen vil også studiens reliabilitet kunne påvirkes av hvordan vi bearbeider, analyserer og tolker resultatene fra datainnsamlingen (Johannessen et al., 2006). Risikoen for feiltolkning vil være størst i den kvalitative delen av undersøkelsen, ettersom datamaterialet er i tekstform og dermed åpner for flere mulige tolkninger i større grad enn det kvantitative data gjør. Intervjuene ble tatt opp på bånd via smarttelefoner, og deretter transkribert for å sikre at all informasjon fra intervjuene ble hensyntatt. I tillegg har vi bedt om presiseringer og bekreftelser på at innholdet er korrekt forstått og gjengitt. Dette bidrar til å styrke studiens reliabilitet.

### 3.5.2 Validitet– er tolkningene gyldige i forhold til virkeligheten vi har studert?

Diskusjoner rundt validitet i kvalitativ forskning er stort sett knyttet til gyldigheten av forskerens fortolkninger (Thagaard, 2013). Studiens validitet vil derfor i stor grad avhenge av hvorvidt funnene og det som studeres gjengis på en presis og korrekt måte. Bruken av flere forskere til å samle inn og beskrive det som observeres kalles forskertrianglering, og er en effektiv strategi for å sikre studiens validitet. I denne studien er vi to forskere som samarbeider. På denne måten kan vi dobbeltsjekke med hverandre, og forsikre oss om enighet om at det vi har erfart er det samme. Dette gjør at det er mindre sannsynlig at andre som gjennomgår forskningen stiller spørsmål ved om det som gjengis faktisk har skjedd.

At vi har gjort opptak av alle intervjuene for deretter å transkribere disse har også betydning for validiteten, da dette gjør at fortolkningene baseres på materiale som er nøyaktige gjengivelser av det som ble sagt under intervjuene. Det er også viktig at deltakernes meninger og oppfatninger av fenomenet som studeres er korrekt forstått av forskeren. Dette kan sikres ved å få tilbakemeldinger fra deltakerne i studien. Vi gjennomførte dette ved å forhøre oss med hver enkelt informant i den avsluttende delen av intervjuet om vi hadde forstått han/henne riktig, og deretter oppsummere de viktigste poengene fra intervjuet.

Det er også viktig for studiens validitet at tolkningene av datamaterialet begrunnes. I følge Nielsen (1994, sitert i Thagaard, 2013) skal alle tolkninger dokumenteres, og det må spesifiseres hvordan man har kommet frem til disse. Dette kan gjøres ved å redegjøre for fremgangsmåten underveis i studien, samt forskerens relasjon til deltakerne i studien. Analyseprosessen og en systematisk presentasjon av arbeidet med datamaterialet ble redegjort for i delkapittel 3.3 og 3.4, og i det neste avsnittet vil vi se nærmere på vår rolle i forskningen.

Forskerens rolle er viktig i kvalitative studier ettersom forskeren selv er et instrument i forskningen. Nærheten forskeren har til fenomenet som studeres gjør det nødvendig å redegjøre for betydningen dette har for studien. Vår bakgrunn og erfaring har betydning for prosessen, og angir hvor kompetente vi er i forhold til feltet som studeres. *«Jo mer kompetent forskeren er på feltet, desto større er mulighetene for å få et datamateriale med høy validitet»* (Thagaard, 2013). Bakgrunnen vår fra studiene i bedriftsøkonomisk analyse gjør at vi begge har en forforståelse for fenomenet som studeres. Vi har på forhånd gjort oss opp noen antakelser om hva som kan vente oss, men i arbeidet med studien har det vist seg at disse

antakelsene i stor grad er preget av den akademiske forståelsen av forskningstemaet. I møte med informantene har vi tilegnet oss en mer praktisk innfallsvinkel. I følge Grønmo (2004) er det viktig at innsamlingen av kvalitative data gjennomføres på en fleksibel måte, og at validiteten av den grunn blir vurdert og også forbedret under selve datainnsamlingen. Denne fleksibiliteten har i høyeste grad vært sentral i arbeidet med denne studien, da vi har hatt et teoretisk grunnlag, for deretter å innhente praktiske erfaringer rundt temaet, og til slutt har vi samlet disse to i vår fortolkning.

Hvorvidt vår forforståelse har påvirkning for fortolkningen er også nødvendig å redegjøre for ettersom skjevhet i funnene også vil påvirke studiens validitet. *“Preconceptions are not the same as bias – unless the researcher fails to mention them”* (Malterud, 2001.) En av fallgruvene i kvalitativ forskning er at det oppstår forskningsskjevhet, hvor forskeren kun baserer seg på datamaterialet han/hun vil finne, og trekker frem resultater og fortolkninger basert på dette. Selv om vi er åpne for at vi gjør andre funn i studien enn det vi på forhånd har antatt, vil fortsatt forforståelsen prege arbeidet med studien. Det vil derfor være utfordrende å innta en objektiv rolle i kvalitative studier. Både forsker og informant påvirker datainnsamlingen, og på denne måten også resultatene. Som forskere kan vi ikke være helt objektive i slike settinger da det er vi som utformer intervju spørsmålene. Når det gjelder informantene er de subjektive, ettersom det er deres meninger og synspunkter som fremkommer av svarene de gir på spørsmålene. Underveis i arbeidet med analysen har vi vært åpne for flere forklaringsfaktorer, og vi har inkludert et avsnitt om dette i kapittel 5, hvor vi presenterer funnene fra datainnsamlingen.

Flere forskere, blant annet Ghauri & Grønhaug (2010), Jacobsen (2005) m.fl., hevder en mulig måte å forbedre validiteten til en studie på er å samle inn og analysere data gjennom bruk av datatriangulering. Dette fordi bruken av flere datakilder gjør fortolkningen mer robust da man reduserer risikoen for at funnene kun reflekterer systematiske skjevheter eller de begrensninger som ligger i en spesiell metode (Savin-Baden & Major, 2013). I tillegg griper man fatt i fenomenet fra flere vinkler, noe som bidrar til at funnene blir mer nøyaktige. Kombinasjonen av kvantitative og kvalitative datainnsamlingsmetoder i denne studien bidrar dermed til å styrke studiens validitet.

### 3.5.3 Overførbarhet - kan tolkningene våre være relevante i andre sammenhenger?

*«Forskning er en systematisk og refleksiv prosess der kunnskapsutviklingen kan etterprøves og deles, med en ambisjon om overførbarhet av funnene ut over den sammenhengen der den enkelte studie ble gjennomført» - Malterud, 2011.*

Funn fra casestudier kan ikke brukes som generaliseringsgrunnlag ettersom utvalget ikke er tilfeldig trukket, men valgt av teoretiske hensyn. I tillegg er antall case for få til å være tilstrekkelig for å beskrive en hel populasjon. Derfor snakker man gjerne om overførbarhet i stedet for generalisering. Ifølge Thagaard (2013) kan man med utgangspunkt i en forståelse av et fenomen i én sammenheng kunne argumentere for at denne forståelsen også kan være relevant i andre sammenhenger. Denne studien benytter case som forskningsstrategi. Et av målene med casestudier er å oppnå en forståelse for det studerte fenomenet, som strekker seg utover casene studien fokuserer på. I følge Yin (2014) vil utformingen av casestudiens opplegg ha sammenheng med muligheten for at resultatene fra studien er relevant i flere sammenhenger. Det er viktig å betrakte casene i studien som midler for å kaste lys over teorien og gi en forståelse som strekker seg utover studiens omfang. Tolkningene våre er basert på erfaringer innhentet fra nøkkelinformanter i selskapene, og disse kan være overførbare til andre case, men konteksten er avgjørende.

### 3.5.4 Etiske vurderinger

Det er nødvendig å gjennomføre en etisk vurdering av forskningsprosessen, både før, under og etter studien (Miles et al., 2014). I følge Thagaard (2013) må de etiske vurderingene forskeren foretar forut ethvert forskningsprosjekt knyttes både til hva som er etisk forsvarlig å forske på, og hvordan forskningen kan legges opp for å unngå uheldige konsekvenser for de involverte partene. Vi har forholdt oss til de etiske og juridiske retningslinjene utarbeidet av NESH (Den Nasjonale Forskningsetiske Komité for Samfunnsvitenskap og Humaniora) kontinuerlig i arbeidet med denne studien. Vi har også fått tilbakemelding fra Personvernombudet om at behandlingen av personopplysninger i denne studien tilfredsstillende kravene i Personopplysningsloven (vedlegg 6).

Ettersom datainnsamlingen foregikk ved bruk av intervju av nøkkelinformanter som teknikk er det spesielt viktig å trekke frem etiske vurderinger knyttet til bruken av mennesker i forskning. Spesielt viktig er prinsippet om at intervjupersoner ikke skal ta skade av å delta i

forskningsprosjektet, og dette bør sette rammer for hvor nærgående forskeren er i intervju situasjonen. I denne studien er spørsmålene i liten eller ingen grad personlige, og vi anser denne delen for å være ivaretatt. I intervjuene utleverer informantene sine betraktninger og erfaringer fra arbeidet i selskapet. Dette anser vi for å være det største etiske dilemmaet i denne studien. For å håndtere dette på best mulig måte har vi i etterkant av intervjuene bedt om presiseringer av enkelte temaer, og på denne måten unngått misforståelser som potensielt kan være skadelig for selskapene.

Informantene ble gjennom et samtykkeskjema i forkant av intervjuene, informert om at studien er frivillig og at alle personopplysninger behandles konfidensielt (vedlegg 3). Dette innebærer at informasjonen fra datainnsamlingen behandles på en forsvarlig måte som sikrer at deltakernes identitet forblir skjult. Alle deltakerne i studien har blitt informert om at intervjuene tas opp på bånd og transkriberes, og at dette oppbevares til studien er over. Disse punktene sikrer informanten en viss kontroll over egen deltakelse i studien. Selv om datamaterialet behandles konfidensielt og informantene i studien er anonymisert, vil det være fare for gjenkjennelse dersom rapporten leses av noen med tilstrekkelig innsikt i selskapet. For eksempel vil noe av informasjonen som kommer frem av analysen være spesifikt rettet mot systemer og rutiner som kun gjennomføres i en treasury-avdeling, og i noen tilfeller kan disse være oppgaver utført av en spesiell person.

I kvalitativ forskning kan det i tillegg oppstå etiske problemstillinger knyttet til at forskeren ønsker å trekke frem funn som støtter egne oppfatninger. Av denne grunn er det viktig at vi er åpne for motstridende funn, slik at vi unngår skjevheter. Vi har jobbet strukturert og fulgt en fremdriftsplan underveis. Dette har gjort det mulig for oss å bruke tid på å strukturere funnene på en oversiktlig måte og gjøre flere vurderinger underveis i prosessen for å sikre at alle relevante funn har blitt tatt med og diskutert.

# 4 Selskapene



KONGSBERG



I de neste avsnittene gir vi en kort presentasjon av hvert enkelt selskap som deltar i studien, selskapenes økonomiske utvikling i den studerte perioden. Sistnevnte er basert på studiens dokumentdataanalyse. Ytterligere kommentarer og grafisk fremstilling av selskapenes økonomiske utvikling og endring i sentrale nøkkeltall i perioden finnes i vedlegg 2, som presenterer dokumentdataanalysen. Avslutningsvis redegjør vi for hvorfor disse fem selskapene er hensiktsmessige for denne studien. Hovedkildene til dette kapitlet er selskapenes årsrapporter fra perioden 2006 - 2014, informasjon innhentet fra selskapenes hjemmesider, samt informasjon utvekslet per mail fra nøkkelinformantene.

For å besvare problemstillingen tar vi for oss et utvalg av fem store, norske selskaper. Tabell 5 gir en oversikt over selskapene som deltar i studien.

| Selskap                      | Bransje  | Omsetning i mrd. kr* | Antall ansatte |
|------------------------------|--|----------------------|----------------|
| <b>Orkla ASA</b>             | Merkevarer, materialer og aluminium                                  | 30,0                 | 12 921         |
| <b>Jotun AS</b>              | Maling- og lakkproduksjon  | 13,5                 | 9 676          |
| <b>Kongsberg Gruppen ASA</b> | Offshore, olje- og gassindustrien, handelsflåten, forsvar og romfart | 16,6                 | 7 726          |
| <b>Telenor ASA</b>           | Trådløs telekommunikasjon  | 106,5                | 35 000         |
| <b>Statkraft AS</b>          | Produksjon av elektrisitet fra vannkraft, energibransjen             | 52,2                 | 3 731          |

Tabell 5 Selskapene som deltar i studien \*Omsetningen er tatt fra selskapenes årsrapport 2014, konsoliderte tall.

## 4.1 Orkla ASA

«Orkla er en ledende leverandør av merkevarer og konseptløsninger til dagligvarehandel, storhusholdning og bakerier, med Norden og Baltikum som hovedmarkeder» (Orkla, 2016). Selskapet består av de fire forretningsområdene Orkla Foods, Orkla Confectionery & Snacks, Orkla Home & Personal og Orkla Food Ingredients, samt eierandeler i øvrige virksomheter som Granges, Hydro Power, Sapa, Jotun m.fl. Orklas historie strekker seg tilbake til 1654, da det startet opp som et rent gruveselskap. Selskapet er et av de eldste i norsk næringsliv, og har utviklet seg til å bli et internasjonalt industrikonsern med en omsetning på rundt 30 milliarder kroner i 2014. Orkla driver i dag fortsatt virksomhet innen flere områder, men har solgt ut mange selskaper og fokuserer nå på kjernevirksomheten, merkevarer. Selskapet er en meget sterk aktør i det norske og nordiske markedet for merkevarer til dagligvarehandelen, og er i stor grad markedsledende eller har sterke posisjoner innen de ulike produktkategoriene. I tråd med Orklas strategi om å styrke posisjonen som ledende merkevareselskap med Norden og Baltikum som hovedmarkeder, har selskapet de senere årene hatt en strategi om organisk vekst. I tillegg til utvidelser innen merkevarer i Norge satser Orkla også internasjonalt, spesielt i Asia.

### 4.1.1 Orklas økonomiske utvikling 2006 - 2014

Den studerte perioden er preget av urolige markeder for flere av segmentene Orkla opererer innen. Orkla har hatt virksomhet innen flere områder og konsernet har derfor blitt påvirket av svingninger i flere markeder. Selskapet har i den studerte perioden arbeidet med å rendyrke



konsernet til å bli et merkevarerelskap. Dette har medført en rekke strategiske justeringer med både salg og oppkjøp, som også har påvirket konsernets omsetning- og resultatutvikling. Finanskrisen 2008 førte til et kraftig etterspørselsfall i flere av Orklas markeder, noe som gav et kraftig fall i resultat og marginer hos selskapet i 2008. Det negative resultatet under krisen forklares primært av betydelige regnskapsmessige nedskrivninger på aksjeporteføljen som følge av fallet i finansmarkedene, samt nedskrivninger av goodwill og anleggsaktiva. Orklas forretningsområder ble i tiden rundt finanskrisen i ulik grad påvirket av urolighetene i markedet, og totalt utgjorde selskapets restruktureringskostnader og nedskrivninger i 2008 ca. 1 milliard kroner. På denne tiden hadde Orkla en egen virksomhet innen forvaltning, Orkla Finans, som merket urolighetene i finansmarkedene. Orkla Brands og Jotun, hvor Orkla er deleier, opplevde sterke resultater i 2009 mens andre segmenter erfarte meget svake markeder i tiden etter finanskrisens utbrudd. Egenkapitalandelen har vært stabil i den studerte perioden og selskapet har også hatt en robust kapitalstruktur tross store strategiske justeringer. Selskapet har i hele perioden vist seg å være et solid selskap med sterke reserver, og derfor god evne til å tåle svingninger og eventuelle tap. Finanskrisen hadde sterkest påvirkning på selskapets lønnsomhet, men allerede i 2009 stabiliserte dette seg og selskapet har de senere årene, spesielt i 2014, opplevd resultatvekst og gode marginer.

## **4.2 Jotun AS**

Jotun AS startet opp som en liten fargehandel og senere malingsprodusent for hvalindustrien i Sandefjord på 1920-tallet. Etter oppstarten i 1926 utviklet selskapet seg fort, og i 1972 fusjonerte Jotun med de tre store produsentene av maling i Norge; Alf Bjercke AS, Fleischers Kjemiske Fabrikker AS og Denofa Lilleborg. Med dette ble Jotun-konsernet opprettet. Jotun AS har i dag utviklet seg til å bli en av verdens ledende produsenter av maling og pulverlaker, med hovedkontor i Sandefjord. Driften inkluderer utvikling, produksjon, markedsføring og salg av maling og lakksystemer, og produkter for overflatebehandling og beskyttelse. Konsernet består av 68 selskaper i 42 land fordelt på syv regioner, samt 33 produksjonsanlegg i 20 land. I tillegg har Jotun salgskontorer, distributører og agenter i mer enn 90 land over hele verden. Alle syv regioner har ansvaret for den operasjonelle driften av konsernets fire segmenter; Jotun Dekorativ, Jotun Paints, Jotun Coatings og Jotun Powder Coatings.

*«Our future success depends on an investment in research and development» - Odd Gleditsch, Jotuns grunnlegger (Jotun, 2016).*

Som det fremkommer av årsrapportene er Jotun opptatt av organisk vekst, gjennom å utvikle nye markeder og utvide i eksisterende markeder. I dag er Asia, og spesielt India, et viktig marked for Jotun, og med åpningen av et produksjonsanlegg der i 2008 styrket Jotun seg raskt i denne regionen.

#### *4.2.1 Jotuns økonomiske utvikling 2006 - 2014*

I den studerte perioden har Jotun opplevd omsetningsvekst og hatt en stabil og sunn lønnsomhetsutvikling. Av selskapets totale omsetning kommer hele 80 % fra land utenfor Norge. Av denne grunn er selskapet spesielt sårbart for svingninger i valutakurser, spesielt i Dollar, og etterspørselen etter råvarer som benyttes til fremstilling av deres produkter. Det var spesielt dette som påvirket Jotuns økonomiske utvikling under finanskrisen i 2008. Effektene av krisen ble derimot ikke så store ettersom selskapet hadde inngått flere langsiktige kontrakter som ble innfridd i 2009. Dette førte til at omsetningen og volumet for dette året ble sikret, og ettervirkningene av krisen kom først i 2010 med et fall i omsetningen som en følge av økte råvarepriser, endringer i dollarkursen og redusert ordreinngang, spesielt innen segmentene Marine og Protective. Gjennom den studerte perioden har likviditetsreserven og arbeidskapitalen hatt en stabil og positiv utvikling. Utviklingen, spesielt i likviditetsreserven, tyder på forsterket fokus for blant annet kredittvurderinger, noe selskapet understreker var en følge av den globale finanskrisen.

### **4.3 Kongsberg Gruppen ASA**

*«Kongsberg Gruppen er et internasjonalt teknologikonsern som leverer avanserte og pålitelige teknologiske løsninger som bidrar til sikkerhet, trygghet og effektivitet i komplekse operasjoner og under ekstreme forhold» (Kongsberg Gruppen, 2016).* Konsernet består av fire forretningsområder; Kongsberg Maritime, Kongsberg Oil & Gas Technologies, Kongsberg Defence Systems og Kongsberg Protech Systems. Konsernet ble børsnotert i 1993, og Den Norske Stat er den største aksjonæren med rundt 50 % eierandel. Kongsberg Gruppen satser globalt, og markeder utenfor Norge utgjør en stor del av virksomhetens inntekter, ca. 80 % i 2014. Kongsberg Gruppen ble opprinnelig etablert som Kongsberg Våpenfabrikk i 1814 og

fikk internasjonal anerkjennelse på grunn av fokuset på kunnskapsutvikling og innovasjon. Etterkrigstiden ble en gullalder for selskapet og de opplevde anerkjennelse som verdensledende innen forsvarsteknologi. Den hurtige internasjonale veksten skapte både utfordringer og muligheter, og medførte behov for omorganisering. Først i 1995 fikk konsernet navnet Kongsberg Gruppen. I dag anses selskapet for å være en godt etablert, internasjonal teknologileder, som fremmer innovasjon, besluttsomhet og pålitelighet.

#### *4.3.1 Kongsberg Gruppens økonomiske utvikling 2006 - 2014*

Selskapet har i den studerte perioden opplevd en stabil og positiv omsetningsutvikling. Deler av selskapet har vært rammet av urolighetene i verdensøkonomien. Spesielt olje og gass, og verftsindustrien har hatt noen tunge år i løpet av den studerte perioden. Den siste halvdel av 2008 var preget av global usikkerhet, finanskrisen og svekkede resultater i deler av industriene selskapet opererer i. Siden selskapet opererer innen ulike, uavhengige markedssegmenter, sikret selskapet en avslutning på 2008 med et meget høyt aktivitetsnivå og totalt sett rekordhøy ordresreserve. Forsvars-, maritim-, olje og gass- og romfartsindustrien er alle globale samarbeidspartnere og kunder av Kongsberg Gruppen, og flere opererer med svært lange kontrakter. Slike langsiktige kontrakter sikret selskapet stabil omsetning, også i krisetiden. Egenkapitalandelen gikk fra 30 % i 2007 til 15 % i 2008 som følge av reduksjon i virkelig verdi på valutaterminkontrakter og opsjoner benyttet til prognosesikringer. 2010 var et spesielt godt år, med sterk vekst, gode resultater og en generell positiv utvikling i nøkkeltallene. De påfølgende årene har konsernet opplevd omsetningsvekst, men EBITDA % har blitt noe redusert. I 2014 var det en økende uro i den sikkerhetspolitiske situasjonen i flere land, noe som har økt etterspørselen etter Kongsberg Gruppens kjerneprodukter.

#### **4.4 Telenor ASA**

Telenor ble etablert i 1855, og er i dag et av Norges største børsnoterte selskap. Først i 1995, etter omdanningen til et statlig aksjeselskap, fikk selskapet navnet Telenor. Fra 2000 har selskapet gjennomført en betydelig ekspansjon på mobilområdet. Blant annet med oppkjøp av selskaper, og også oppstart av egen virksomhet, i land som Malaysia, Danmark, Ungarn, Thailand og Pakistan m.fl. Selskapet tilbyr i dag kommunikasjonstjenester innen tele, data og media i de tre regionene Norden, Sentral- og Øst-Europa og Asia. Med sin 160 års lange fartstid har selskapet posisjonert seg som en av verdens ledende mobiloperatører, med rundt

196 millioner mobilabbonnementer. Konsernet har mobilvirksomhet i 13 land, i tillegg til 14 land gjennom eierskapet i det russiske selskapet VimpelCom Ltd. Telenor ASA har ca. 33 000 ansatte fordelt over hele verden, og markerte seg som et av verdens 500 største selskaper i markedsverdi, i Financial Times Global sin rangering i 2014. Som det fremkommer av årsrapporten 2010 har telekommunikasjonsbransjen gjennomgått store endringer de siste årene. Dette skyldes blant annet at stadig flere mennesker får tilgang til kommunikasjonsteknologi, og denne teknologien spiller en viktig del av samfunnet og fører dermed til økt etterspørsel. Bransjeendringene gir hardere konkurranse, og det er derfor et stort fokus i Telenor å imøtekomme eksisterende og nye krav i markedet for å sikre konsernets posisjon, tjenestetilbud og kundeforhold.

#### *4.4.1 Telenors økonomiske utvikling 2006 - 2014*

Selskapet har opplevd omsetningsvekst i hele den studerte perioden, også under finanskrisen opprettholdt Telenor inntektsnivået. Selskapet har hatt sterke resultater og svært gode resultatmarginer den studerte perioden, men noe svakere utvikling i 2009 og 2012. Det reduserte resultatet i 2009 skyldes i hovedsak utfordrende forretningsmarkeder under finanskrisen, samt innføringen av sektorspesifikke skatter og avgifter i flere av landene konsernet opererer i. Derimot opplevde selskapet en svak økning i omsetningen under krisen, noe som hovedsakelig skyldtes positive valutaeffekter på grunn av den svekkede norske kronen. Til tross for en mer turbulent global økonomi i den studerte perioden merket selskapet en sterk organisk inntektsvekst. Dette skyldes i hovedsak en solid kundevekst i Asia og økt etterspørsel etter datatjenester. Fra 2012 har selskapet opplevd stabil vekst i både resultat og omsetning. Gode resultater i 2014 bekrefter Telenors posisjon som et av Europas raskest voksende telekommunikasjonsselskaper. Selskapet besluttet i 2014 en overgang til halvårlige utbytteutbetalinger for å tilpasse Telenors utbetaling til aksjonærer til selskapets kontantstrømprofil gjennom året. Dette medfører en utbytteutbetaling i juni og en i november, noe konsernet mener vil optimalisere deres finansieringsfleksibilitet og likviditetsstyring.

## **4.5 Statkraft AS**

Statkraft AS er et ledende internasjonalt selskap innen vannkraft, og er den største leverandøren av fornybar energi i Europa. Selskapets kjernevirksomhet er produksjon og utvikling av vannkraft, vindkraft, gasskraft og fjernvarme. Statkraft ble etablert som

statsforetak i 1992, og er heleid av den norske stat, henholdsvis Nærings- og handelsdepartementet (fra 1.oktober 2004). Totalt driver selskapet 403 kraftverk og 29 fjernvarmeanlegg, og har 4200 medarbeidere i mer enn 20 land. Statkrafts visjon er å levere ren energi, og etterspørselen etter selskapets kjerneprodukter er stor grunnet økende klimautfordringer globalt. Statkrafts historie strekker seg tilbake til 1895, da staten kjøpte sitt første kraftanlegg, Paulenfossen. I 1992 ble Statkraftverkene, bestående av kraftanleggene og sentrale kraftnett, splittet i Statkraft og Statnett. 1990 og 2000-tallet har vært preget av flere oppkjøp og utbygginger av regionale kraftselskap i Norge og utlandet. Fra 2004 har Statkraft vært organisert som et aksjeselskap, med staten som eier. I 2009 ble den største avtalen et norsk selskap har gjort utenlands gjennomført ved en bytteavtale Statkraft gjorde med E.ON AG, til en verdi av rundt € 4,4 milliarder. Byttehandelen gjaldt Statkrafts aksjer i det svenske selskapet, mot flere vannkraftverk, fjernvarmeanlegg og gasskraftverk i Tyskland, Sverige og Storbritannia, i tillegg til aksjer i E.ON AG. I 2010 fikk selskapet også et betydelig egenkapitalinnskudd på 14 milliarder NOK, fra den daværende regjeringen. Hensikten med det statlige innskuddet var å bidra til at Statkraft kunne gjennomføre sin investeringsplan, og på denne måten videreutvikle sin posisjon som Europas største produsent av fornybar energi.

#### *4.5.1 Statkrafts økonomiske utvikling i perioden 2006 - 2014*

I den studerte perioden har Statkraft vokst gjennom fusjoner og oppkjøp, og det er i denne perioden selskapet fikk sitt internasjonale gjennombrudd og ble Europas største produsent av fornybar energi. Selskapet har opplevd noen svingninger i resultatet i perioden, men har hatt en solid økning i omsetning, også under finanskrisen. Under krisen leverte selskapet et sterkt resultat, som i hovedsak skyldtes et fall i kraftprisene og økt produksjon. I tillegg hadde selskapet en betydelig bokført gevinst fra byttehandelen med E.ON AG i 2008, noe som gav en regnskapsmessig effekt og utslag på resultatutviklingen i den studerte perioden. Selskapet har en betydelig styrket likviditet i årene etter finanskrisen. Spesielt i 2010 da eier tilførte 14 milliarder kroner inn i selskapet, og også i 2014 med en ny tilførsel fra eier, på 5 milliarder kroner, og som en følge av vedtaket om reduksjon av fremtidige utbytter med 5 milliarder. Vedtaket begrunnes med å være nødvendig for å realisere en lønnsom og klimavennlig strategi videre for Statkraft. 2014 var også et godt vekstår med sterk omsetnings- og resultatvekst tross lave nordiske kraftpriser.

#### **4.6 Hvorfor er disse fem selskapene hensiktsmessige for denne studien?**

Finanskrisen i 2008 var en global krise som rammet mange markeder og økonomier, spesielt i USA og Europa. Selskapene som deltar i studien opererer både i Norge og internasjonalt. Ettersom Norge isolert sett ikke direkte ble rammet av krisen, velger vi å studere norske selskaper som opererer på internasjonale markeder for å kunne innhente viktig informasjon om påvirkningen finanskrisen hadde på likviditetsstyringen. Enkelte markeder ble hardere rammet av finanskrisen, og vi ønsker derfor også å studere selskaper fra ulike bransjer og som dermed påvirkes ulikt fra svingninger i markedene. Enkelte av selskapene er spesielt interessante da de er store konsern som er diversifisert over flere bransjer. For eksempel vil noen selskaper være mer sårbare for råvareprisendringer enn andre, og dermed også kreve større reserver, annen risikohåndtering osv. enn et selskap som er mindre påvirket av svingninger i råvarepriser og valuta. Selv om selskapene er i ulike bransjer er de alle av betydelig størrelse. Dette gir et godt grunnlag for sammenligning når det gjelder finansieringsmuligheter og kapitalanvendelse. Samlet sett tror vi dette vil kunne gi flere innfallsvinkler på emnet, og føre til økt bredde i datamaterialet.

# 5 Analyse av empirien

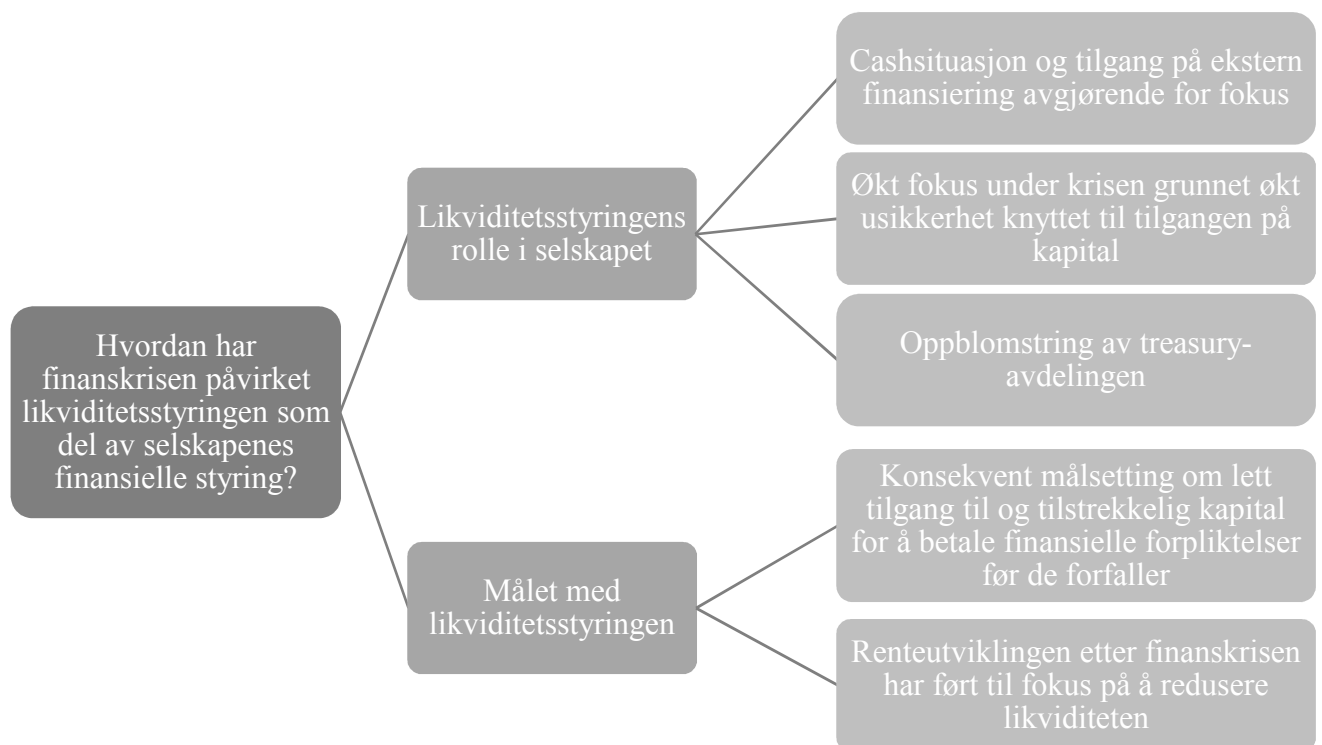


I dette kapitlet tar vi for oss det mest relevante datamaterialet fra intervjuene. Innholdet er fremstilt med den hensikt å skulle besvare studiens problemstilling, og kapitlet er strukturert ved en stegvis gjennomgang av de ulike forskningsspørsmålene vi utledet i delkapittel 1.2. Vi har viet et eget delkapittel til hvert forskningsspørsmål, og strukturert kapitlene slik at vi først gir en kort innledning, samt presenterer en modell som oppsummerer relevante funn. Deretter fremstiller vi sitater fra intervjuene som bidrar til å belyse funnene, og kommenterer disse underveis. Etter hvert forskningsspørsmål understreker vi avslutningsvis det som vi betrakter som hovedfunn. Hovedfunnene vil diskuteres i kapittel 6, fortolkningen. Etter gjennomgangen av forskningsspørsmålene vier vi også plass til en kort redegjørelse for andre forklaringsfaktorer enn finanskrisen, som påvirker likviditetsstyringen i selskapene i perioden. Avslutningsvis i kapitlet presenterer vi en modell som oppsummerer alle funnene fra analysen.

## 5.1 Likviditetsstyring som del av den finansielle styringen

For å kunne gi en helhetlig vurdering av om finanskrisen har påvirket likviditetsstyringen i selskapene er det nødvendig å undersøke om det har skjedd en endring i hvordan likviditetsstyringen totalt sett er forankret i selskapene. Dette innebærer en vurdering av rollen likviditetsstyringen har i selskapene, både operasjonelt og strategisk, og om dette har endret seg i løpet av den studerte perioden. Selskapenes mål med likviditetsstyringen, og hvorvidt finanskrisen har påvirket denne målsettingen, er også en sentral del av denne vurderingen.

Figur 10 oppsummerer funnene.



Figur 10 Likviditetsstyring som del av den finansielle styringen.

### 5.1.1 Likviditetsstyringens rolle i selskapene

Informantenes generelle oppfatning av likviditetsstyring er at det er en viktig del av den finansielle styringen, men det er ikke første prioritet. Gjennomgående i intervjuene ble soliditeten trukket frem som en årsak til at likviditetsstyringens rolle er noe nedprioritert. Selskapene har generelt stor tiltro til lett tilgang på kapital, og i tillegg til en sterk balanse fører dette til at det er mindre fokus på likviditeten.

*«Likviditet har vært ganske langt nede på prioriteringslisten. Det har vært det tidligere, det var det litt mer under finanskrisen, men det er fortsatt veldig lavt prioritert. Fordi vi har så*



*sterk balanse, og vi har så lett for å låne penger, at vi trenger nesten ikke å bekymre oss for det. Hvis ikke Jotun får låne penger, da får ingen låne penger.» (Informant Jotun).*

Utsagnet over vitner om at uroligheter som finanskrisen i 2008 øker fokuset på likviditetsstyring, men at dette normaliserer seg så fort utsiktene er tryggere. Flere informanter understreket at perioder med mindre cash fører til økt fokus på likviditetsstyringen.

*«I perioder hvor vi sitter med mindre likviditet, så vil det være stort fokus. Og da er det også et fokus fra for eksempel konsernledelsen og styret.» (Informant Statkraft).*

Det ble også trukket frem at det kan være problematisk for treasury-avdelingen å formidle viktigheten av å følge med på likviditetsutviklingen, nettopp på grunn av at cashsituasjonen selskapene er i har stor påvirkning.

*«Hvis du har dårlig likviditet har du helt klart større fokus på det, og jobber på en annen måte. I Kongsberg Gruppen, hvor vi har såpass lite gjeld og såpass bra med cash, vil jeg vel si at det har vært litt vanskelig å få fokus på at det med likviditet er viktig» (Informant Kongsberg Gruppen).*

Alle selskapene gjorde noen tiltak og økte fokus på likviditetsstyringen under finanskrisen, hovedsakelig fordi det var knyttet en større usikkerhet til kapitalmarkedene og man fryktet redusert tilgang til kapital.

*«Vi så at det til tider oppsto likviditetsskvis som gjorde det utfordrende for enkelte selskaper å skaffe til veie finansiering» (Informant Telenor).*

Selskapene som er med i denne studien opererer alle i internasjonale markeder, og med tanke på den økende uroen i verdensøkonomien kan effektene komme brått og fra flere hold.

*«Den gode cashsituasjonen du har en periode, det er ikke sikkert at du har den lenge. Det kan snu brått» (Informant Kongsberg Gruppen).*

Ettersom krisen medførte noen konkrete tiltak økte også fokuset på treasury-avdelingen under krisen, og i flere av selskapene fikk avdelingen et permanent større fokus generelt i selskapet.

*«Etter den tida der så fikk man en oppblomstring når man jobba i Treasury. Da ble det såpass mye fokus på likviditet, spesielt også fra bankenes side.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

*«Man merket at hele fokuset på Treasury har økt veldig etter finanskrisen, for risikoen ble veldig tydelig under finanskrisen. Det har påvirket mentaliteten og fokuset i konsernet generelt sett, på alt som har med finansavdelingen å gjøre.»* (Informant, Telenor).

Informantene påpekte også at finansfeltet har fått økt oppmerksomhet de siste årene, av andre grunner enn kun finanskrisen, og at dette også kan påvirke fokuset på likviditetsstyringen. En generell oppfatning blant selskapene i studien er at de hadde god likviditetsstyring i selskapet i tiden før krisen og dermed ikke måtte gjøre store omveltninger da det først smalt.

*«Noe større fokus har det fått, men jeg tror at gode rutiner og prosedyrer, som resulterte i veldig lite konsekvenser for oss etter finanskrisen, har begrenset behovet for store endringer. På generell basis har finans fått mer oppmerksomhet de siste årene som følge av relativt mye volatilitet og medieoppmerksomhet.»* (Informant Statkraft).

Endring likviditetsstyringens rolle:

Større usikkerhet til tilgang på kapital fra markedet medførte økt fokus på likviditetsstyringen.

### 5.1.2 Målet med likviditetsstyringen i selskapene

Det fremkom av intervjuene at ingen av selskapene i dag har plassering av kapital, med hensikt å få best mulig avkastning, som hovedsyssel. Selskapene fokuserer derimot på å ha enkel og tilstrekkelig tilgang til kapital for å sikre sin betalingsevne. Noen av selskapene nevnte også at målet er å ha kjennskap til og kunne nyttiggjøre seg av all tilgjengelig kapital i konsernet.

*«Vår business er ikke å prøve å tjene penger på likviditet. Vår business er egentlig å redusere likviditeten så mye som mulig. Målet er å sikre en mest mulig effektiv utnyttelse av*

*likviditeten, og sikre at vi har tilstrekkelig likviditet til å betale for våre finansielle forpliktelser.» (Informant Statkraft).*

I tillegg til utbetalinger knyttet til blant annet lønn og låneforfall kom det også frem i intervjuene at selskapene er opptatt av å ha nok cash tilgjengelig med tanke på fremtidige investeringsmuligheter, hvor det ofte kan være nødvendig å ha rask tilgang til kapital.

*«Det er et veldig viktig fokus, at selskapet har midler tilgjengelig hvis gode investeringer på kort sikt skulle dukke opp.» (Informant Telenor).*

Et annet poeng som fremkom under intervjuene var besparelsene knyttet til å utnytte likviditetsstyringen og de mulighetene som finnes på best mulig måte. Måten selskapene håndterer kapitalen kan være utslagsgivende for lønnsomheten. For store selskaper vil selv små justeringer gjøre store utslag på bunnlinsen.

*«Effektiv og god likviditetsstyring påvirker lønnsomheten i større konsern generelt. Feil eller dårlige rutiner kan gi til dels betydelige effekter på bunnlinsen.» (Informant Telenor).*

Finanskrisens påvirkning på hva som er målet med likviditetsstyringen i selskapene må ses i sammenheng med renteutviklingen. Det lave rentenivået i tiden etter krisen har medført et mål om å minimere enkelte plasseringer, ettersom avkastningen er såpass marginal.

*«Det har i mange tilfeller nå det siste året vært både nullrente og negativ rente i markedet, og det har vært bedre å ligge med pengene på kontoen enn å faktisk plassere det i markedet» (Informant Telenor).*

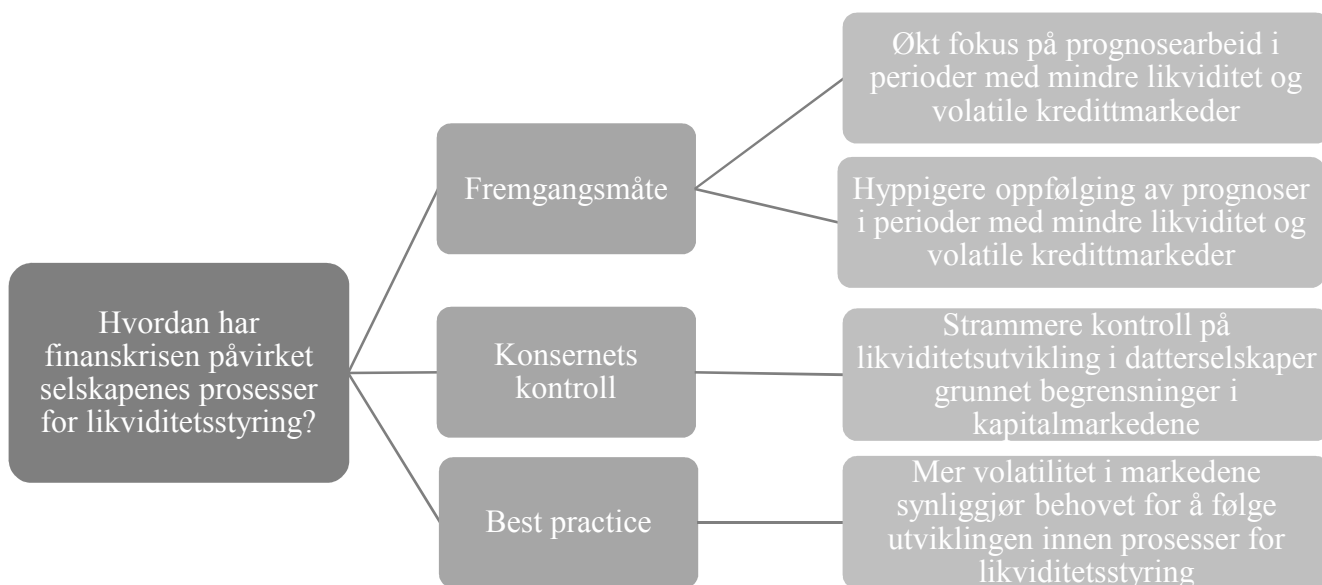
Endring målet med likviditetsstyringen:

Konsekvent målsetting om enkel og tilstrekkelig tilgang på kapital for å sikre sin betalingsevne, samt å minimere overskuddslikviditet grunnet rentenivået etter finanskrisen.

## **5.2 Likviditetsstyring som prosess**

Den kanskje enkleste måten å vurdere finanskrisens påvirkning på selskapenes likviditetsstyring er ved å undersøke selve gjennomføringen av likviditetsstyringen i

selskapene på et operasjonelt nivå. Dette kan gi et bilde på konkrete tiltak som ble gjort i lys av finanskrisen. Dette forklarer vi ved først å vurdere selskapenes fremgangsmåte for både planlegging og oppfølgingen av likviditeten, hvor likviditetsoppfølging også innebærer konsernets oppfølging av likviditeten i datterselskap og tilknyttede selskap. Med fremgangsmåte menes arbeidet selskapene gjør i forhold til blant annet likviditetsprognoser og rapportering til CFO. Til slutt har vi valgt å inkludere en utredning av hva som regnes som best practice innenfor likviditetsprosesser, og om finanskrisen har påvirket hva som betegnes som best practice innen feltet. Figur 11 oppsummerer funnene.



Figur 11 Likviditetsstyringens rolle.

### 5.2.1 Fremgangsmåten for likviditetsplanlegging i selskapene

Alle selskapene følger opp likviditeten daglig og følger med på de store forfallsprofilene, som for eksempel gjeldsforfall, leverandørutbetalinger og lønn.

«Total oppdatering gjør vi én gang i måneden. Og så enhver liten endring, justerer vi opp og ned. Om det skulle være utsetninger i for eksempel et prosjekt i Tyrkia, eller om det er økt utbytte til staten eller forventning om økt skatt i Tyskland, så oppdaterer vi det omtrent daglig.» (Informant Statkraft).

Det er noen forskjeller i hvor detaljert den daglige styringen er fra selskap til selskap, og hva de fokuserer på. Dette avhenger selvfølgelig av størrelsen på selskapet, selskapets cashsituasjon og selskapets strategi. Telenor er det største selskapet som deltar i studien, og

utpeker seg ved å ha delt opp Cash Management i to avdelinger, én for langsiktig likviditetsstyring og én for den mer kortsiktige styringen. De andre selskapene har samlet disse under samme avdeling. En oversikt over hvordan de fem selskapenes treasury-avdeling er organisert finnes i vedlegg 7.

En informant trakk frem hvor sentral kommunikasjonen mellom morselskapet og datterselskaper er når det gjelder oppfølgingen av likviditetsprognosene og årsakene bak negative og positive endringer i prognosene. One-on-one oppfølging kan gi bedre likviditetsprognoser, og kan gjøre døtre mer bevisst på at rapportering av endringer i prognosene har en effekt i form av bedre estimering. Ett av selskapene bidro med innsikt i deres oppsett for prognoserapportering, og viser at MS Office Excel kan være et egnet program for manuell rapportering fra datterselskapene (figur 12).

## Cash forecast

|                           |         |
|---------------------------|---------|
| Company                   |         |
| Location                  |         |
| Local Currency            |         |
| Exchange rate             |         |
| Period                    |         |
| Placement Opening Balance | NOK 000 |
| Placement End Balance     | NOK 000 |

| Week | NOK 000 | Bank<br>Opening<br>Balance | Account<br>Receivables | Account<br>Payables | Placements          |        |     |       |       | Bank End<br>Balance | Net Cash Flow |  |
|------|---------|----------------------------|------------------------|---------------------|---------------------|--------|-----|-------|-------|---------------------|---------------|--|
|      |         |                            |                        |                     | Loans<br>Repayments | Salary | VAT | Capex | Other |                     |               |  |
| 18   |         |                            |                        |                     |                     |        |     |       |       |                     |               |  |
| 19   |         | -                          |                        |                     |                     |        |     |       |       |                     |               |  |
| 20   |         | -                          |                        |                     |                     |        |     |       |       |                     |               |  |

Figur 12 Mal for prognoserapportering.

Eksempelet over er en prognose satt opp fra uke til uke, og skal gi selskapet oversikt over hvor mye likviditet som må være tilgjengelig på konto, og om det er utsikter til en stor overskuddslikviditet, som da kan plasseres og gi avkastning.

Selv om det er fokus på likviditetsprognosene vil ikke disse alltid være like presise. Dette medfører behovet for likviditetsbufferer som gir en trygghet dersom prognosene slår feil, i negativ retning.

«Vi ligger alltid med en buffer i hver eneste valuta, en buffer som vi har forhåndsdefinert. Det vil alltid være litt variasjoner på kvaliteten på forecasten på hvor presis den er.» (Informant Telenor).

Da finanskrisen rammet det norske markedet kom det frem i intervjuene at fokuset på likviditetsprognosene økte, i tillegg til at intervallene for rapportering og oppfølging ble hyppigere.

*«I perioder med mindre likviditet, og volatile kredittmarkeder, ble likviditet fulgt ekstra nøye opp, nærmest daglig. Dette for å sjekke om det var avvik fra prognose og hva det skyldtes, for å bedre kunne estimere de neste dagene.»* (Informant Statkraft).

*«Det ble stadig hyppigere forespurt om hvordan ligger dere an, har vi likviditet og så videre. Så det var tettere oppfølging og litt mer krisemodus i den forstand. Rett og slett tettere rapportering, fra periode til periode.»* (Informant Orkla).

Generelt viser intervjuene at selskapene har stor tiltro til egne prosesser for likviditetsstyring, og mener de er i stand til raskt å respondere på endringer i markedet.

Endring fremgangsmåten for likviditetsplanlegging:  
Økt fokus på prognosearbeid og hyppigere intervaller for rapportering og oppfølging i perioder med mindre likviditet og volatile kredittmarkeder.

### 5.2.2 Konsernets kontroll over likviditet i datterselskapene

Intervjuene avdekket store variasjoner fra selskap til selskap i forhold til hvordan rapportering og oppfølging mot datterselskapene foregår, og hvor mye sentral styring det er fra konsern til datterselskap. Intervjuene avdekket at Kongsberg Gruppen, Statkraft og Orkla i stor grad følger opp datterselskapene, og har en sentral styring hvor de studerer hvert enkelt datterselskap for å fange opp likviditetsutviklingen. Kongsberg Gruppen følger tett opp de største datterselskapene og er jevnlig i dialog med disse for å diskutere årsaken til likviditetsutviklingen og eventuelle avvik. Cashsituasjonen har også en påvirkning på kravene for rapportering fra døtre.

*«Slik vi jobber så går jeg inn og analyserer hvorfor det har gått ut cash. Det viktigste for meg er ikke om de treffer på krona, men at de kan forklare hvorfor de ikke traff. Fordi vi har hatt mye cash trenger vi bare å rapportere én gang i måneden.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Det er noen tydelige forskjeller i selskapenes ønske om kontroll når det gjelder rapportering fra datterselskapene. Telenor er ikke avhengig av rapportering fra datterselskapene da de har systemer som gjør det mulig å ta ut ferdige rapporter. Dette gir konsernet 100 % kontroll over prosessen og de mener det har ført til en forbedring av kvaliteten på forecasten. I Kongsberg Gruppen derimot er det slik at de største selskapene rapporterer inn likviditetsprognoser til konsernet, mens i Statkraft viste det seg at alle operative datterselskaper rapporterer til konsernet.

*«Vi har en sånn Bottom-up approach. Hvor vi har vår kontantbeholdning i dag, og det er jo da cash poolen som vi ofte ser på. Også får vi prognose fra alle døtrene våre. Alle døtrene som genererer cash eller har kostnader gir en rapport til oss, en forventet utvikling i kontanter, også er det egentlig bare å aggregere det.»* (Informant Statkraft).

Jotun skiller seg ut ettersom de ikke hadde noen form for likviditetsprognoser fra døtrene før krisen, mye grunnet en grunnleggende kultur hos Jotun om å gi datterselskapene tillit. Under finanskrisen innførte Jotun derimot likviditetsforecast fra døtre i en periode, ettersom tilgangen til kapital ble mer usikker.

*«Selskapene driver sin lokale butikk, tar inn sine egne penger og betaler sine egne regninger. Og vi følger med, via månedsrapporter, én gang i måneden. Så det er det å stole på at folk gjør en god jobb der ute, det er en del av Jotunkulturen. Derfor har vi lite sentral kontroll, og lite forecasting. Inder finanskrisen innførte vi det for en kort periode, og ba alle selskapene melde til oss, hva de hadde av likviditetsbehov framover, slik at vi kunne være tidlig ute med å skaffe bankfinansiering lokalt, eller fra oss»* (Informant Jotun).

Det er en enighet blant alle selskapene i studien at finanskrisen førte til strengere likviditetsstyring. Krisen gjorde det nødvendig å få oversikt over likviditetsutviklingen i døtre, og totalt sett sikre bedre kontroll for konsernet.

*«Det har vært få fundamentale endringer, men mer fokus på kontroll på likviditet i døtre og utenfor vår cash pool-ordning.»* (Informant Statkraft).

Intervjuene ga også en indikasjon på et stadig økende fokus på kontroll hos datterselskapene i fremtiden, grunnet strammere likviditet og økt usikkerhet i markedene som en følge av utviklingen i den globale økonomien.

*«At det blir større fokus på likviditet betyr at alle våre selskaper er nødt til å ha god kontroll på sin egen likviditet, og rapportere det opp til oss.» (Informant Kongsberg Gruppen).*

Endring konsernets kontroll over likviditeten i datterselskapene:  
Økt fokus på kontroll på likviditet og likviditetsbehov i datterselskaper grunnet begrensninger i kapitalmarkedene.

### 5.2.3 Best practice for likviditetsprosesser

Det er en enighet blant informantene om at det ikke eksisterer en universell best practice for likviditetsstyring, og at forskjeller i selskapene fører til ulikt fokus og ulike behov. Hva som er riktig eller ikke vil blant annet avhenge av hvor løs eller stram styring selskapet ønsker å ha ut i organisasjonen.

*«Det er litt avveining over hva du er villig til å betale for å ha trygghet og fleksibilitet, i forhold til om en vil styre veldig stramt, men da ha mindre fleksibilitet. Vi er kanskje der at vi er villige til å betale litt for å ha stor fleksibilitet. Også er det klart at man kan sikkert forbedre, og ha enda strammere prognoser, men jeg tror det er marginalt hvor mye du faktisk vil spare på det. Akkurat det med likviditet tror jeg kanskje er enklere å bare bestemme seg for hva det er som er komfortsonen din.» (Informant Orkla).*

Likviditetsstyring kan utføres på mange måter i praksis, og flere faktorer avgjør hva som er best egnet for et selskap. En informant ga en fin oppsummering av hvilke faktorer som kan være med på å påvirke hvilken tilnærming selskapene har til likviditetsstyringen:

*«I utgangspunktet må man balansere ønsket om å få avkastning på den likviditeten man har, versus kostnaden ved å ha den, og risikoen ved å sitte med mye likviditet.» (Informant Statkraft).*



Alle informantene trakk i ulik grad frem målet om å effektivisere styringen, og det kom også frem at effektivisering av prosesser for likviditetsstyring henger tett sammen med tekniske løsninger og verktøy. I tillegg trakk de frem endringer som vil gjøre prosessene enklere, blant annet bruken av internbank. Det ble også nevnt hvordan tjenester for personmarkedet, som for eksempel betalingstjenesten Vipps, også vil bli mulig å anvende for bedriftsmarkedet.

*«Det kommer til å komme veldig mye ny teknologi, som gir andre måter å jobbe på i forholdet mellom banker, selskaper, kunder og leverandører. Hvis vi får et sånt system så begynner mulighetene å åpne seg for en mer effektiv likviditetsstyring. Det er klart at hvis selskapene våre kan begynne å betale regningene på en mye enklere måte, bare trykke accept så blir regningen betalt, vil det være mye lettere for dem. Og det kommer!»* (Informant, Jotun).

Det var en enighet om at hva gjelder best practice for treasury dreier det seg i stor grad om det rent operasjonelle. Et av de mest sentrale verktøyene for selskapenes likviditetsstyring er cash pool. Alle informantene understreket viktigheten av cash pools, og hvor mye dette verktøyet forenkler styringen. Vi regner derfor dette for å være en del av det som regnes som best practice innenfor likviditetsstyring.

*«De fleste vil kanskje si at det å opprette konsernkontostrukturer, og cash pool-strukturer, er den enkleste formen for å effektivisere pengene man har i et konsern.»* (Informant, Jotun).

I tillegg til at det som regnes som best practice avhenger av selskapenes egne vurderinger, og at selskapene er av en generell oppfatning om at deres prosesser er av tilfredsstillende karakter, ble også viktigheten av å følge med og ikke bli hengende etter i utviklingen trukket frem. Dette er spesielt viktig i perioder med mer volatilitet i markedene, og det er derfor fokus på å forberede seg før en eventuell krise oppstår.

*«Å skifte fokus og tenke nytt, tenke annerledes, er fokusområder. Spesielt nå når det er mye tøffere tider. Og vi tror vel at det blir tøffere fremover, så da er det klart at det er lurt å ha gjort de tiltakene før det slår inn en krise. Det er ingen som vet hvordan det kommer til å se ut, så må vi ha fokus på de tingene her hele veien.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

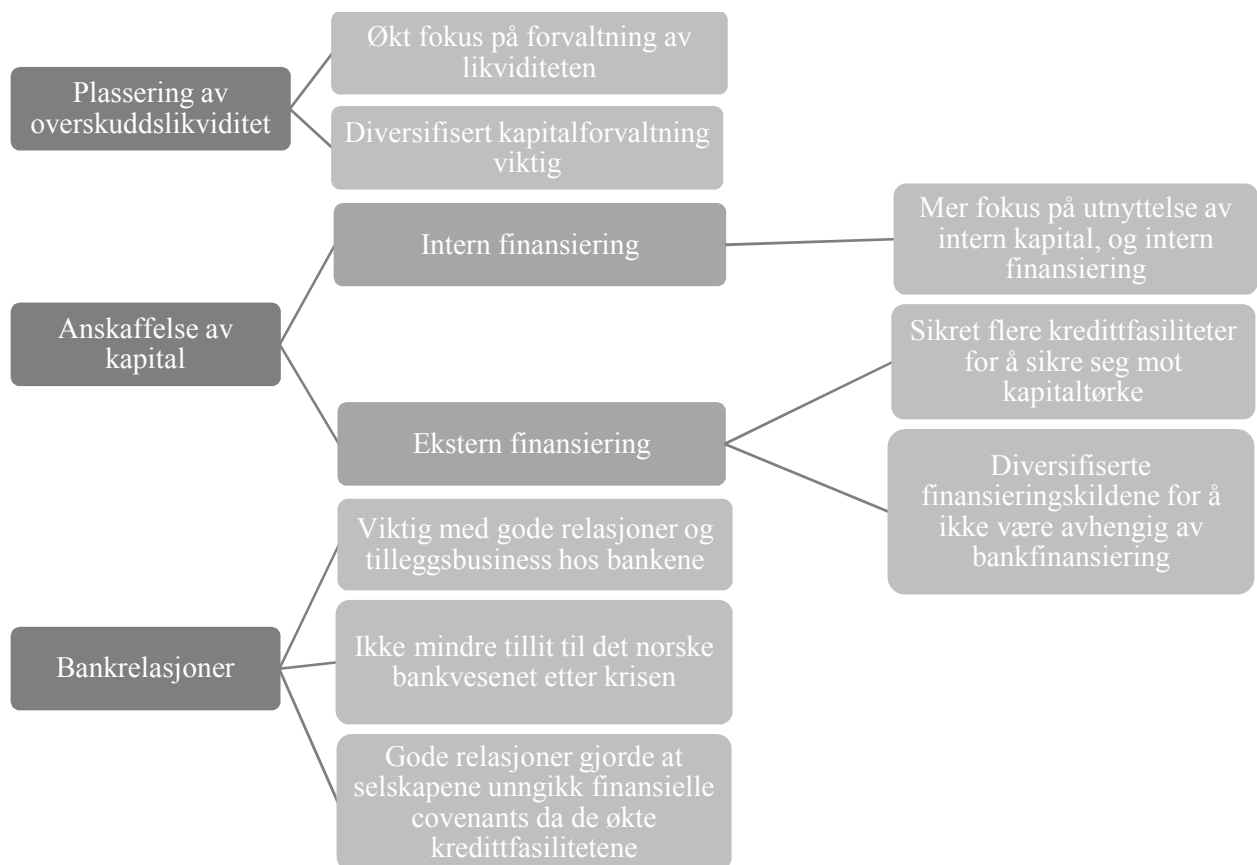
Det har vært utfordrende å finne en helt tydelig konklusjon på hvorvidt finanskrisen har påvirket hva som er best practice for likviditetsstyring eller ikke. Dette fordi det ikke finnes

en universell best practice for likviditetsstyring. Det som kom tydelig frem i intervjuene er at uroligheter i markedene fort kan snu situasjonen for et selskap og at det derfor er viktig å strebe etter å oppdatere seg kontinuerlig. Dette i tillegg til å være i forkant og ha effektive prosesser, selv om tilstanden cashmessig i selskapet er bra per dags dato.

Endring best practice for likviditetsprosesser:  
Mer volatilitet i markedene synliggjør behovet for å følge utviklingen innen prosesser for likviditetsstyring.

### 5.3 Håndtering og anskaffelse av kapital

I tillegg til likviditetsplanlegging, både prognosearbeidet og likviditetsrapporteringen, er håndtering av likvide midler og anskaffelse av kapital sentrale komponenter i et selskaps likviditetsstyring. Når det gjelder finanskrisens påvirkning var det spesielt finansieringsdelen som fikk mye fokus, ettersom tilgangen på likviditet ble redusert. Vi har også valgt å ta med en vurdering av hvordan selskapenes relasjon til bankene endret seg i denne perioden, ettersom dette tydelig viser en av hovedeffektene krisen hadde generelt hos norske selskaper. Figur 13 oppsummerer funnene.



Figur 13 Håndtering og anskaffelse av kapital.

### 5.3.1 Plassering av overskuddslikviditet

Generelt så har alle selskapene en konservativ plasseringsfilosofi. Kapitalkostnaden ved å holde på likviditeten i selskapet vurderes opp mot risikoen knyttet til plasseringsmuligheter i markedene. De fleste av selskapene plasserer overskuddslikviditet kortsiktig, i bankpapirer og bankplasseringer, dersom en utbetaling eller investering er nærstående. Selskapene er opptatt av å sikre at kapitalen håndteres på en fornuftig måte, og allokert til områder hvor avkastningen er god sett i lys av risikoen selskapene er villige til å ta. I intervjuene viste det seg at det er noe ulik praksis når det gjelder avveiningen mellom å benytte kortsiktige plasseringsmuligheter, i for eksempel sertifikatmarkedet, eller å nedbetale kortsiktig gjeld. Da flere av selskapene har lite gjeld er det derfor mer aktuelt å utnytte overskuddslikviditeten gjennom plassering i det kortsiktige markedet. Noen informanter påpekte hvordan rentenivået påvirker denne avveiningen, hvor nedbetaling av gjeld foretrekkes ettersom avkastningen på å plassere pengene i markedet er såpass lav.

*«Hovedsyssele vår er ikke å investere penger, men jeg har investert penger ut i markedsfond for å få den beste avkastningen vi kan få. Når vi skal investere i lavrisiko pengemarkedsfond, så sier det seg selv at det blir ganske lave renteinntekter i forhold til en aksjonær. Det er kanskje filosofien bak, at du bør nok ha mer gjeld enn hva vi har.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

*«Det er ikke nødvendig å sitte med masse overskuddslikviditet som du plasserer på null rente, når du da har gjeld å betale»* (Informant Telenor).

Alle selskapene i denne studien har stor omsetning og forvalter store mengder cash. Måten selskapene forvalter likviditeten på kan derfor ha stor påvirkning på bunnlinjen, ettersom ulike plasseringer gir ulike avkastningsmuligheter. Rentnivået blir igjen trukket frem som avgjørende for likviditetsstyringen, og det ble påpekt at det lave rentenivået kan føre til at selskapene får et mer avslappet forhold til plassering og må ta hensyn til at dette kan snu.

*«Vi må jo tenke at rentene kan komme tilbake på høyere nivå slik som det var tidligere, og før finanskrisen. Med de store volumene som Telenor har i omløp er det bare små forskjeller på rentemarginen på det som står på konto og det vi får i markedet. Det gir faktisk ganske mange millioner på bunnlinjen i løpet av et år»* (Informant Telenor).

I tiden etter krisen har det lave rentenivået påvirket plasseringen av overskuddslikviditet ettersom avkastningen på bankkontoen er såpass lav. Dette synliggjør hvor viktig det er med tett oppfølging av likviditeten i selskapene slik at man hele tiden sikrer best mulig avkastning.

*«Vi brukte i en periode tidsinnskudd. Det sluttet jeg å bruke for to år siden, for da var renta på tidsinnskudd så lav at det var mer lønnsomt å faktisk ha det i banken. Men sånn var det ikke for tre-fire år siden.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Under finanskrisen ble det rettet mye fokus på kapitalforvaltningen, og for å redusere risikoen ble diversifisering av plasseringene spesielt vektlagt, altså at selskapene ikke «legger alle egg i samme kurv» men sprer disse.

*«I perioden hvor vi satt med mye likviditet, så måtte vi gjøre et eller annet med pengene. Og selv om DNB er en veldig solid bank, så kan vi ikke ha stående tyve milliarder inne på DNB sin konto. Så da sprer man pengene utover. Det ble et økt fokus på hvorledes vi skulle forvalte likviditeten, og spesielt bankeksponering.»* (Informant Statkraft).

Endring i plassering av overskuddslikviditet:  
Økt fokus på forvaltning av likviditeten, og viktigheten av diversifisering.

### 5.3.2 Finansiering - intern og ekstern kapitalanskaffelse

Når det gjelder anskaffelse av kapital er det mest hensiktsmessig å dele dette opp i to deler. Den første delen presenterer funn knyttet til intern finansiering, mens den andre tar for seg ekstern finansiering. Under intern finansiering trekker vi frem det informantene diskuterte rundt bruken av egenkapital og cash pool som verktøy for å holde oversikt over selskapenes interne sirkulering av kapital. Delen om ekstern finansiering består av intervjudata knyttet til kapitalmarkedene, derav en egen del om kredittfasiliteter, i tillegg til materiale om kredittrating.

#### **Intern finansiering**

Intervjuene viste at det var en gjensidig oppfattelse blant informantene om at finanskrisen førte til at det ble mer utfordrende å finansiere seg kun via bank. Dette medførte et økt fokus

på intern kapital og utnyttelse av denne, slik at behovet for ekstern finansiering blir mindre.

*«Det ble for mange selskaper vanskelig å få fatt i finansiering. Og det har jo påvirket hele mentaliteten og fokuset i markedet generelt sett, på alt som har med finansavdelingens virksomhet å gjøre. Vi er nå mye mer fokusert på å utnytte vår kapital mer optimalt enn vi gjorde før.»* (Informant Telenor).

Alle selskapene har en sterk egenkapitalandel, men det er ulike grunner til dette. Blant annet er Jotun familieeid, noe som har en stor påvirkning på den solide balansen. Statkraft er 100 % stateid, og egenkapitalen styrkes gjennom økt tilførsel fra Staten. Generelt har alle selskapene i studien en sterk cashsituasjon, og de er opptatt av å sirkulere penger internt for å unngå en høy andel ekstern finansiering. Noen av selskapene benytter seg av lånefinansiering knyttet til oppkjøp osv., mens andre igjen ønsker å minimere denne type finansiering og er opptatt av å opprettholde en svært lav gjeldsandel.

*«Eierne får utbytte, samtidig som vi klarer å sirkulere pengene internt og reinvestere egne penger i nye fabrikker. Vi er i land som vokser mer enn gjennomsnittet i verden, og vi tar markedsandeler. Vi klarer å finansiere dette ved god lønnsomhet, og derfor kan vi vokse mye, nesten uten å ta opp nye lån»* (Informant Jotun).

For å kunne håndtere og ha bedre oversikt over selskapets interne kapital, har cash pool-løsningen fra bankene blitt et viktig verktøy. Konsernkontosystemene sikrer god oversikt og effektiv styring av den totale kapitalen i konsernet. Løsningen gjør det mulig å utnytte intern kapital ved å for eksempel gi datterselskapene interne lån slik at døtre ikke behøver å gå ut i det eksterne markedet for å anskaffe kapital til for eksempel investeringer. Dette gir konsernet god oversikt over hvilken eksponering de står ovenfor.

*«Når det gjelder våre hundre prosent eide døtre, så er det vi som styrer likviditeten. Og det gjør vi gjennom en cash pool løsning. Sånn sett får vi utnyttet likviditeten til døtrene hele tiden.»* (Informant Statkraft).

*«I et slikt konsernkontosystem styrer konsernet, altså kan de ulike selskapene ha ulike nivåer i cash så lenge vi har tilstrekkelig med cash i cash poolen. Det er viktig for oss at vi bruker*

*interne penger, slik at vi ikke trenger å gå ut i det eksterne markedet og få finansiering, for det er ganske dyrt.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Alle selskapene i denne studien benytter en slik løsning, som inkluderer kontoer fra datterselskapene i de landene hvor en slik løsning er mulig. Informantene ga uttrykk for utfordringer knyttet til innføring av cash pool-strukturer i asiatiske land, hvor banksystemene ikke gir de samme mulighetene. I intervjuene kom det frem at noen av selskapene har cash pool i én bank, mens andre har valgt å benytte flere banker. Dette skyldes både historikken til selskapene og relasjonen til bankene, noe vi ser nærmere på i avsnitt 5.3.3. Selv med en løsning med cash pools i flere banker, er det mulig å samkjøre disse, og på denne måten styre i en helhetlig løsning.

*«Vi finansierer oss på topp (morselskapet) og distribuerer kapital til våre døtre med hjelp av egenkapital eller interngjeld.»* (Informant Statkraft).

Bruken av cash pool-løsningen fra bankene var til stede i alle selskapene i tiden før krisen, og ble et viktig verktøy som bidro til en enklere styring av likviditeten når krisen først ble merkbar i det norske markedet. Som en konsekvens av den reduserte kapitaltilgangen i bankene under krisen ble fokuset på intern finansiering enda større, og alle selskapene understrekte viktigheten av å ikke bare være avhengig av bankfinansiering dersom det skulle bli behov for å finansiere seg.

*«I Kongsberg Gruppen var man tidlig ute med å etablere konsernkontostrukturen før finanskrisen. Jeg tror det er mer og mer fokus på at man bruker og forvalter intern kapital så man slipper å gå ut og finansiere seg eksternt. Både etter krisen i 2008, fremover nå som det er tøffere tider.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Endring i intern finansiering:

Mer fokus på utnyttelse av intern kapital, og intern finansiering.

## **Ekstern finansiering**

I tillegg til et økt fokus på bedre utnyttelse av intern kapital, medførte krisen også endringer i hvilke eksterne kapitalkilder selskapene benytter. Når det gjelder ekstern finansiering var det

spesielt tre deler som ble tatt opp under intervjuene, og som understreker denne endringen fra finanskrisen; *kredittfasiliteter* i bankene, hvor vi også kommer inn på *kredittrating*, og bruken av flere *kapitalmarkeder* under finanskrisen.

### *Kredittfasiliteter og kredittrating*

Selskapene har kredittfasiliteter hos bankene, og alle benytter seg av en syndikert kredittfasilitet, med unntak av Orkla som låner bilateralt med hver bank. For noen av selskapene fungerer kredittlinjene kun som en back-stop, altså som en strategisk reserve som kan benyttes dersom de ordinære lånekildene ikke fungerer eller dersom datterselskapene ikke får refinansiert kortsiktige lån. Andre selskaper har tilgjengelige fasiliteter som de kan trekke på når som helst, i tillegg til å ha egne linjer som kun fungerer som back-stop. Et selskap skiller seg ut ved at kredittfasiliteten brukes aktivt som kilde til kapital.

*«Typiske låneformen er en trekkfasilitet med langsiktig 5 år eller lenger, som vi kan trekke på og betale tilbake etter behov, i de renteperioder og valutaer vi ønsker. Å ha en portefølje med bilaterale rammer er mye av kjernen i måten vi styrer, både langsiktig finansiering og tilgang til likviditet til enhver tid. Det er noe med at det lønner seg å låne penger når du ikke trenger dem, for å si det litt enkelt.»* (Informant Orkla).

Hvordan selskapene fastsetter størrelsen på kredittfasilitetene varierer noe, men samtlige selskaper anser det som nødvendig at kredittfasilitetene er av en størrelse som dekker låneforfall ett år frem i tid, andre kjente kapitalutlegg, i tillegg til en reserve på toppen av det. Noen av selskapene har en offisiell kredittrating, og da påvirkes kredittfasilitetens størrelse også av krav fra ratingbyråene.

*«Den bør i hvert fall kunne dekke opp for kortsiktig gjeld opp til 12 måneder, som er ett av kravene ratingbyråene setter»* (Informant Telenor).

Selv om ikke alle selskapene har offisiell kredittrating kom det frem av intervjuene at selskapenes cashposisjon uansett gir en god uoffisiell rating fra bankene, noe som gir bedre vilkår i bankene og sikrer en bedre forhandlingsposisjon. Som informanten fra Kongsberg Gruppen formulerte det så fint: *«Det er dyrt å være fattig»*. Selskapenes økonomiske forhold vil påvirke hvilke føringer selskapene får når det gjelder å opprettholde en god rating. En

informant nevnte at selskapet har ambisjon om å bli oppfattet som en investmentgrade, altså minimum en trippel B i ratingterminologien, da dette gir et mer gunstig prisnivå. Telenor og Statkraft har offisiell rating, og de resterende tre selskapene benytter skyggerating fra bankene i stedet for offisiell rating.

*«Typisk en bank har skyggerating. Og deres fokus vil alltid endres basert på markedsforholdene. De fikk et økt fokus på likviditet etter finanskrisen.»* (Informant Statkraft).

Under finanskrisen ble det enda viktigere å sikre seg tilstrekkelige fasiliteter hos bankene, som en garanti dersom markedet skulle stenge helt av. Noen av selskapene gikk ut i markedet og forhandlet avtaler om flere kredittfasiliteter når krisen slo til. Generelt var alle selskapene av den oppfatning at behovet for en back-stopfasilitet er alfa og omega i krisetide. Selv om selskapene ikke nødvendigvis benytter seg av disse rammene så er det viktig å være føre-var.

*«Vi var litt engstelige for hva som kunne skje med bankverdenen, så vi gjorde et par kortsiktige grep, som å hente inn en bank til. Vi hadde to skandinaviske banker og en global bank den gangen, og hentet inn en skandinavisk til. Vi skaffet oss en buffer hvis det skulle skje en bankkollaps. Det var det kortsiktige vi gjorde. Det hjalp oss nok der og da, og gav oss mer komfort.»* (Informant Jotun).

*«Vi var jo usikre på om de kildene ville være der videre. Én ting vi gjorde under krisen var at vi sikret oss noen ekstra fasiliteter hos bankene. Vi gikk ut til de fleste, og fikk det til, men kansellerte de noen år etterpå. Det var forholdsvis dyrt i forhold til hva vi var vant til, men det var ingen selvfølge å få sånne rammer. Vi sikret oss altså en ekstra buffer i 2008 og et stykke inn i 2009.»* (Informant Orkla).

### *Kapitalmarkeder*

Selskapene i denne studien er alle opptatt av å benytte flere finansieringskilder, men det er noen ulikheter i hvor mye av dette som er bankfinansiering og hvor mye som er finansiering fra obligasjonsmarkedene. Dette avhenger av selskapenes finansieringsbehov, da knyttet til oppkjøp og andre investeringer, selskapenes strategi og finansieringsmodell, og andre forhold.



*«Det er ønskelig å spre finansieringskildene så godt som mulig. Vi har hatt en klar strategi om at vi skal ha tilgang til flere kapitalmarkeder, og generelt beveget oss vekk fra bankfinansiering. Vi har fasiliteten med banker, men all annen finansiering vi har gjort de siste årene har vært i obligasjonsmarkedet. Hovedårsaken er at vi mener det er den billigste måten å hente penger på, og det gir oss en form for fleksibilitet.» (Informant Statkraft).*

*«På finansieringssiden bruker vi flere kilder, men det er først og fremst banker. Og det norske obligasjonsmarkedet, pluss andre markeder innimellom som ikke krever rating. Vi kjøper ikke stats sertifikater, pengemarkedsfond og sånne ting.» (Informant Orkla).*

Noen av selskapene var i en posisjon hvor det ikke var behov for ytterligere finansiering under krisen, og er heller ikke særlig aktive i lånemarkedet i dag. Tross dette understreket samtlige selskaper viktigheten av å ikke bare være avhengig av bankfinansiering. Krisen førte til kapitaltørke og bankene strammet inn utlånene. Selskaper som var avhengig av bankfinansiering måtte betale dyrt for å fornye lånene og i noen tilfeller akseptere lavere kapitalvolum. Krisen synliggjorde risikoen knyttet til å kun belage seg på bankfinansiering, og en av de mest tydelige endringene etter finanskrisen er selskapenes behov for å diversifisere finansieringen i lånemarkedene ved blant annet å gå ut i obligasjonsmarkedet. Diversifiseringen var også motivert av at finansieringskostnadene til bankene økte under krisen, og selv om kapital fra obligasjonsmarkedet også hadde sin pris under krisen ga det selskapene mer fleksibilitet.

*«Det som skjedde litt mer strategisk etter bankkrisen, var at vi sa at vi kan ikke være avhengige av bare banker. Jotun hadde basert sin funding bare på banklån opp til det. Konklusjonen ble at nå må vi ut å låne penger andre steder enn i bank. Vi har gått over fra bankfinansiering til kombinasjon av bankfinansiering og obligasjonsmarkedet. Nå har vi ingen lange lån i bank, vi har bare lån i obligasjonsmarkedet i Norge, og i Nordic Investment Bank. Dette var noe selskapet antakeligvis hadde gjort uansett, fordi det er et mer gunstig marked å hente penger i, men det ble nok trigget av finanskrisen.» (Informant Jotun).*

Noen av selskapene gikk i tillegg inn i andre kapitalmarkeder enn det norske. Dette skyldes i stor grad at det norske obligasjonsmarkedet på denne tiden hadde dårlig likviditet. I 2009 kom flere aktører på banen, i tillegg etablerte staten det som kalles Statens Obligasjonsfond. Dette ga en opptur i markedet og økte investeringen i det norske obligasjonsmarkedet.

«Vi lånte obligasjoner i Norge i 2008, men mye mer i 2009. Dette fordi krisen var mye mer markert i 2009 enn i 2008. Stemningen var slik at - får du tak i penger, så lån med begge henda.» (Informant Orkla).

Tankegangen om å få fatt i mest mulig kapital for å sikre seg under krisen var en gjenganger hos flere av selskapene. Som følge av den økte uroen knyttet til lånemulighetene under krisen, tok mange selskaper opp ekstra lån for å ha en sikkerhet dersom finanskrisen skulle eskalere i Norge. Som vi også vil komme tilbake til i delkapittel 5.4.2, om likviditetsvurderinger, satt også flere av selskapene i gang arbeidskapitalprosjekter for å frigjøre kapital, noe som bidro til at disse ekstra rammene viste seg å ikke være nødvendige. Andre selskaper anså rammene som en buffer, som skulle gi trygghet under krisetiden.

«Vi ba selskapene våre ute om å låne mer lokalt, for å belaste mindre, og for å ha det sentrale finansieringsprogrammet hos oss mer som en reserve. Vi skaffet oss en buffer, hvis det skulle skje en bankkollaps.» (Informant Jotun).

Når det gjelder behovet for finansiering kom det også frem at det er viktig å tenke på tidsperspektivet, da det kan ta tid fra behovet oppstår til selskapene får kapitalen fra bankene.

«Du kan liksom ikke komme akkurat den dagen du trenger det, du må starte prosessen før for det tar lang tid. Du skal i dialog med ulike banker og om ulike tilbud, og da tar det litt tid før du får finansieringen på plass.» (Informant Kongsberg Gruppen).

Endring ekstern finansiering:

Sikret flere kredittfasiliteter for å sikre seg mot kapitaltørke.  
Diversifiserte finansieringskildene for å ikke være avhengig av bankfinansiering.

### 5.3.3 Bankrelasjoner

Alle selskapene er opptatt av å ha en god relasjon til bankene. Informantene påpekte hvordan forholdet til deres kjernebanker, i tillegg til selskapenes soliditet, bidrar til å sikre lett tilgang til likviditet. I tillegg sikrer også gode bankrelasjoner en gunstig forhandlingsposisjon i tider hvor det er mer utfordrende tilgang til ekstern finansiering. Informantene understrekte viktigheten av å gi bankene tilleggsbusiness slik at de i tillegg til lån også lar bankene levere for eksempel cash management-tjenester til selskapene.

*«Når det gjelder banker er vi veldig påpasselig med relasjoner, og bytter ikke bank ofte. Vi har en liten gruppe på først og fremst ca. 5 nordiske kjernebanker. Banker er slik at hvis de først låner deg penger så forutsetter de å få annen business, så da sørger vi for å fordele annen type bankforretning på de bankene som låner oss penger. Det kan være valutahandel og cash management og sånne ting.» (Informant Orkla).*

Informantene fokuserte mye på hvor brått finanskrisen kom og spredte seg til det norske markedet. En konsekvens av dette var økt uro i relasjon til bankfinansiering under krisen, noe som understreket hvor avgjørende en god bankrelasjon er dersom det skulle oppstå behov for finansiering i en krisesituasjon.

*«Markedet snur veldig fort, det er derfor vi sier det med relasjon er viktig i bankforbindelser. Vi må ha en god bankrelasjon så de kjenner oss og vet hvordan vi er som selskap. Hvis det skulle butte imot, for det er jo typisk når det skjer en finanskrise, så er det ikke sikkert at alle bankene stiller opp. Plutselig får de noen nye kapitalkrav som gjør at de ikke kan snu seg rundt og gi oss finansiering.» (Informant Kongsberg Gruppen).*

Selskapenes gode relasjoner til bankene og solide cashsituasjon ga betydelige fordeler under krisen, hvor de tross krisetilstander unngikk såkalte finansielle covenants.

*«Det var mulig for oss å gå til bankene og be om ganske store ekstra rammer. Vi betalte jo selvfølgelig da gjeldende markedspris, men hadde ellers ikke noen strengere vilkår. Vi kom gjennom det uten å måtte godta finansielle covenants og slike ting.» (Informant Orkla).*

En gjensidig oppfatning blant informantene er at finanskrisen, til tross for likviditetsskvis hos bankene, ikke har svekket bankrelasjonen, men medført en endring i oppfattelsen av bankenes soliditet. Selskapene påpekte at det har vært et gunstig tiltak å diversifisere lånekildene for å redusere risikoen dersom det skulle oppstå lignende situasjoner i fremtiden.

*«Når det pågikk som verst var vi litt engstelige for hva som kunne skje med bankverdenen. Men vi har ganske stor tillit til bankvesenet i Norge allikevel.» (Informant Jotun).*

### Endring selskapenes relasjon til bankene:

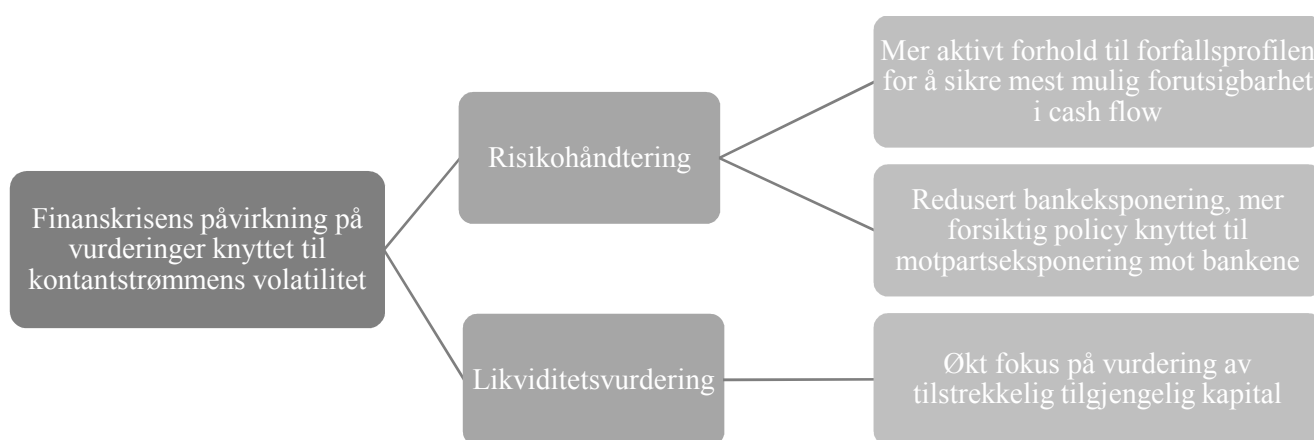
Viktig med gode relasjoner og tilleggsbusiness hos bankene.

Ikke mindre tillit til det norske bankvesenet etter krisen.

Gode relasjoner gjorde at selskapene unngikk finansielle covenants da de økte kredittfasilitetene.

## 5.4 Vurderinger knyttet til kontantstrømmenes volatilitet

Håndtering av risiko og vurdering av likviditeten i selskapet, både i form av interne størrelser som arbeidskapital og likviditetsreserven, men også vurderinger opp mot bransje, er sentralt for å få et mest mulig helhetlig bilde av et selskaps likviditetsstyring. Figur 14 oppsummerer funnene.



Figur 14 Vurderinger knyttet til kontantstrømmens volatilitet.

### 5.4.1 Risikohåndtering

Informantene fokuserte på flere former for risiko, og trakk spesielt frem risikovurderingene som ble gjort med tanke på finanskrisens påvirkning på likviditeten i selskapet. Vi har i de neste avsnittene valgt å legge frem det mest sentrale fra intervjuene knyttet til den generelle risikovurderingen i selskapene, hvor vi spesifikt trekker frem de risikoformer som krisen hadde en direkte påvirkning på.

Generelt var informantene opptatt av å formidle at selskapene kontrollerer alle typer risiko slik at de oppnår størst mulig forutsigbarhet i forhold til kontantstrømmene. Dette har nok vært fokus både før og etter krisen, men som utsagnet under viser, har finanskrisen medført et sterkere fokus på å redusere risiko ettersom markedet ble mer uforutsigbart.

*«Det er godt mulig det har blitt enda mer, eller viktigere etter finanskrisen, at det var en tankevekker at ting skjer så utrolig fort, mye fortere enn det man hadde kunnet forutse. Og det kan og vil påvirke vår strategi og mentalitet i forhold til at man er litt mer på tå og hev.»*  
(Informant Telenor)

Flere av informantene trakk frem at de har et aktivt forhold til forfallsprofilen på gjelden. Dette knyttes til håndtering av refinansieringsrisikoen til selskapet, og at det ble mer fokus på denne etter krisen. For å redusere denne type risiko ble det nevnt noen hensyn selskapene kan ta, for eksempel sørge for å fordele låneforfallene på flere år. I tillegg påvirker også løpetiden på gjelden refinansieringsrisikoen, altså vurderinger knyttet til forholdet mellom kortsiktig og langsiktig gjeld i selskapet.

*«Før finanskrisen var man kanskje ikke så bekymret for refinansiering fordi det alltid var muligheter for å gjøre en ny obligasjon eller et eller annet. Etter finanskrisen ønsket man å sørge for å redusere refinansieringsrisikoen, og gjøre den så liten som mulig. Vi satt jo med mye sertifikatfinansiering, obligasjoner kortere enn tolv måneder, men det gikk vi bort ifra. Vi tenkte oss i hvert fall nøye om. Det ble økt fokus på å vurdere lang vs. kort gjeld, noe som bunner tilbake til refinansieringsrisikoen.»* (Informant Statkraft).

Det kom også frem at kredittrammene selskapene har som back-stop for kort gjeld er en måte å sikre seg mot risiko knyttet til krisesituasjoner med kapitaltørke og utfordringer med å refinansiere lån, både i bank og i obligasjonsmarkedet.

*«Utgangspunktet er jo da at hvis markedet stenger helt av, som det til dels gjorde under finanskrisen, var det ikke tilgang til å utstede obligasjonsgjeld og det var vanskelig å utstede sertifikatgjeld. Da må man ha såkalte back-stops på plass. Og da bør den i hvert fall kunne dekke opp for kortsiktig gjeld opp til 12 måneder.»* (Informant Telenor).

Selv om selskapene har back-stops vil det ikke alltid være mulig å trekke på disse, ettersom bankene kan oppleve kapitaltørke og ikke har mulighet til å oppfylle disse linjene. Altså vil skvis i likviditeten hos bankene også kunne føre til likviditetsskvis hos selskapene.

*«Selv om selskapet har kredittfasiliteter med bankene, så vil bankene helst ikke at man benytter disse dersom bankene kommer i likviditetsskvis. Til tider under finanskrisen gikk de*

*korte rentene høyt og selskaper hadde generelt bedre betingelser på trekk enn det bankene kunne låne inn på. Det har nok vært en veldig god læring etter finanskrisen, i forhold til hvordan man skal håndtere slike situasjoner.» (Informant Telenor).*

Ønsket om å minimere refinansieringsrisikoen var også med på å bidra til behovet for å diversifisere lånekildene. Dersom noen av lånemarkedene skulle «fryse» og selskapene slite med å få tilgang til kapital, var et av tiltakene å hente inn rammer fra flere markeder.

*«Vi har også lånerammer i bankene, som vi har hatt over hele perioden. Lange rammer som vi kan trekke på hvis det skulle være behov for det, for eksempel hvis obligasjonsmarkedet blir borte. Klarer vi ikke å refinansiere i obligasjonsmarkedet, så kan vi gå til banken, og omvendt. Vi diversifiserte lånekildene våre etter finanskrisen.» (Informant Jotun).*

Finanskrisen påvirket også vurderingen av risikoen knyttet til forvaltningen av likviditeten. Den mest tydelige effekten finanskrisen hadde på risikovurderingene i selskapene var at det ble økt fokus på motpartsrisiko, primært risikoen knyttet til bankplassering.

Intervjuer: *«Du nevnte at dere ble «strengere» med likviditetsstyringen etter krisen, men på hvilken måte?»*

*«Dette var relatert til forvaltning av overskuddslikviditet, hvor naturligvis motpartseksponering er viktig. Banker er ofte motpart, og under finanskrisen var det naturligvis mye justeringer i kredittverdigheten til bankene. Vi fulgte derfor godt med på utviklingen til diverse banker, og sørget for å begrense vår eksponering gjennom å redusere store innskudd i en bank og fordele det på flere banker.» (Informant Statkraft).*

Bankene ble kraftig nedgradert gjennom finanskrisen, og selskapene ønsket redusert bankeeksponering, enten ved å fordele plasseringen på flere banker eller ved plassering i andre kapitalmarkeder. Som en av informantene sa er det ikke nødvendigvis slik at hvis den banken selskapet hadde høyest eksponering mot skulle gå konkurs ville det føre til at selskapet tapte pengene, men det vil kunne ta tid å få tak i pengene. Dette understreker viktigheten av å følge opp likviditetsbeholdningen daglig, og sikre at man er innenfor de ønskede rammene.

Bankenes situasjon under krisen førte derfor til at selskapene ble mer oppmerksomme på at det kan være situasjoner hvor bankene blir mindre solide, og at det vil være risiko knyttet til å

plassere alt i én og samme bank, og også å kun benytte bank som plasseringsmulighet. Det var en generell oppfatning om at diversifisering av lånekildene ble viktigere. Intervjuene avdekket imidlertid at vurderinger knyttet til refinansieringsrisiko ikke har like stort fokus hos alle selskapene. Dette henger sammen med at flere av selskapene har svært høy egenkapital og lite gjeld.

*«Men én ting som vi fikk et økt fokus på var motpartsrisiko mot banker. Banker har jo før blitt sett på som veldig solide. Under krisen fikk vi et økt fokus på å sørge for å ha en oversikt over hvilken eksponering vi hadde blant annet mot banker, og også andre motparter. I perioder hvor vi satt med mye likviditet ble det et ganske økt fokus på hvordan vi skulle forvalte likviditeten, og spesielt bankeeksponering. Det var jo særlig bankene som stod i fokus, så man hadde et mye større fokus på å følge godt med i markedet, og få en bedre og kanskje litt mer forsiktig policy knyttet til motpartseksponering. Du får et mye mer aktivt forhold til det og økt fokus, selv om det kanskje ikke blir så veldig store endringer i policy.»* (Informant Statkraft).

I forhold til risikoelementer knyttet til motparter påpekte noen av selskapene at de i tillegg til interne regler for hvor store rammer som kan plasseres i hver enkelt bank, også benytter rating som et element i vurderingen. Hvilken rating motparten har kan være avgjørende for selskapets eksponering mot den enkelte bank.

*«De skal da ha en minimumsrating på singel A minus. Og går de under det så må vi ta affære og gjøre ting i porteføljen»* (Informant Telenor).

For internasjonale selskaper er en av de viktigste risikovurderingene knyttet til valuta. Alle selskapene i studien opererer internasjonalt, og store andeler av konsernenes inntekter genereres utenfor Norge noe som medfører en betydelig valutaeksponering. For noen av selskapene er også en stor del av utbetalingene knyttet til innkjøp også i utenlandske valutaer. På grunn av ulike valutaer i kontantstrømmen påvirkes den av svingninger i bytteforholdet mellom norske kroner og andre valutaer.

*«Vi har noe på innkjøpssiden, vi kjøper for eksempel mye råvarer i Euro.»* (Informant Orkla).

*«Jeg nevnte det med dollaren, og det er veldig viktig. Vi regner alle tall hjem til norske kroner, og veldig mye av våre salg og resultater er i valutaer knyttet til dollar. Royalty,*

*dividende, kommer inn hit (konsernet). I fjor var det rundt 1,7 milliarder. Den er ganske jevn, men ikke helt forutsigbar, spesielt av én grunn – valuta. Det som kommer inn er valuta, og her må vi styre og gjøre litt valutasikringer, prøve å forutse hvor mye det blir. Den jobber vi en god del med.» (Informant Jotun).*

Intervjuene avdekket at selskapene benytter ulike måter for å redusere valutarisikoen, altså ulike former for hedging, eller sikring. Selskapene benytter i hovedsak derivater for å sikre seg mot tap.

*«En måte å redusere valutarisikoen på er gjennom gjeld. Hvis vi tar opp Eurogjeld så er det en naturlig hedge for euroinntekt. En annen ting er at vi gjør FX derivater. Hvis vi for eksempel har forventet inn veldig mye Euro, så vil vi selge på termin, altså selge Euro om et halvt år, et år, avhengig av hvor store forventede inntekter vi har. Det er en veldig dynamisk approach vi har, hvor vi justerer hele tiden.» (Informant Statkraft).*

En informant la særlig vekt på selskapets målsettinger om å begrense valutarisikoen. For dette selskapet innebærer det en fastsatt valutapolicy om at alle kontraktsfestede valutastrømmer skal sikres med terminkontrakter, og at en andel av forventet ordreinnngang sikres gjennom det som kalles prognosesikringer. Målet er å dempe virkningene av valutasvingningene på ett til tre års sikt. Informanten la også vekt på at denne policyen legger en del føringer, og at det kan være utfordrende å gå vekk fra policyen når det skjer endringer i markedet.

*«Det har vært en valutapolicy som har ligget til grunn i mange år hos oss. Når valutakursen har gått sånn som den har gått i 2015, som ingen hadde forutsett, så har det helt klart påvirket oss veldig mye. Mye cash har gått ut pga. det. Også er det dette med å forklare hvorfor vi nå har fastholdt på den policyen. For når du har en policy på plass, hva gjør du når kursen går som den går? Skal du da droppe ut av policyen? Du kan tape masse penger på det òg. Dette er avanserte diskusjoner, som styreformann har vært involvert i også.» (Informant Kongsberg Gruppen).*

Flere av selskapene opplever store kontantstrømeffekter i forbindelse med valutautviklingen. Under finanskrisen var det en kraftig oppgang i dollarkursen og en av informantene trakk spesielt frem hvordan dette påvirket hvordan fokuset knyttet til valutasikringer endret seg for selskapet i tiden etter krisen.



«Den kontantstrømeffekten går rett på bankkontoen din. Ut mange hundre millioner. Så da sa vi at nå skal vi bare sikre én ting - kontantstrømmen inn i Jotun AS, for å beskytte eierne. Valuta er en veldig stor risiko for eierne våre, for de sitter hovedsakelig i Norge, men de har nesten alle eiendelene sine ute i verden.» (Informant Jotun).

Selv om valutautviklingen under krisen hadde store konsekvenser for enkelte av selskapene i studien, var det andre forhold som førte til betydelig mindre valutarisiko for andre. Blant annet skyldes dette langsiktige kontrakter, hvor inntekter og kostnader blir ført i samme valuta, og også hvilke markeder selskapene er eksponert i. For eksempel kan vi lese av Kongsberg Gruppens årsrapporter at deres leveranseavtale med forsvaret i USA ga betydelig redusert risiko ettersom produksjonen ble utført av amerikanske underleverandører.

I likhet med fokuset på likviditetsstyring generelt trakk noen av informantene også her frem problematikken med å få fokus på noe som på et tidspunkt har en bra utvikling, og at det kan ha uheldige virkninger ettersom effektene blir store når situasjonen plutselig snur.

«Det har vært mange gode år på valuta. Og da tror jeg dessverre det er sånn at det er ingen som sier noe. Når kursen har gått ned, sånn som den har gjort, er det litt tøft å jobbe med valuta, akkurat når det skjer. Det har nok hatt et mye høyere fokus.» (Informant Kongsberg Gruppen).

Endring risikohåndtering:

Mer aktivt forhold til forfallsprofilen for å sikre mest mulig forutsigbarhet i cash flow.  
Redusert bankeksponering, for å redusere motparteksponering mot bankene.

#### 5.4.2 Likviditetsvurdering

Generelt var det store forskjeller knyttet til hvilke måltall selskapene benyttet for å vurdere likviditeten i selskapet. Noen av selskapene trakk frem den solide balansen som årsak til at likviditetsmålene var noe nedprioritert, mens andre hadde mer fokus på oppfølging av nøkkeltall knyttet til likviditet. Noen av selskapene gjorde også vurderinger basert på krav fra ratingbyråene. Det hersket en enighet om at arbeidskapitalen spiller en viktig rolle i likviditetsvurderingene, samtidig som likviditetsreserven gir en tydelig indikasjon på likviditeten i selskapet. Vi vil derfor fokusere på disse to vurderingsformene, og trekke frem hvilken påvirkning finanskrisen har hatt på hvordan selskapene vurderer likviditeten og

bruker måltall for å holde øye med og forbedre den. Under intervjuene kom det frem at selskapenes likviditetsprofil og også vurderinger knyttet til bransje spiller en rolle i likviditetsvurderingen. Av denne grunn vil vi trekke frem de vurderingene selskapene gjør i denne forbindelse.

Likviditetsprofilen til hvert selskap viser de store inn- og utbetalingene, og det er varierende når disse slår inn i de ulike selskapene. Disse påvirkes av sesongvariasjoner, for eksempel har Statkraft en markant styrket likviditet i vinterhalvåret grunnet kulde og høyere strømforbruk, mens Jotuns profil viser svingninger i stor grad knyttet til valuta. Profilen avhenger også av utbytteutbetalingen(e). Noen av selskapene har gått fra én årlig utbetaling til to utbetalinger årlig, og andre har også betalt ut ekstraordinært utbytte i gode år med høy andel likvide midler. I tillegg til utbytte utgjør investeringer en stor utbetaling for selskapene, og investeringsperioder medfører større svingninger i likviditeten. Dette må derfor inkluderes i vurderinger av hva som er nødvendig å ha av lett tilgjengelig likviditet.

*«Likviditetsreserven er stigende, egentlig fra 2005 og oppover. Det er en ganske klar tendens. Årsaken til det er at vi har større volum, og større svingninger i likviditeten. Også har vi jo vært i en investeringsperiode. Så begge de to indikerer at vi bør ha høyere likviditetsreserver, og det er nettopp det vi har hatt.»* (Informant Statkraft).

For å vurdere selskapets likviditetsmål er det svært viktig å ta hensyn til likviditetsprofilen. Eksempelvis vil perioden rundt dividendeutbetalingene virke inn på nøkkeltallene for likviditet fordi selskapene i denne perioden vil sitte på mindre likviditet. Måltallene kan derfor gi et feilaktig bilde av situasjonen fordi utbetalingene medfører misvisende andel høy kortsiktig gjeld.

Gjennomgående i intervjuene ble arbeidskapitalen trukket frem som et likviditetsmål selskapene vurderer nøye, og som har blitt en mer og mer viktig del av kapitalstyringen. Alle understreket at det har skjedd en endring i perioden knyttet til vurderinger av kapitalbindinger, og at det er et enda større fokus på å redusere kapitalbindingen og utnytte selskapets kapital mer optimalt enn tidligere. Dette innebærer å redusere antall betalingsdager ovenfor kunder, ha lengre betalingsperioder ovenfor leverandører, i tillegg til vurderinger knyttet til varelageret. Det er høye kostnader knyttet til å ha varer liggende på lager, og derfor bør varelageret være minst mulig, men samtidig tilstrekkelig med tanke på levering til kunder.

I denne forbindelse har alle selskapene vært gjennom, og noen er fortsatt inne i, såkalte arbeidskapitalprosjekter.

*«Det har vært veldig fokus på å få opp lønnsomheten innenfor finansområdet, ved å gjøre en del tiltak. Ett av de viktigste tiltakene har vært arbeidskapitalprosjektet, som har gitt veldig gode resultater. Og det er jo ikke noe vi gjør én gang, det er en kontinuerlig mentalitetsendring. At du må ha fokus på de prosesser som binder unødvendig kapital i konsernet. I forbindelse med finanskrisen og det som skjedde etterpå, så er det helt klart at vi har mye mer effektiv og, kan godt si lønnsom, finansavdeling enn før.»* (Informant Telenor).

Selv om selskapene er opptatt av å redusere arbeidskapitalen trekker også noen frem positive effekter av å ha en noe høy arbeidskapital. For eksempel trakk informanten fra Jotun frem at de ved å være mindre opptatt av å korte ned på betalingsperioder ovenfor kunder kan medvirke til bedre kundeforhold og dermed også økt salg og lønnsomhet. Dette henger i tillegg sammen med hvilken bransje og markeder selskapet opererer i. For eksempel har ulike land ulik forretningskultur, noe som kan medføre behov for ulike innbetalingsprosesser.

*«Kanskje vi kan få litt høyere margin, litt mersalg, hvis vi bruker balansen vår. Vi har en balanse som har evne til å faktisk bidra på den måten. Så det er ikke opplagt at en høy arbeidskapital er negativt for selskapet. Særlig når rentene er lave og mange kunder kanskje har vanskeligheter, da kan det være en bra måte å bruke kapitalen på.»* (Informant Jotun).

Flere av informantene påpekte hvor viktig det er å ha fokus på arbeidskapitalen i kriseperioder. Selv om Kongsberg Gruppen tok opp lån for å sikre seg under finanskrisen, satt de samtidig i gang et arbeidskapitalprosjekt, som frigjorde så mye kapital at lånet mer eller mindre ble overflødig.

*«Det som skjedde i 2008 var at det var første gangen vi gikk ut og hentet inn kapital. Og vi ser vel også i ettertid at der kunne vi kanskje ha hatt enda mer fokus på arbeidskapitalen, og se på den kapitalen som er bundet opp i firma. Så kjørte vi et arbeidskapitalprosjekt og fikk frigjort veldig mye kapital på det tidspunktet.»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Flere av informantene trakk frem hvordan cashsituasjonen til selskapet kan gjøre det problematisk å få frem hvor viktig slike arbeidskapitalprosjekter er. Som en av informantene

påpekte vil det ofte være slik at jo mindre penger selskapet har, desto mer fokus blir det på å drive inn penger fra kunder. Selv om selskapet kan sitte med mye kapital bundet opp, og jobbe med arbeidskapitalen, så er det ikke alltid slik at det får mye fokus ettersom selskapet vurderer kapitaltilgang som særledes god, rentenivået lavt og balansen sterk.

*«Det er alltid litt motstand mot et sånt prosjekt når du har godt med cash. Når du er veldig cash rik så tenker du at det er salgsapparatet som kan styre, slik at de for eksempel kan si at det er veldig viktig at du ikke sender ut inkassovarsel til den kunden her, for da mister vi den kunden. Da er det viktigste for oss at han betaler om 100 dager i stedet for om 60 dager. Den samme personen kan ikke si det samme når du har dårlig likviditet. Dette begrepet cash is king, det er jo litt det jeg har snakket om. Du kan godt ha god lønnsomhet i en bedrift, men hvis du ikke har cash så er det fare på ferde. Du er helt klart nødt til å få henta inn cashen, for du kan ikke operere som bank for alle kundene»* (Informant Kongsberg Gruppen).

Selv om det har blitt et større fokus på arbeidskapitalen i den studerte perioden er ikke dette nødvendigvis en konsekvens av finanskrisen. Bidragene redusert kapitalbinding har for et selskap er i seg selv en driver til å sette i gang et arbeidskapitalprosjekt.

*«Å redusere arbeidskapital er en effektiv måte å redusere en muligens unødvendig kostnad på, da kapital har en kostnad. Jeg tror vi tidligere har hatt mindre fokus på arbeidskapital enn visse andre selskaper, og så det derfor som hensiktsmessig å sikre effektiv bruk av kapital innad i konsernet.»* (Informant Statkraft).

Økt fokus på arbeidskapital kan i tillegg skyldes bransjetilhørighet, da noen av selskapene sammenlignes med andre i samme bransje på nettopp likviditetsmål som arbeidskapital. For Orkla var overgangen til en mer rendyrket bransje også med på å gjøre det mer oversiktlig og enklere, fordi de opplevde mindre svingninger enn tidligere.

*«Vi har mange initiativer for å få den ned, og det har blitt stadig tydeligere etter at vi ble et rendyrket merkevarereselskap. Vi blir sammenlignet med store internasjonale selskaper i samme bransje, og da kan det hende at man vurderes og måles med arbeidskapital, driftsmarginer og sånne ting. Det øker også oppmerksomheten på det.»* (Informant Orkla).

Hvilken bransje selskapene opererer kan, i tillegg til fokus på benchmarking av likviditet, også påvirke hvilken vurdering selskapene gjør i forhold til likviditetsreserven. Informanten fra Statkraft trakk frem hvordan kraftbransjen generelt har blitt sett på som en veldig solid og lite volatil bransje, noe som medfører et redusert behov for å sitte med mye likviditet.

*«I 2008, -9, -10 og -11 var det nok en fordel å være i en bransje som ble sett på som litt mer solid.»* (Informant Statkraft).

Bransjetilhørigheten var ikke en fordel for alle selskapene i denne studien, ettersom noen bransjer ble betydelig hardere rammet enn andre under krisen. Selskaper i enkelte bransjer opplevde et økt behov for å øke likviditetsreserven, for å sikre en buffer dersom det skulle oppstå uventede situasjoner som kunne påvirke likviditeten i selskapet på en dag-til-dag basis.

*«Vi gjorde en del tiltak under krisen, for å sikre oss en buffer. Vi har likviditetsreserven, som vi alltid har, men vi økte den ganske kraftig.»* (Informant Orkla).

For flere av selskapene benyttes kravene fra ratingbyråene som retningsgivende for blant annet likviditetsstørrelser som likviditetsreserven. På denne måten vil også likviditetsreserven, i likhet med andre krav fra ratingbyråene, også påvirkes av markedsforhold og de vurderingene ratingbyråene anser som kritiske.

*«De forventer at vi skal ha ca. én gang forventet kontantutlegg de neste tolv månedene. Det er vel 1,2 for å være helt presis.»* (Informant Statkraft).

Orkla skiller seg ut ved at de hadde en aksjeportefølje som del av likviditetsreserven frem til 2011. Disse likvidene var mulig å selge og på denne måten få tilfredsstilt likviditetsbehov dersom det brått skulle oppstå. Som utsagnet under viser var det nettopp dette som skjedde under finanskrisen.

*«Nå var det veldig sjeldent vi benyttet aksjeporteføljen for å finansiere noe eller gjennomføre oppkjøp, men i ett tilfelle gjorde vi det, og det var i 2009 under finanskrisen. Da var det veldig beleilig å benytte seg av den som en likviditetskilde også.»* (Informant Orkla).

Endring selskapenes likviditetsvurdering:  
Økt fokus på vurdering av tilstrekkelig tilgjengelig kapital og redusere kapitalbinding.

## 5.5 Andre forklaringer

Intervjuene avdekket mange andre forklaringer enn finanskrisen som påvirket likviditetsutviklingen i selskapene i den studerte perioden. Vi vil derfor vie dette delkapitlet til å gi en redegjørelse for de faktorene som har hatt størst innvirkning og som ble fremhevet av informantene. Kompleksiteten i selskapene i studien medfører et utfordrende bilde å trekke klare slutninger i, og vi ønsker med dette avsnittet å vise at det har vært mange faktorer å ta i betraktning i arbeidet med datamaterialet. Viktigheten av å holde seg oppdatert og følge med i utviklingen for å kunne utnytte teknologiske løsninger for å avlaste og/eller effektivisere økonomiarbeidet, er en unison bemerkning fra selskapene. Dette vil trolig ha større betydning for endringen av likviditetsstyringen og organiseringen av økonomifunksjonen i selskapene i tiden fremover, men er en faktor for endring i likviditetsstyring som ble vektlagt i intervjuene. Under følger en oppsummering av faktorer som har hatt betydning for fokuset på likviditetsstyringen i de enkelte selskapene.

**Jotun** - Jotunkonsernet opererer i høyvekstmarkeder, og sett i sammenheng med den solide balansen medfører dette et mindre behov for å ta opp lån for å finansiere veksten. I tillegg opererer selskapet i markeder i Midtøsten og Asia, altså markeder som ikke ble like hardt rammet av finanskrisen. I forhold til likviditetsvurderinger, og da spesielt vurderinger knyttet til arbeidskapital, understreker Jotun hvordan cashsituasjonen reduserer fokuset på kapitalsiden til selskapet. I tillegg operer selskapet i land med lokale forretningskulturer som blant annet lange kredittider. Derfor er det disse landene som binder mye kapital og som dermed gir en høy arbeidskapital. Selskapet vurderer dermed den høye andelen kundefordringer for å være et strategisk virkemiddel, og har dermed ikke så høy fokus på å redusere denne.

**Statkraft** - Statkraft ble mildere rammet av krisen enn resten av bransjen, hovedsakelig grunnet at selskapet har en gratis input-kostnad i form av regn, i en periode hvor det var fallende kraftpriser. Selskapets finansielle situasjon påvirkes også av deres fleksible *asset base*. Dette betyr at de kan skru på kranen og øke produksjonsvolumet i tider hvor prisene er gode. Det ble også presisert i intervjuet at årsaken til likviditetsutviklingen i selskapet, som for eksempel den økte likviditetsreserven, hovedsakelig skyldes andre faktorer enn finanskrisen, som for eksempel økt volum og økt investeringstakt i den studerte perioden.

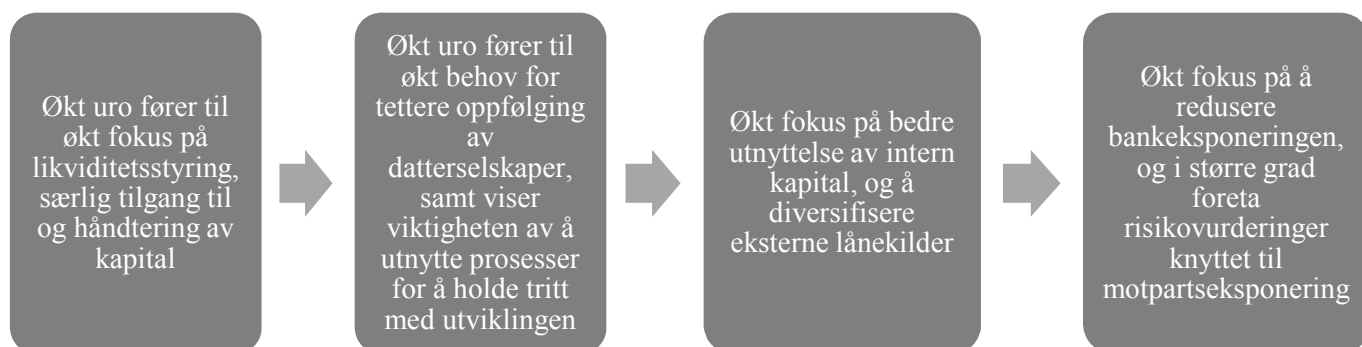
**Orkla** - I den studerte perioden var selskapet i prosessen med å bli et rendyrket merkevareselskap, og det var i denne forbindelse en del operasjoner knyttet til å bygge ned kundefordringer og varelager som igjen medførte en positiv cashposisjon. De positive effektene av disse tiltakene var imidlertid forbigående, noe som medførte et behov for å sikre en større likviditetsbuffer og dermed økte likviditetsreserven i perioden.

**Kongsberg Gruppen** - Kongsberg Gruppen har sittet på en del cash i perioden, i påvente av et større oppkjøp som de ikke har funnet enda. I tillegg til den sterke cashsituasjonen til selskapet har også bransjetilhørigheten hatt stor innvirkning på effektene av krisen. For eksempel har finanskrisen hatt en negativ effekt i noen av markedene konsernet opererer i, som i Kongsberg Maritime, mens andre markeder, som Kongsberg Defence Systems, i mindre grad ble påvirket. Det at selskapet har flere ben å stå på har dermed gjort effektene av krisen mindre.

**Telenor** – Den gode cashsituasjonen har vært en gjenganger som forklaringsfaktor både for effekter etter finanskrisen og andre årsaker, både i Telenor og de andre selskapene. Likviditeten til selskapet ble særlig påvirket av innføringen av en ny prismodell i Telecombransjen. Dette medførte betydelig mer forutsigbarhet i innbetalinger, da de fleste har månedsabonnement og faktureres kun ytterligere for databruk. I tillegg til halvårlige utbytteutbetalinger medførte dette mindre svingninger i likviditetsprofilen, samt mer forutsigbarhet.

## 5.6 Studiens hovedfunn

Analysen har avdekket og belyst flere aspekter. Disse er oppsummert i figur 15. Samlet har analysen avdekket fire hovedfunn, som vist i figur 14. Disse drøftes i neste delkapittel.



Figur 14 Hovedfunn fra analysen.

På hvilken måte har finanskrisen 2008 påvirket selskapenes likviditetsstyring?

Likviditetsstyring som del av den finansielle styringen

- Ca situasjon og tilgang på eksternt finansiering avgjørende for fokus.
- Økt fokus under krisen grunnet økt usikkerhet knyttet til tilgangen på kapital.
- Oppblomstring av treasury-avdelingen.
- Konsekvent målsetting om lett tilgang til og tilstrekkelig kapital for å betale finansielle forpliktelser før de forfaller.
- Renteutviklingen etter finanskrisen har ført til fokus på å redusere overskuddslikviditeten.

Likviditetsplanlegging

- Økt fokus på prognosearbeid i perioder med mindre likviditet og volatile kredittmarkeder.
- Hyppigere oppfølging av prognoser i perioder med mindre likviditet og volatile kredittmarkeder.
- Strammere kontroll på likviditetsutvikling i datterselskaper grunnet begrensninger i kapitalmarkederne.
- Mer volatilitet i markedene synliggjør behovet for å følge utviklingen innen prosesser for likviditetsstyring.

Håndtering og anskaffelse av kapital

- Økt fokus på forvaltning av likviditet.
- Diversifisert kapitalforvaltning viktig.
- Mer fokus på utnyttelse av intern kapital, og intern finansiering.
- Sikret flere kredittforhold for å sikre seg mot kapitaltørke.
- Diversifiserte finansieringskildene for å ikke være avhengig av bankfinansiering.
- Ikke mindre tillit til det norske bankvesenet etter krisen.
- Viktig med gode relasjoner og tilleggsbusiness hos bankene.
- Gode relasjoner gjorde at selskapene unngikk finansielle covenants da de økte kredittforholdene.

Likviditets- og risikovurderinger

- Mer aktivt forhold til forfallsprofilen for å sikre mest mulig forutsigbarhet i cash flow.
- Redusert bankeksponering mer forsiktig policy knyttet til mottaksponering mottakere. Økt fokus på vurdering av tilstrekkelig tilgjengelig kapital.

Figur 15 Oppsummering analyseresultater



# 6 Fortolkning



I dette kapitlet diskuterer vi hovedfunnene fra analysen og ser disse opp mot eksisterende forskning og teori. Fortolkning av funnene fra analysen innebærer å avdekke meningsinnholdet og vurdere hvorvidt disse er i tråd med det teorien formidler.

Formålet med studien er å besvare problemstillingen: *På hvilken måte har finanskrisen i 2008 påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper?* Drøfting og besvarelse av problemstillingen innebærer også å svare på forskningsspørsmålene:

- Hvordan har krisen påvirket likviditetsstyringen som del av den finansielle styringen?
- Hvordan har krisen påvirket prosessene for likviditetsstyring?
- Hvordan har krisen påvirket anskaffelse og håndtering av tilgjengelig kapital?
- Hvordan har krisen påvirker vurderinger knyttet til likviditet og risiko?

*«Man merket at hele fokuset på treasury har økt veldig etter finanskrisen, for risikoen ble veldig tydelig under krisen. Det har påvirket mentaliteten og fokuset i konsernet generelt sett, på alt som har med finansavdelingen å gjøre».* (Informant Telenor).

Studiens første hovedfunn viser at likviditetsstyring har vært en del av den strategiske styringen i selskapene også i tiden før finanskrisen, men at økende uro i finansverdenen har medført et økt fokus på likviditetsstyring. Fordelene ved en aktiv likviditetsstyring ble i større grad synliggjort under krisen, og likviditetsstyringen fikk en mer sentral rolle i perioden. Analysen avdekket også at fokuset på likviditetsstyring påvirkes av cashsituasjonen til selskapet. Alle selskapene som deltok i denne studien har en sterk cashsituasjon, men påpekte hvordan finanskrisen var en vekker for hvor fort situasjonen kan snu. På denne måten har selskapene i dag mer fokus på å være forberedt på endringer i cashsituasjon. Dette samsvarer med teorien, som sier at fokuset på likviditet i et selskap øker i perioder hvor selskapet har mindre likviditet, og i perioder hvor tilgangen til ekstern finansiering er mer utfordrende. Viktigheten av likviditetsstyringen som del av selskapets finansielle styring ble synliggjort ettersom krisen medførte en økt risiko for å ikke ha tilstrekkelig tilgang på kapital. Økt fokus på likviditetsstyringen i disse periodene medfører også mer oppmerksomhet på treasury-avdelingen, ettersom tiltakene krever mer tid- og ressursbruk.

Som forskningen viser har likviditetsstyring vært en sentral del av selskapers finansielle styring også i tiden før krisen slo til, men temaet har fått økt oppmerksomhet i nyere tid, spesielt i tiden etter krisen. Dette viser blant annet studien til Lins et al. (2010), som ble gjennomført i 2005. Undersøkelsen viste at finansdirektørene fra de forskjellige landene alle satte funksjoner relatert til likviditetsstyring blant topp 4 over de finansielle funksjonene som skapte mest verdi for virksomheten. Dette gir en indikasjon på at likviditetsstyring har hatt

stor betydning og vært et sentralt verktøy for ledere verden over, også i tiden før krisen i 2008. Selv om det fremheves at likviditetsstyring har hatt en viktig rolle i selskaper historisk sett, så er det ikke nødvendigvis slik at selskapene har fulgt opp og håndtert likviditeten på best mulig måte. Nyere forskning på likviditetsstyring viser at selskaper har blitt mer bevisst på verdien likviditet tilfører et selskap (Gamba & Triantis, 2008), og at dette har medført økt fokus på å optimalisere likviditetsstyringen.

*«Det var tettere oppfølging og litt mer krisemodus i den forstand, rett og slett tettere rapportering fra periode til periode».* (Informant Orkla).

Videre avdekket analysens andre hovedfunn at da likviditetskrisen utviklet seg og rammet globalt, medførte dette et økt behov for tettere oppfølging og kontroll over likviditeten i datterselskapene. En del av denne oppfølgingen innebar å avdekke likviditetsbehov frem i tid. Dette for at selskapene kunne skaffe tilgjengelige linjer som skulle styres fra konsernnivå, dersom det skulle bli begrenset kapitaltilgang som følge av krisen. I tillegg var det mer fokus på oppfølging av likviditetsprognoser, og flere av selskapene fulgte tett opp likviditeten daglig i perioden hvor det blåste som verst. Ønsket om økt kontroll medførte også strengere krav om rapportering internt. Rapporteringsintervallene ble hyppigere i perioden, ettersom krisen medførte et behov for å følge mer aktivt med på likviditetsutviklingen i selskapene også fra toppnivå. Dette åpnet også øynene for verdien av et system som kan gi oversikt over konsernets likviditetsutvikling mer automatisk slik at økonomene kan fokusere på andre oppgaver enn rapportering. Viktigheten av å holde tritt med utviklingen av den stadig mer avanserte teknologien ble dermed synliggjort.

Studien avdekket at finanskrisen har medført et økt fokus på oppfølging av likviditetsutvikling for å få mest mulig forutsigbarhet i kontantstrømmen. Selskapene fremhevet viktigheten av dag-til-dag styring av likviditeten og jevnlig oppdatering av likviditetsprognoser for best mulig oversikt over kapitalbehov og kapitaltilgang. Likviditetsbudsjetter ble i mindre grad vektlagt, da disse har lengre tidshorisont og dermed fungerer mer som en ønsket rettesnor. Det kom også frem at fokuset til CFO vil være styrende for tidsperspektivet for prognosene som utarbeides, og at det ikke alltid er like hensiktsmessig at denne avgjørelsen fattes av en person. Intervjuene avdekket at den kortsiktige likviditetsplanleggingen gir bedre oversikt og føringer for den reelle likviditetsutviklingen, spesielt i stadig mer skiftende markeder. Dette understøttes av eksisterende teori. Mye av

teorien rundt likviditetsplanlegging fokuserer på langsiktige likviditetsbudsjetter, men understreker at det langsiktige likviditetsbudsjettet bør suppleres med kortsiktige likviditetsprognoser. Boye & Koekebakker (2006) trekker frem at for at likviditetsprognosen skal gi et så riktig bilde av likviditeten som mulig, må prognosen jevnlig oppdateres med virkelige tall. Videre påpekes det at det vanligvis er knyttet større usikkerhet til budsjettering av innbetalinger enn utbetalinger, og usikkerheten øker jo lenger tid det er til posten forfaller. Dette er forbundet med kredittiden ettersom de budsjetterte salgsinntektene kan bygge på allerede inngåtte kontrakter. Denne teorien samsvarer med funnene i vår studie. Kongsberg Gruppen operer innen enkelte forretningsområder hvor det er vanlig med langsiktige kontrakter, og understreket viktigheten av tett oppfølging også av slike kontrakter, da det er fort gjort å bli avslappet som følge den lange tidshorizonten.

*«Det er større fokus på at man bruker og forvalter intern kapital så man slipper å gå ut og finansiere seg eksternt, både etter krisen i 2008, og fremover nå som det er tøffere tider».*

(Informant Kongsberg Gruppen).

Det tredje hovedfunnet analysen avdekket er at finanskrisen medførte et økt behov for å utnytte den interne kapitalen på en mer optimal måte, samt diversifisere de eksterne lånekildene for å redusere bankesponeringen. Studien viser at da krisen slo til var selskapene engstelige for at situasjonen skulle forverre seg, og mange av selskapene gjorde derfor noen korte tiltak for å sikre mer tilgjengelig kapital. Et av disse tiltakene var blant annet å øke selskapenes kredittfasiliteter hos bankene, for å sikre en buffer. Dette bekreftes i forskningen, som sier at selskaper kan ha et føre-var motiv for å holde likvider når den makroøkonomiske usikkerheten øker (Baum et al., 2007).

For å vurdere selskapets likviditetssituasjon og om likviditetsplanleggingen har vært effektiv er det nødvendig å se på noen måltall for likviditet. Måltallene gjør det mulig å vurdere et selskaps prestasjoner, både over tid og også mellom selskap. Hvorvidt måltallene er på det som regnes som et akseptabelt nivå avhenger av selskapet som vurderes og den bransjen selskapet opererer i (Samuels et al., 1999), samt hvilke målsettinger selskapet har og hvordan dette stemmer overens med likviditetsplanleggingen/prognosene. Teorien vektlegger spesielt nøkkeltall som likviditetsgradene, likviditetsreserve og arbeidskapital (Boye & Koekebakker, 2006; Kristoffersen, 2014; Boye & Solberg, 1994; Samuels et al., 1999). Studien avdekket at likviditetsgradene ikke er vanlig praksis ved vurdering av selskapenes likviditet, men det

benyttes i stedet interne mål, og fokuset er i større grad rettet mot likviditetsreserven og arbeidskapitalen. Videre avdekket analysen at flere av selskapene vurderer sin cashsituasjon som så tilfredsstillende at det av denne grunn ikke er nødvendig å vurdere andre likviditetsmål.

*«Banker har jo tidligere blitt sett på som veldig solide, men under bankkrisen fikk vi et økt fokus på å sørge for å ha en oversikt over eksponeringen vi hadde mot banker og andre motparter - du får et mer aktivt forhold til det og økt fokus.»* (Informant Statkraft).

Situasjonen kan derimot brått snu, noe finanskrisen tydelig viste. Som analysens fjerde hovedfunn viser, førte de ekstreme og uventede prisbevegelsene som preget markedet under finanskrisen til en endring i selskapenes vilje til å påta seg risiko (Saltvedt & Knudsen, 2009). Før krisen opplevde selskapene tilgangen på ekstern finansiering som svært god og var derfor ikke bekymret for å få refinansiert lånene ettersom det alltid var muligheter for å utstede nye obligasjoner eller hente inn kapital på en annen måte. Likviditetstørken under finanskrisen medførte i ettertid et ønske om å redusere refinansieringsrisikoen til et minimalt nivå. Dette førte også til at selskapene ble mer kritiske til andelen kortsiktig gjeld, slik at flere vurderte situasjonen nøye før de for eksempel benyttet seg av sertifikatfinansiering. Krisen viste også hvor utfordrende det kan være å kontrollere for likviditetsrisiko og understreket viktigheten av å ha en tilfredsstillende likviditetsreserve, som kan benyttes når uventede, kortsiktige likviditetsbehov oppstår (Larsson & Hammarlund, 2005).

*«Når det pågikk som verst var vi litt engstelige for hva som kunne skje med bankverdenen, så det som skjedde litt mer strategisk etter krisen var at vi sa at vi kan ikke være avhengig av bare banker»* (Informant Jotun).

Ønsket om å minimere refinansieringsrisikoen medførte også et behov for å diversifisere lånekildene. Dersom noen av lånemarkedene skulle stoppe helt opp igjen var det viktig at selskapene hadde mulighet til å hente inn kapital fra flere markeder. Studien avdekket økt fokus på diversifisering, hvor selskapene ønsket å redusere bankeeksponeringen ved å for eksempel gå inn i obligasjonsmarkedet. Tidligere var bankene ansett som særdeles solide, men etter Lehman Brothers konkurs i 2008 så man hvordan ringvirkningene fra bankkollapsen raskt spredte seg slik at også det norske finansmarkedet kom i likviditetsskvis og norske banker ble mer tilbakeholdne med utlån. Den gangen ble det gjennomført en rekke

statlige tiltak for å diversifisere markedet, hvor blant annet Norges Bank gjorde det mulig med en bytteordning der selskapene kunne bytte obligasjoner mot statspapirer. Dette medførte at uroen i bankene ble redusert og utlån sakte men sikkert ble mindre restriktiv. Finanskrisen viste også viktigheten av daglig oppfølging av likviditetsbeholdningen da det i krisetider kan være tidkrevende å få tak i tilstrekkelig kapital. Likviditetsstyringen ble strengere etter finanskrisen, særlig forvaltningen av overskuddslikviditet og vurderingen av motpartsrisiko. Selskapene vurderte nøye hvordan overskuddslikviditeten skulle plasseres og var observante på å redusere innskuddene i en bank og heller fordele det på flere banker eller andre pengemarkeder. Flere opplevde krisen som et lyn fra klar himmel og viste tydelig hvor fort situasjonen kan snu seg, selv i trygge Norge. Krisen har i hovedsak medført et mye større fokus på følge godt med i markedene og ha et mer aktivt forhold til vurdering av selskapets risikoeksponering.

# 7 Konklusjon, implikasjoner og videre forskning



I denne avsluttende delen av avhandlingen gir vi en kortfattet oppsummering av problemstillingen og en konklusjon basert på analysen og fortolkningen. Videre diskuterer vi hvilke implikasjoner erfaringene knyttet til finanskrisens påvirkning på likviditetsstyringen i selskapene kan ha, både praktisk og teoretisk. Deretter redegjør vi for erfaringer vi har gjort oss underveis i arbeidet med avhandlingen, og gjennomfører en kritisk vurdering av studien. Til slutt presenterer vi noen forslag til videre forskning på området og hvordan dette kan gjennomføres.

## 7.1 Oppsummering og konklusjon

Gjennom arbeidet med studien av likviditetsstyring i fem norske selskaper har vi svart på problemstillingen *på hvilken måte har finanskrisen 2008 påvirket likviditetsstyringen i norske selskaper?* Hovedfunnene fra dataanalysen har avdekket at finanskrisen på mange måter satt søkelys på viktigheten av god likviditetsstyring, og spesielt ble tilgang til og håndtering av tilgjengelig kapital vektlagt som kritiske faktorer under krisen. På grunn av økt uro, sterkere og hyppigere svingninger, og skiftende markeder i det økonomiske bildet, har det blitt viktig å redusere risiko ved å diversifisere lånekildene. I tillegg viser funnene at det er hensiktsmessig å diversifisere markedene selskapene opererer i, og i større grad utnytte intern kapital og dermed redusere ekstern eksponering. Studien viser også at den makroøkonomiske usikkerheten som oppstod som følge av finanskrisen medførte et økt fokus på å generere en egen likviditetsbuffer. Noe kan ses i sammenheng med finanskrisen, men generelt har verden i stadig økende grad blitt mer uforutsigbar og kompleks. Dette skyldes i hovedsak økt globalisering og hurtig teknologisk utvikling. Tiden etter finanskrisen har også vært preget av uro, både i den finansielle verden ved for eksempel Eurokrisen, i markeder rammet av Oljepriskrisen, og generelt med mer usikkerhet og et økt krig- og konfliktnivå, noe som igjen gir ringvirkninger i den finansielle verden. Finanskrisen er blant dette et eksempel på hvordan kriser påvirker selskapers strategier og drift.

Spesielt for finanskrisen i 2008 var bankenes «fall», og hvordan bankvesenet gikk fra generelt å assosieres med trygghet, til en frykt for at mange banker kunne gå konkurs. Denne studien viser hvordan også norske selskaper i krisetiden opplevde mer usikkerhet i forhold til bankene, og hvordan dette resulterte i reduisering av bank som lånekilde og til en viss grad også mindre tillit til bankvesenet. Totalt sett bidrar studien til å bekrefte mye av den eksisterende teorien og forskningen rundt temaet likviditetsstyring og markedsuroligheters påvirkning på denne. I tillegg gir studien et innblikk i likviditetsstyringen i norske selskaper, noe som er interessant ettersom det i hovedsak er amerikanske selskaper som har vært fokus for mye av forskningen.

## 7.2 Praktiske og teoretiske implikasjoner

Studien kan bidra med erfaringsutveksling rundt temaet likviditetsstyring blant norske selskaper. Som analysen avdekket er det en del ulikheter i hva som vektlegges i teorien og det



som gjennomføres i praksis. En større åpenhet rundt rutiner og fokusområder hos hvert enkelt selskap kan dermed bidra til teorien ved at det knyttes et tettere bånd mellom teori og praksis. Videre tror vi studien kan bidra til bevisstgjøring rundt den effekten som stadig mer urolige og uforutsigbare markeder har på den finansielle styringen til norske selskaper som opererer i internasjonale markeder. I tillegg viser studien viktigheten av effektiv likviditetsstyring som del av et selskaps finansielle strategi.

Funnene viser at selskapene har strammet inn den finansielle strategien i etterkant av finanskrisen i 2008, både når det gjelder måling og oppfølging av likviditetsutviklingen. Som Minskys modell viser er uro i finansmarkedene uunngåelig. Det er altså naturlig at sykliske perioder med stabilitet i økonomien avløses av midlertidig tilbakeslag. Studien viser at en naturlig tilpasning for selskapene, for å bli mer robuste og mindre utsatt i forbindelse med rystelser i realøkonomien eller i finansmerkene, er å bygge opp en «ekstra» likviditetsreserve slik at selskapene kan komme gjennom perioder med uro.

### **7.3 Studiens begrensninger og erfaringer vi har gjort oss underveis**

Innledningsvis i arbeidet med denne studien fokuserte vi på likviditetsstyring isolert sett. Etter hvert som vi fordypet oss i temaet ble det tydelig at andre elementer som inngår i et selskaps finansielle styring også burde kommenteres for å få et mest mulig helhetlig bilde. Dette ble gjennomført i forarbeidet til intervjuene, men ble derimot ikke presisert i den innledende kontaktmailen til de aktuelle selskapene. Informantene som stilte til intervju arbeider hovedsakelig med likviditetsstyring og har mindre oversikt over selskapenes økonomiske utvikling. Til tross for dette opplevde vi at informantene var behjelpelige med å forhøre seg på tvers av avdelingene, og på denne måten kunne de innhente tilstrekkelig informasjon.

Under intervjuene ble det tydelig at noen av begrepene og fenomenene fra teorien var lite brukt i praksis, og informantene hadde lite kjennskap til hva som lå bak disse begrepene. Dette gjaldt blant annet noen nøkkeltall for likviditet, i tillegg til overnevnte problematikk knyttet til andre temaer som inkluderes i et selskaps finansielle styring. Derfor ble det i noen tilfeller nødvendig å utdype spørsmålene, noe som igjen kan ha ført til ledende spørsmål.

Studien er gjennomført som et casestudie med fem selskaper og fem intervjuer, med totalt syv nøkkelinformanter. Ved å benytte flere informanter i studien hadde vi kunnet berike analysen

vår i større grad. I arbeidet med studien har vi erfart at kvalitativ forskningsmetode i aller høyeste grad er en læringsprosess, og vi har gjort flere oppdagelser underveis i samtaler med informantene som var ukjent for oss. Derfor tror vi at flere informanter i større grad ville kunne utdype eksisterende funn slik at vi kunne oppdage flere nye aspekter av temaet.

En av svakhetene ved studien er utvalget av caseselskaper. Disse opererer alle i markeder som ikke ble hardt rammet av finanskrisen. Det kunne vært interessant å inkludere en bank som et av caseselskapene i studien. Dette for å kunne se krisens påvirkning fra flere perspektiver, både fra selskapers og bankers synsvinkel. Finanskrisen rammet i første omgang bankverden, og av denne grunn ville en bank som caseselskap tilført studien mer bredde. I tillegg er tre av caseselskapene hel- eller deleid av Staten (Kongsberg, Telenor og Statkraft), noe som har vist seg å ha stor påvirkning på cashsituasjonen til selskapene. I ettertid ser vi at det kunne vært nyttig for oppgaven å inkludere et selskap med svakere balanse som opplevde større utfordringer med finansieringssituasjonen under finanskrisen.

Det hadde vært interessant å utarbeide et bransjeregnskap for å få dypere innsikt og bedre vurdering av påvirkningsfaktorer, men dette ble vurdert som for omfattende for de rammer som er lagt til grunn for denne studien. En mulig løsning hadde vært å kun inkludere ett selskap i studien, og gjennomført regnskapsanalyser for bransjen for å muliggjøre en helhetlig sammenligning. Dette hadde også bidratt til en enda større kvantitativ del, og vi hadde nærmet oss metodetriangulering. Metodetriangulering kan bidra til at funnene understøttes av flere kilder og styrker datakvaliteten i studien. Derimot hadde vi mistet noe av breddekunnskapen og ikke hatt mulighet til å trekke noen generelle linjer mellom norske selskaper.

I forbindelse med forespørselen om deltakelse i studien var det noen av nøkkelinformantene som hadde inntrykk av at vi hadde tilknytning til Den Norske Bank på grunn av veileders rolle i selskapet. Dette presiserte vi i intervjuene, men vi tror allikevel at det kan ha hatt en viss påvirkning med tanke på spørsmålene som gikk direkte på bankrelasjoner.

#### **7.4 Videre forskning og avsluttende kommentarer**

Studien ble gjennomført som et kvalitativt studie av fem case. En mulighet for videre forskning er å videreutvikle studien ved å gjennomføre en mer omfattende datainnsamling.

For eksempel ved å benytte flere case, nøkkelinformanter og intervjuer. Dette kunne tilført flere aspekter til temaet og sørget for en mer robust studie.

I arbeidet med studien var det tydelig at bransjene selskapene opererer i er en viktig forklaringsfaktor for påvirkningen finanskrisen hadde på selskapene og dermed også effektene på likviditetsstyringen. Selv om vi i denne studien har tatt høyde for andre forklaringer og årsaker til funnene, har vi ikke kunnet gå tilstrekkelig i dybden på bransjepåvirkning. Dette skyldes rammene for studien. Av denne grunn kan det ha stor nytteverdi for videre forskning dersom man gjennomfører et bransjeregnskap, og ser nærmere på hvordan selskapene opererte i forhold til andre i samme bransje.

Vi tror også det kan være fruktbart å gjennomføre tilsvarende casestudier i andre kontekster for å bidra til teoretisk generalisering. For eksempel vil oljekrisen vi nå er inne i, i høyeste grad påvirke selskapers likviditetsstyring. Spesielt interessant ville det være å se på selskaper som er særlig utsatt for svingninger i oljeprisen.

I datainnsamlingen kom det frem hvor stor betydning CFOens avveininger av hva som er interessant og viktig for selskapet, og hva som er mindre viktig, har. Spesielt gjaldt dette likviditetsvurderinger, prognose- og rapporteringsarbeidet. Blant annet kom det frem i ett av selskapene at tidligere CFO ikke vektla arbeidet med arbeidskapitalen, og at dette ble noe nedprioritert frem til en ny CFO tok over og rettet fokuset på dette arbeidet. Når det gjelder prognosearbeid kan det i noen tilfeller være ulik oppfatning mellom ledelsen og de som sitter daglig med likviditetsstyring, med tanke på hvilke tidsperspektiv prognosene bør utarbeides for. Ledelsen har ofte et ønske om å se lenger frem i tid, mens cash manager hevder lengre tidshorisonter gir dårligere styring og oversikt på kort sikt. Dette kunne være interessant å se nærmere på, og studere effektene denne styringen har for likviditeten i et selskap.

Vi er av den oppfatning at de overnevnte forslagene til videre forskning på temaet kan danne grunnlag for forbedring og utvikling av det teoretiske bidraget fra studien. Avslutningsvis kan vi konkludere med at utsagnet *Cash is King* fortsatt er gjeldende, og med tanke på det stadig mer uforutsigbare makroøkonomiske bildet vil likviditetsstyringen fortsette å være en sentral brikke i selskapers finansielle styring.

# Litteraturliste

## Artikler

- Acharya, V.V., Almeida, H. & Campello, M. (2007). *Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies*. National Bureau of Economic Research.
- Almeida, H., Campello, M., Cunha, I. & Weisbach, M.S. (2013). *Corporate Liquidity Management: A Conceptual Framework and Survey*. Fisher College of Business, 29. september.
- Bagchi, T.P. (2013). *Working Capital and Profitability – Establishing the Causality*. Journal of Accounting and Management. Vol. 3, no. 2, pp. 27-52.
- Bagozzi, R.P., Yi, Y., & Phillips, L.W. (1991). *Assessing Construct Validity in Organizational Research*. Administrative Science Quarterly. 36 (3), pp. 421-458.
- Baum, C.F., Caglayan, M., Stephan, A. & Talavera, O. (2007). *Uncertainty Determinants of Corporate Liquidity*. Economic Modeling. 25, pp. 833-849.
- Campbell, D. T. (1955). *The Informant in Quantitative Research*. American Journal of Sociology. Vol 60, pp. 339-342.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2010). *Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis*. Journal of Financial Economics. 97, pp. 470–487.
- Cornett, M.M., McNutt, J.J., Strahan, P.E. & Tehranian, H. (2011). *Liquidity Risk Management and Credit Supply in the Financial Crisis*. Journal of Financial Economics, 101. Pp. 297-312.
- Dahl, G. (2006). *Hvorledes bør bedrifter finansieres*. Praktisk økonomi & finans, 3, s.11-22.

- Davidson, B.I. (2004). *Kritisk realisme og økonomisk-vitenskapelig arbeid*. Norsk Økonomisk Tidsskrift, vol. 118, s. 62-76.
- Demiroglu, C. & James, C. (2011). *The Use of Bank Lines of Credit in Corporate Liquidity Management: A Review of Empirical Evidence*. Journal of Banking & Finance, 35, pp. 775 – 782.
- Deshpande, R., Moorman, C. & Zaltman, G. (1993). *Factors Affecting Trust in Market Research Relationships*. Journal of Marketing. Vol. 57, no. 1, pp. 81-101.
- Doppelhofer, G. (2012). *Finanskriser – Hva vet vi?* Magma, nr. 6, s. 22-31.
- Dubois, A. & Gadde, L.E. (2002). *Systematic Combining: an Abductive Approach to Case Research*. Journal of Business Research. Vol. 55, no. 7, pp. 553-560.
- Dyer, W.G. JR. & Wilkins, A.L. (1991). *Better Stories, not Better Constructs, to Generate Better Theory: a Rejoinder to Eisenhardt*. Academy of Management Review. Vol. 16, no. 3, pp. 613-619.
- Eisenhardt, K. (1991). *Better Stories and Better Constructs: The Case for Rigor and Comparative Logic*. Academy of Management Review. Vol. 16, no. 3, pp. 620-627.
- Gamba, A. & Triantis, A. (2008). *The Value of Financial Flexibility*. The Journal of Finance. Vol. 63, No. 5, October, pp. 2263 – 2296.
- Gitman, L.J., Moses, E.A. & White, I.T. (1979). *An Assessment of Corporate Cash Management Practices*. Financial Management Association. Vol. 8, No. 1, pp. 32-41.
- Holmström, B. & Tirole, J. (1998). *Private and Public Supply of Liquidity*. The Journal of Political Economy. Vol. 106 (1), pp. 1 – 40).
- Holmström, B. & Tirole, J. (2000). *Liquidity and Risk Management*. Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 32, No. 3, part 1, pp. 295-319.

- Hughes, L.C. & Preski, S. (1997). *Focus on Quantitative Methods. Using Key Informant Methods in Organizational Survey Research: Assessing for Informant Bias*. Research in Nursing & Health. Vol. 20, pp. 81–92.
- Håvik, H.A. (2003). *Kreditrisiko*. Praktisk økonomi og finans, 01/2003, side 82-99.
- Jick, T. D. (1979). *Mixing Qualitative and Quantitative Methods: Triangulation in Action*. Administrative Science Quarterly. No. 24, pp. 602-611.
- John, G. & Reve, T. (1982). *The Reliability and Validity of Key informant Data from Dyadic Relationships in Marketing Channels*. Journal of Marketing Research. Vol 19, pp. 517-524.
- Kvale, S. (1995). *The Social Construction of Validity*. Qualitative Inquiry. Vol. 1, no. 1, pp. 19-40.
- Lins, K.V., Servaes, H. & Tufano, P. (2010). *What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit*. Journal of Financial Economics. Pp. 160 – 176.
- Ljøterud, G.M. (2014). *Økonomer er naturlige ledere i markedsøkonomien*. Magma, nr. 8, s. 86-87.
- Martin, J.A. & Eisenhardt, K.M. (2010). *Rewiring: Cross-Business-Unit Collaborations in Multibusiness Organizations*. Academy of Management Journal. Vol. 53, no. 2, pp. 265-301.
- Malterud K. (2001). *Qualitative Research: Standards, Challenges and Guidelines. and numbers*. Qualitative Research Series. The Lancet. Vol. 358, pp. 483-488.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). *The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings*. Journal of Financial Economics. Vol. 52, pp. 3-46.

Polak, P., Robertson, D.C. & Lind, M. (2011). *The New Role of The Corporate Treasurer: Emerging Trends in Response to The Financial Crisis*. International Research Journal of Finance and Economics. No. 78.

Steckler, A., McLeroy, K.R., Goodman, R.M., Bird, S.T., & McCormick, L. (1992). *Towards Integrating Qualitative and Quantitative Methods: An Introduction*. Health Education Quarterly. No. 19, pp. 1-8.

Saltvedt, T.M. & Knudsen, N.K. (2009). *Risikostyring - før og etter finanskrisen*. Magma, nr. 8.

## **Bøker**

Aubert, W. (1965). *Det skjulte samfunn*. Oslo: Pax forlag.

Baksaas, K.M. og Hansen, Ø. (2015). *Finansregnskap med analyse*. Oslo: Gyldendal Akademiske forlag.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance*. Global Edition, Third Edition. England: Pearson Education Limited.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2014). *Investments*. Tenth Edition. McGraw Hill.

Boye, K. (2002). *Finansielle Emner*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag.

Boye, K. & Flakke, P.A. (1983). *Likviditetsstyring*. Oslo: Bedriftsøkonomens Forlag A/S.

Boye, K. & Koekebakker, S. (2006). *Finansielle Emner*. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS.

Boye, K. & Solberg, S.L. (1994). *Ledelse og økonomisk styring*. Bergen: TANO AS.

- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. Global Edition, Tenth Edition. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Bøhren, Ø. & Michalsen, D. (2010). *Finansiell økonomi. Teori og praksis*. 3. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Cameron, W.B. (1963). *Informal Sociology: A Casual Introduction to Sociological Thinking*. Michigan: Random House.
- Denzin, N. K., & Lincoln, Y. S. (1994). *Handbook of Qualitative Research*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications, Inc.
- Edmonds, W. A., & Kennedy, T. D. (2013). *An Applied Reference Guide to Research Designs: Quantitative, Qualitative, and Mixed Methods*. CA: Sage Publications.
- Drake, P.P. & Fabozzi, F.J. (2010). *The Basics of Finance. An Introduction to Financial Markets, Business Finance and Portfolio Management*. The Frank J. Fabozzi Series. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Ghuri, P. & Grønhaug, K. (2010). *Research Methods in Business Studies*. Fourth Edition. FT-Pearson.
- Gripsrud, G., Olsson, U.H., & Silkoset, R. (2008). *Metode og dataanalyse*. Kristiansand: Høyskoleforlaget AS.
- Grønmo, S. (2004). *Samfunnsvitenskapelig metoder*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Hansen, E. (1992). *International Cash Management*. 1. utgave. Fredriksberg: Samfundslitteratur.
- Hoff, K.G., Bjørnenak, T. (2005). *Driftsregnskap og budsjettering*. 4. utgave. Oslo: Universitetsforlaget.



- Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? Innføring i Samfunnsvitenskapelig metode*. 2. utgave. Kristiansand: Høyskoleforlaget.
- Johannessen, A., Tufte, P. A. & Christoffersen, L. (2010). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*. 4. utgave. Oslo: Abstrakt forlag.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Great Britain: MacMillan and CO LTD.
- Korsvold, P.E. & Høidal, G.B. (2012). *Finansiell risikostyring*. 1. utgave, 1. opplag. Oslo: Cappelen Damm AS.
- Kristoffersen, T. (2014). *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 4. utgave. Bergen: Fagbokforlaget.
- Lam, J. (2014). *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. 2. utgave. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Larsen, E.R. & Mjølhus, J. (2009). *Finanskriser! Låneboble, boligboble – og dagen derpå*. Gyldendal forlag.
- Larsson, C.G. & Hammarlund, L.F. (2005). *Cash management för företag*. Sverige: Studentlitteratur.
- Malterud, K. (2011). *Kvalitative metoder i medisinsk forskning; en innføring*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Marshall, C. & Rossman, G.B. (1989). *Designing Qualitative Research*. Newbury Park CA: Sage Publications.
- Miles, M.B., Huberman, A.M. & Saldaña, J. (2014). *Qualitative Data Analysis. A Methods Sourcebook*. 3. Edition. Thousand Oaks, CA: Sage Publications Inc.

- Minsky, H.P. (1982). *Can «It» Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York: Routledge. Taylor and Francis Group.
- Minsky, H.P. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mitchell, M. L., & Jolley, J. M. (2013). *Research Design Explained*. Vol. 8th. Wadsworth: Cengage Learning.
- Myers, M. (2009). *Qualitative Research in Business & Management*. Sage Publications, London.
- Ringdal, K. (2013). *Enhet og mangfold: samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2013). *Corporate Finance*. Tenth Edition. New York: McGraw-Hill Irwin.
- Savin-Baden, M., & Major, C. H. (2013). *Qualitative Research: The Essential Guide to Theory and Practice*. London: Routledge.
- Samuels, J.M, Wilkes, F.M. & Brayshaw, R.E. (1999). *Financial Management & Decision Making*. London: International Thomson Business Press.
- Sending, AA. (2009). *Økonomistyring I*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Thagaard, T. (2013). *Systematikk og innlevelse. En innføring i kvalitativ metode*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Troye, S.V. (1994). *Teori- og forskningsevaluering: Et kritisk realistisk perspektiv*. Oslo: TANO A.S.
- White, G., Sondhi, A.C., Fried, D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements*. Third Edition. John Wiley & Sons, Inc.

Yin, R. K. (2014). *Case Study Research - Design and Methods*. Fifth Edition. Thousand Oaks, CA: Sage Publications Inc.

Yin, R. K. (2009). *Applications of Case Study Research*. Second Edition. Thousand Oaks, CA: Sage Publications Inc.

## Nettkilder

Den Norske Bank (2016). *International Cash pool*. Tilgjengelig fra:

<https://www.dnb.no/konsern/finansiell-radgivning/cash-management/international-cash-pool.html>. Hentet 12.03.2016.

Direktoratet for økonomistyring, DFO. (2015). Tilgjengelig fra:

<http://www.dfo.no/no/Styring/Arsrapport/Del-IV-Styring-og-kontroll-i-virksomheten/>. Hentet 06.11.2015.

Finanstilsynet, foredrag ved finanstilsynsdirektør Morten Baltzersen ved valutaseminaret

(2012). *Finansielle utviklingstrekk og utfordringer*. Tilgjengelig fra:

[http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Foredrag\\_vedlegg/2012/Valutaseminaret\\_2012\\_Baltzersen.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Foredrag_vedlegg/2012/Valutaseminaret_2012_Baltzersen.pdf). Hentet 04.03.2016.

Finanstilsynet (2009). *Utfordringer for pensjonskasser og tilsyn som følge av finanskrisen*.

Tilgjengelig fra: <http://www.finanstilsynet.no/archive/0sto/01/06/Pensj040.pdf>. Hentet 04.03.2016

Holden, S. (2009). *Finanskrisen- årsaker og mekanismer*. Tilgjengelig fra:

<http://folk.uio.no/sholden/Norsk/Finanskriser-samfunnsokonom-mai09.pdf>. Hentet 09.02.2015.

International Monetary Fund (2009). *Initial Lessons of the Crisis*. Tilgjengelig fra:

<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>. Hentet 14.03.2016.

- Jotun (2016). *Årsrapport 2006 - 2014*. Tilgjengelig fra:  
<http://www.jotun.com/no/en/corporate/media/publications/index.aspx>.  
Hentet 14.11.2015.
- Jotun (2016). *Jotun's History*. Tilgjengelig fra: <http://www.jotun.com/no/en/corporate/about-jotun/history/>. Hentet 12.01.2016.
- Kongsberg Gruppen (2016). *Årsrapporter 2006 - 2014*. Tilgjengelig fra:  
<http://www.kongsberg.com/en/kog/investorrelations/reportsandpresentations/>.  
Hentet 14.11.2015.
- Kongsberg Gruppen (2016). *Om Kongsberg Gruppen*. Tilgjengelig fra:  
<http://www.kongsberg.com/nb-no/kog/aboutus/>. Hentet 16.12.2015.
- Norges Bank (2010). *Finanspolitikk*. Tilgjengelig fra:  
<http://www.norges-bank.no/Upload/82004/Finanspolitikk.pdf>. Hentet 15.03.2016
- Norges Bank (2009). *Finanskrisen – Veien videre*. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2009/Finanskrisen--veien-videre/>. Hentet 16.10.2015.
- Næss, B.E (2008). *Hvordan påvirker finansuroen banker og bedrifter som ikke er eller har vært direkte eksponert mot subprime-markedet? – noen konsekvenser for norske aktører og finansinstitusjoner* Tilgjengelig fra:  
[http://www.idunn.no/pof/2008/03/hvordan\\_pavirker\\_finansuroen\\_banker\\_og\\_bedrifter\\_som\\_ikke\\_er\\_eller\\_har\\_vert](http://www.idunn.no/pof/2008/03/hvordan_pavirker_finansuroen_banker_og_bedrifter_som_ikke_er_eller_har_vert). Hentet 03.05.2015.
- Orkla (2016). *Årsrapporter 2006 - 2014*. Tilgjengelig fra: <http://www.orkla.com/Investorrelations/Download-center>. Hentet 14.11.2015.
- Regjeringen, pressemelding (2009). *Finanskrisen rammer Norge mindre enn andre land*. Tilgjengelig fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/finanskrisen-rammer-norge-mindre-enn-and/id561745/>. Hentet 12.12.2015.

Sparebanken Vest (2016). *Konsernkonto*. Tilgjengelig fra <https://www.spv.no/bedrift/kort-og-konto/konto/konsernkonto>. Hentet 15.03.2016.

Statkraft (2016). *Årsrapporter 2006 - 2014*. Tilgjengelig fra: <http://www.statkraft.no/IR/Rapporter-og-presentasjoner---ny/>. Hentet 14.11.2015.

Store norske leksikon (2014). *Finanskrise*. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/finanskrise>. Hentet 05.02.2015.

Telenor (2016). *Årsrapporter 2006 - 2014*. Tilgjengelig fra: <https://www.telenor.com/no/investorer/rapporter/>. Hentet 14.11.2015.

## **Annet**

Hæhre, R. (2014). Forelesning i *Finansiell styring*. Høgskolen i Buskerud og Vestfold, avdeling Hønefoss.

## **Vedlegg**

- Vedlegg 1 Infoskriv
- Vedlegg 2 Dokumentdataanalyse
- Vedlegg 3 Samtykkeskjema
- Vedlegg 4 Intervjuguide
- Vedlegg 5 Oversikt over dimensjoner intervjudataanalyse
- Vedlegg 6 Kvittering fra Personvernombudet
- Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

### Forespørsel om dybdeintervju i forbindelse med masteravhandling om likviditetsstyring

Vi er to siviløkonomstudenter ved Høgskolen i Buskerud og Vestfold, campus Ringerike, som er i fasen hvor vi skriver masteravhandling. Vi går begge studieretningen bedriftsøkonomisk analyse. Studiet vi er i prosessen med å skrive tar metodisk utgangspunkt i et komparativt case-design, altså et studie hvor vi ønsker å sammenligne flere norske selskaper.

Basert på tilgjengelig informasjon om dere ser vi at deres posisjon i bransjen og som et stort konsern vil tilføre studien vår bredde og verdifull innsikt i hvordan den finansielle styringen i store norske selskaper fungerer. Hovedvekten vil ligge på likviditetsstyring. Vi er derfor avhengig av kontakt med selskaper av en viss størrelse og med et høyt aktivitetsnivå, hvor fokus på likviditet er en avgjørende faktor, spesielt i økonomisk turbulente tider. Det er av denne grunn at vi tar kontakt med dere.

Som et ledd i masteravhandlingen startet vi opp med et forprosjekt våren 2015 for å legge grunnlaget for videre arbeid høsten 2015 og våren 2016. Forprosjektet er en teoretisk del hvor vi kartla forskning på det valgte tema og så på mulighetene for videre forskning. Temaet for forprosjektet var likviditetsstyring, og basert på en grundig teorigjennomgang har dette resultert i at vi ønsker å gå videre med samme tema i masteravhandlingen. Finanskrisen i 2008 kalles også en likviditetskrise, og det påstås at krisen på mange måter har endret fokuset i bedrifters finansielle styring. Formålet med denne masteravhandlingen er å undersøke hvilken virkning finanskrisen har hatt på likviditetsstyringen i fem store norske selskaper, hvor vi håper å kunne trekke noen linjer både på tvers av og innad i bransjer, samt se på det overordnede bildet. Det er derfor avgjørende for oss å komme i kontakt med selskaper i ulike bransjer.

Som vi nevnte innledningsvis ønsker vi å gjøre et komparativt case-studie, hvor vi ved kan gå i dybden på likviditetsstyringen i selskapene og se på effekten finanskrisen har hatt på denne. Etersom vi ønsker å se på og sammenligne flere selskap, er vi derfor ikke ute etter et langvarig, ressurskrevende samarbeid med dere, men vi er kun ute etter 1-2 timer av deres tid, for å utføre et intervju (evt. noen oppfølgings spørsmål per mail eller telefon). På denne måten kan vi tilføre oppgaven vår dybde og gå nærmere inn på effektene finanskrisen har hatt i forhold til utviklingen av likviditetsstyringen i selskapet. Dette vil da, sammen med intervjuene fra de andre selskapene, utgjøre de kvalitative dataene i studiet. Videre vil vi utføre kvantitative undersøkelser hvor vi benytter oss av allerede tilgjengelige årsrapporter.

Vi håper at dette kan være av interesse for dere, og at det er mulig for dere å sette av 1-2 timer til et intervju i løpet av vinteren 2015/2016. Ta gjerne kontakt med oss for mer informasjon, eller for å avtale et eventuelt møte.

Mvh.

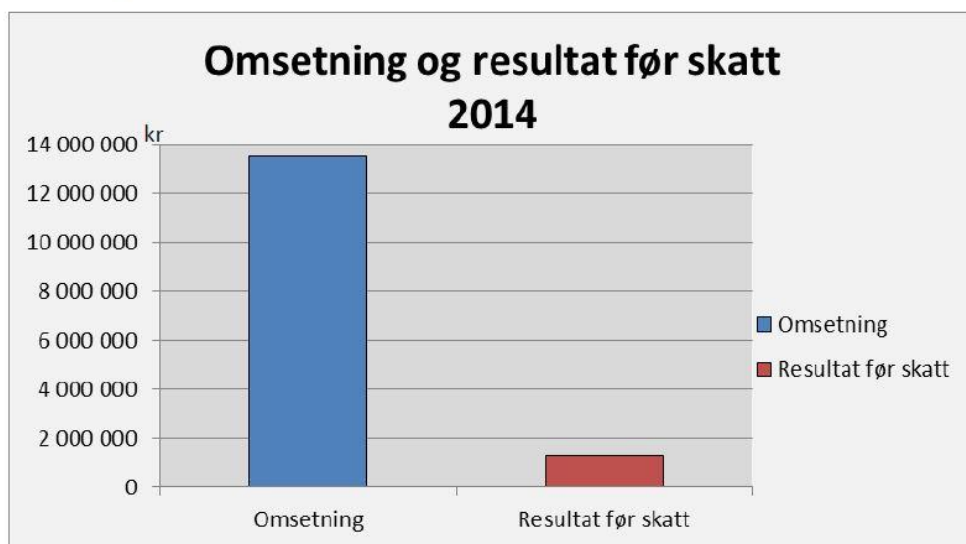
Ilva Bengtson  
Tlf. 47 61 17 73  
Mail: [ilva.bengtson@outlook.com](mailto:ilva.bengtson@outlook.com)

Henriette Raastad Breien  
Tlf. 91 73 68 66  
Mail: [henriette.breien@hotmail.com](mailto:henriette.breien@hotmail.com)



## Økonomisk status og utvikling 2006 - 2014

### Økonomisk status 2014



- Jotun endte med økt omsetning og et sterkt resultat i 2014, tross en utfordrende start på året med turbulente markeder og høyere usikkerhet.



# Økonomisk utvikling 2006-2014



- Jotun har opplevd vekst i hele den studerte perioden, sett bort i fra et lite fall i omsetningen i 2010 men et styrket resultat samme år opprettholder økonomisk styrke
- Jotun opprettholdt vekst tross finanskrisen i 2008. Hele 80 % av Jotuns omsetning kommer fra land utenfor Norge, slik at endringer i valutakurser (spesielt Dollar), har en betydelig innvirkning.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

## Finansiering og Soliditet

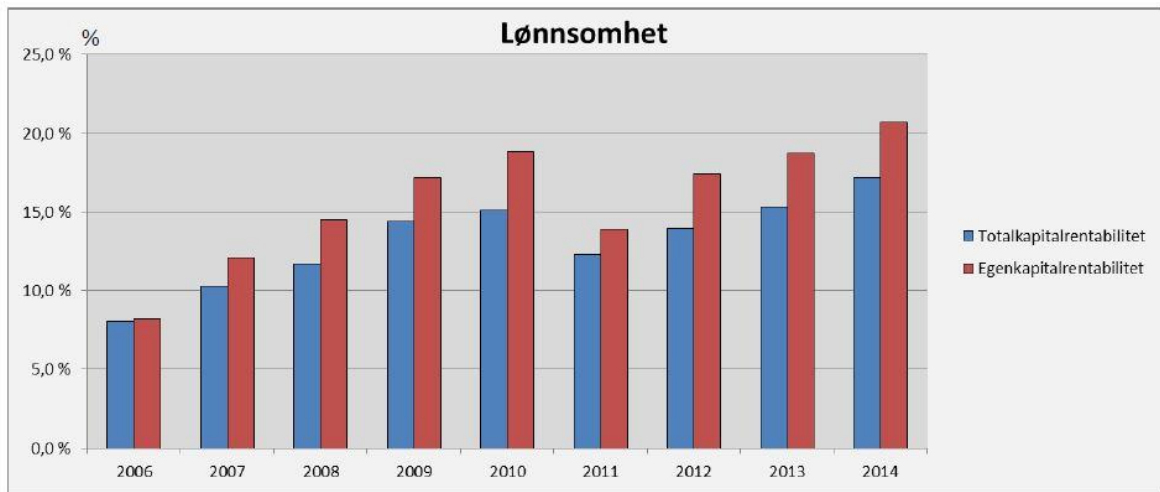


- Egenkapitalen i perioden har holdt seg på stabilt nivå eller økt i hele perioden som studeres. Dermed skyldes fall i egenkapitalandelen desto høyere økning i gjeld.
- Som en følge av Finanskrisen 2008 har alle deler av Jotun forsterket fokus på kredittvurdering
- Solid finansiell stilling i alle årene som studeres, men 2010 skiller seg spesielt ut med særlig sterk egenkapitalandel. \*

\* Har her benyttet nyeste justerte tall og ikke tall fra årsrapport 2010

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

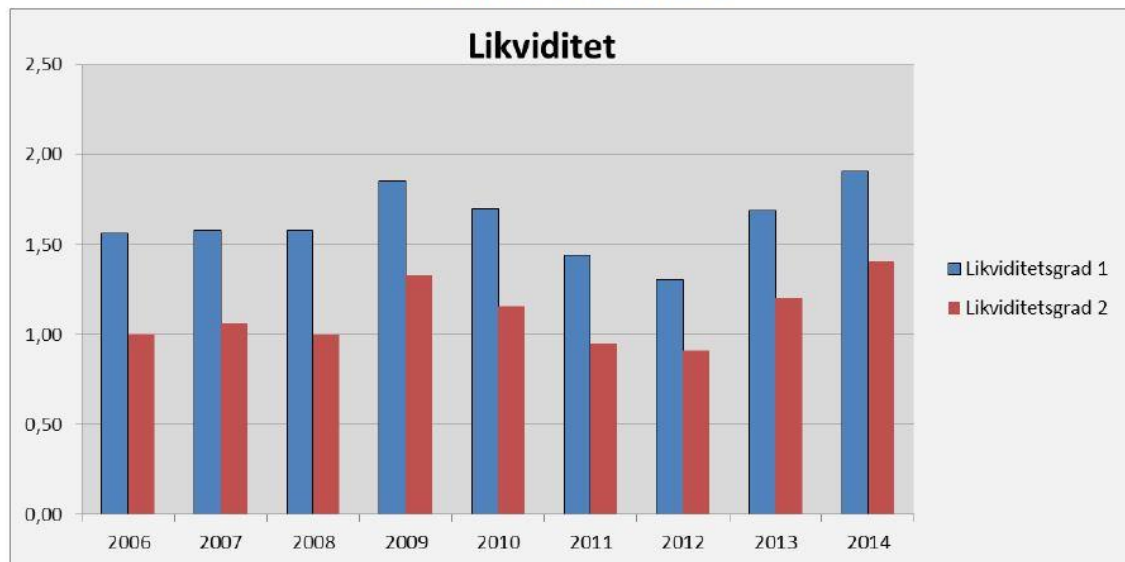
# Lønnsomhet



- Styrket rentabilitet frem til et fall i 2011, hvor Jotun opplevde økte finanskostnader samt svekket driftsresultat.
- Styrket egenkapitalrentabilitet i årene etter 2011 grunnet blant annet reduserte råvarepriser.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

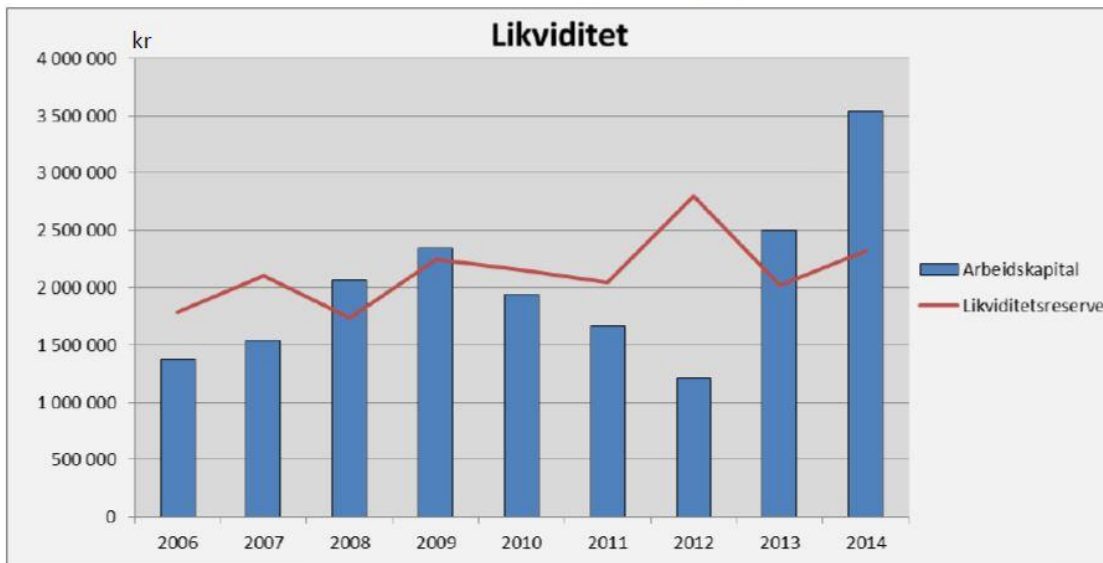
# Likviditet



- Likviditetsgrad 1 er ikke tilfredsstillende noen av årene som studeres, men er nære akseptert nivå i 2009 og 2014. Spesielt imponerende er dette i 2009 hvor Finanskrisen hadde rammet finansmarkedene. Tross dette opprettholdt Jotun nivået på omløpsmidlene (styrket bankinnskudd), og reduserte kortsiktig gjeld.
- Likviditetsgrad 2 er sterkere enn likviditetsgrad 1, noe som viser betydningen av varelageret til Jotun for deres likviditet som i perioden som studeres utgjør mellom 25 og 35 % av omløpsmidlene. Nøkkeltallet er tilfredsstillende i alle år unntatt 2011 og 2012 hvor selskapet økte kortsiktig gjeld.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

# Likviditet



- Økt arbeidskapital i 2009 tross redusert verdi av omløpsmidlene, men desto sterkere reduksjon i kortsiktig gjeld.
- Arbeidskapitalen på laveste nivå for den studerte perioden i 2012 da selskapet opplevde en reduksjon i verdien på omløpsmidlene samt en økning i kortsiktig gjeld.
- Derimot var likviditetsreserven på en topp i 2012, med spesielt høy verdi for ubenyttede kommitterte trekklinjer.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

## Oppsummering

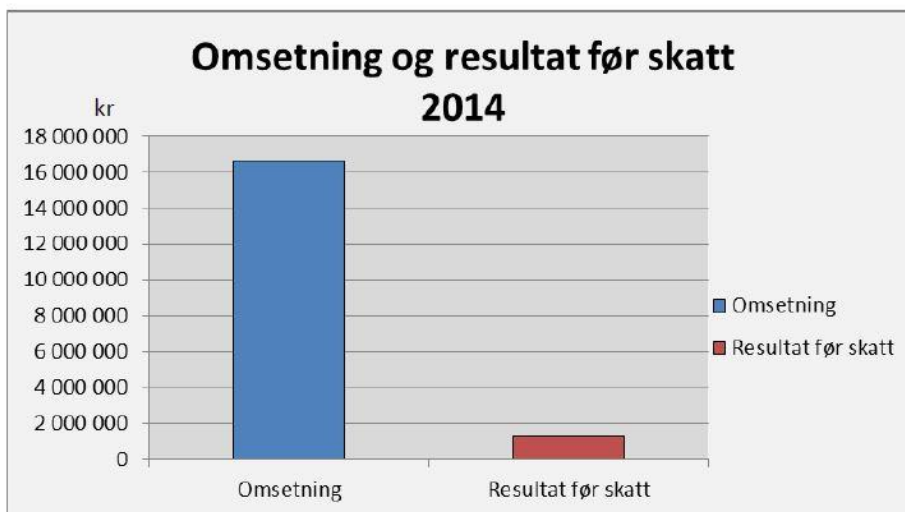
- Sunn vekst i den studerte perioden og med gode resultatmarginer
- Selskapet har en solid finansiell stilling med sterk egenkapitalandel samt gode finansielle avtaler (trekkfasiliteter og langsiktige plasseringer).
- Selskapet har en sunn lønnsomhetsutvikling, men fallet i 2011 viser følsomheten for økte råvarepriser.
- Likvid selskap med generelt i perioden tilfredsstillende likviditetsgrad 2, derimot ikke tilfredsstillt likviditetsgrad 1 men den er nært akseptabelt nivå.
- Stabil likviditetsreserve med positiv utvikling i perioden sammen med styrket arbeidskapital tyder på likvid selskap i posisjon til å utnytte strategiske muligheter. Utviklingen, spesielt i likviditetsreserven, tyder på endret fokus for blant annet kredittvurderinger.
- Jotun opererer internasjonalt og ble dermed påvirket av Finanskrisen 2008 gjennom en rekke makroøkonomiske faktorer som blant annet svingninger i valutakurser, etterspørsel etter råvarer som kobber ol. som benyttes til fremstilling av Jotuns produkter.
- Da selskapet har langsiktige kontrakter og hadde inngått flere i 2008 som ble innfridd i 2009, sikret dette omsetning og volumet for dette året tross finanskrisen, men merket derimot fall i omsetningen i 2010.



# KONGSBERG

## Økonomisk status og utvikling 2006 - 2014

### Økonomisk status 2014



- 2014 var et godt år med god inntjening, vekst i driftsinntektene (økt 1,8 % fra 2013), samt rekordhøy ordreinnfang.
- Økende uro i den sikkerhetspolitiske situasjonen i flere land har ført til økte forsvarsbudsjett, noe som har resultert i økt etterspørsel etter Kongsberg Gruppens kjerneprodukter. Motsatt har segmentet Olje og gass hatt et turbulent år.
- Resultat før skatt er godt, men er noe redusert fra 2013.

# Økonomisk utvikling 2006-2014



- Stabil økning i omsetning, kun 2011 hadde en reduksjon fra foregående år.
- Resultat før skatt på høyeste nivå i 2010, men har vært synkende fra 2010-2014.
- Varierende resultater noe som resulterer i svingninger i marginen slik grafen viser. Kongsberg Gruppen har vært rammet av urolighetene i verdensøkonomien, hvor spesielt Olje og Gass og verftsindustrien har hatt tunge år i løpet av den studerte perioden.
- Sterkest er resultatmarginen i 2007, men får et kraftig fall i finanskrisetiden før den styrker seg i «god-året» 2010 for deretter å reduseres. Toppen i 2007 inneholdt engangsposter relatert til salg av eiendom og overgang til innskuddsbasert pensjon

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

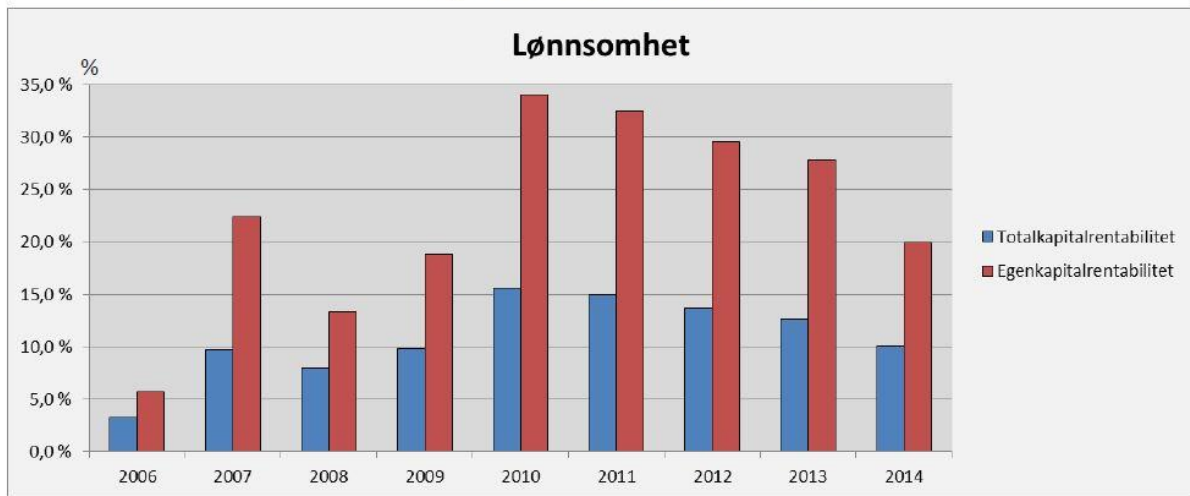
# Finansiering og Soliditet



- Styrket EK i 2007 grunnet sterkt resultat samt engangseffekter knyttet til pensjonsordning og salg av eiendom
- Fall i EK % i 2008 helt ned til kun 15 % som følge av reduksjon i virkelig verdi på valuta terminkontrakter og opsjoner benyttet til prognosesikringer.
- Styrket i 2012, men faller deretter som følge av økt mindreverdi av konsernets valutaportefølje samt endringer i estimert avvik på pensjoner.
- Fall i rentedeckningsgraden spesielt i 2008 grunnet betydelig høyere finanskostnader i kombinasjon med reduserte finansinntekter og driftsresultat. Motsatt er 2010 et sterkt år tross halverte finansinntekter, men derimot sterk vekst i driftsresultat (61 %) og reduksjon i finanskostnadene.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

# Lønnsomhet

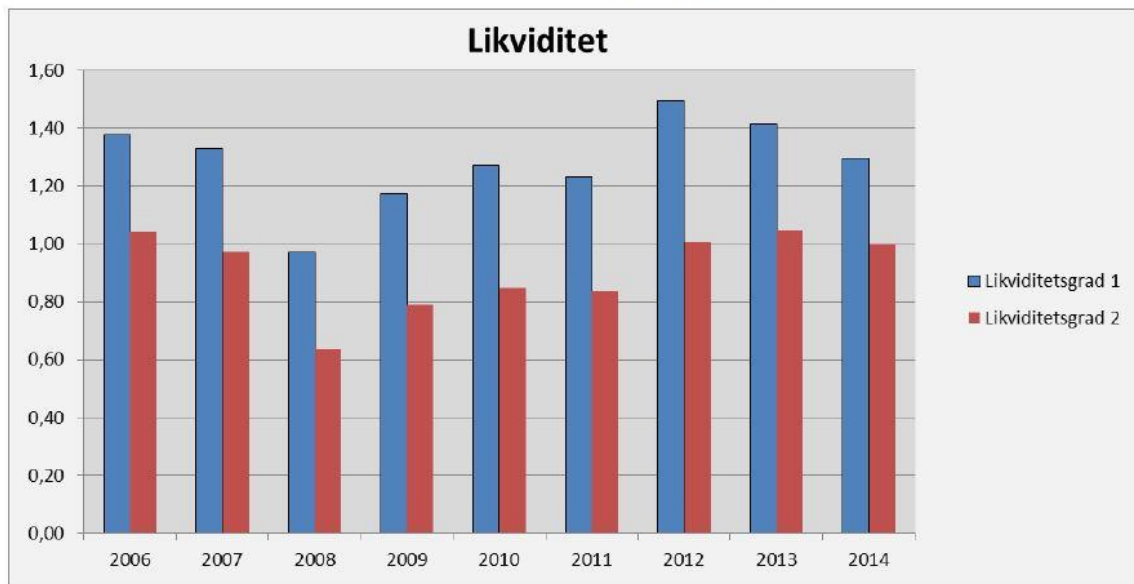


- **Egenkapitalrentabilitet:** Redusert resultat etter skatt i 2008 noe som medfører redusert egenkapitalrentabilitet. Høyest resultat etter skatt i 2010, men har vært svekket i de påfølgende årene.
- **Totalkapitalrentabilitet:** Driftsresultat noe redusert i 2008, høyeste nivå i 2010 men har deretter vært synkende. Finansinntektene var derimot høyest i 2009 og 2014. Egenkapitalen ble redusert i 2008, men totalkapitalen økte, noe som indikerer økning i gjeld.
- Lønnsomheten økt siden 2008 – årsak er internasjonal ekspansjon i Asia og Amerika hvor flere gjennombruddskontrakter ble inngått

\* Rentabilitet: Beregnet med en gjennomsnittlig EK og TK beregnet på de 8 årene som er aktuelle i studien.

Kilde: Årsrapport 2006-2014

# Likviditet



- Omløpsmidlene har vokst hvert år i den studerte perioden, dog svak vekst fra 2008 til 2009
- Varer øker hvert år unntatt fra 2008 til 2009 og 2012/2013
- Kortsiktig gjeld dobles fra 2007 til 2008, men er på høyeste nivå i 2014.
- Likviditetsgrad 1 er ikke tilfredsstillende i hele den studerte perioden
- Likviditetsgrad 2 er tilfredsstillende i perioden før Finanskrisen 2008 og fra og med 2012.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

# Likviditet



- Sterkt fall i arbeidskapitalen fra 2007 til 2008 tross økte omløpsmidler – dette skyldes doubling av kortsiktig gjeld.
- Styrket arbeidskapital i 2012 – redusert kortsiktig gjeld og økte omløpsmidler. Endringene i omløpsmidlene skyldes blant annet høyere kapitalbinding i prosjektene i KM.

Kilde: Årsrapport 2006- 2014

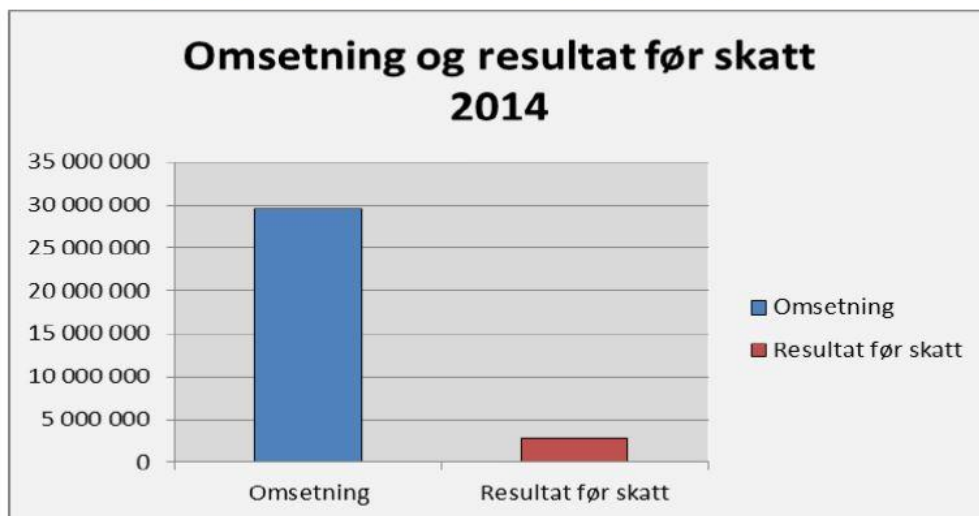
## Oppsummering

- Sunn omsetningsutvikling i perioden som studeres, også under finanskriseperioden
- Resultatet har i perioden vært noe svingene og er i enkelte år spesielt preget av engangshendelser.
- Svekket soliditet i finanskrisen (gikk fra 30 % Egenkapitalandel i 2007 til 15 % i 2008). Spesielt sterkt i 2012 men har i de siste årene blitt noe svekket på grunn av blant annet valutaendringer
- 2010 var et spesielt godt år med vekst, gode resultater og generell positiv utvikling i selskapets nøkkeltall. Året skiller seg ut med høy lønnsomhet og styrket soliditet.
- Kongsberg Gruppen er et solid og lønnsomt selskap, men har ikke tilfredsstillende likviditet



## Økonomisk status og utvikling 2006 - 2014

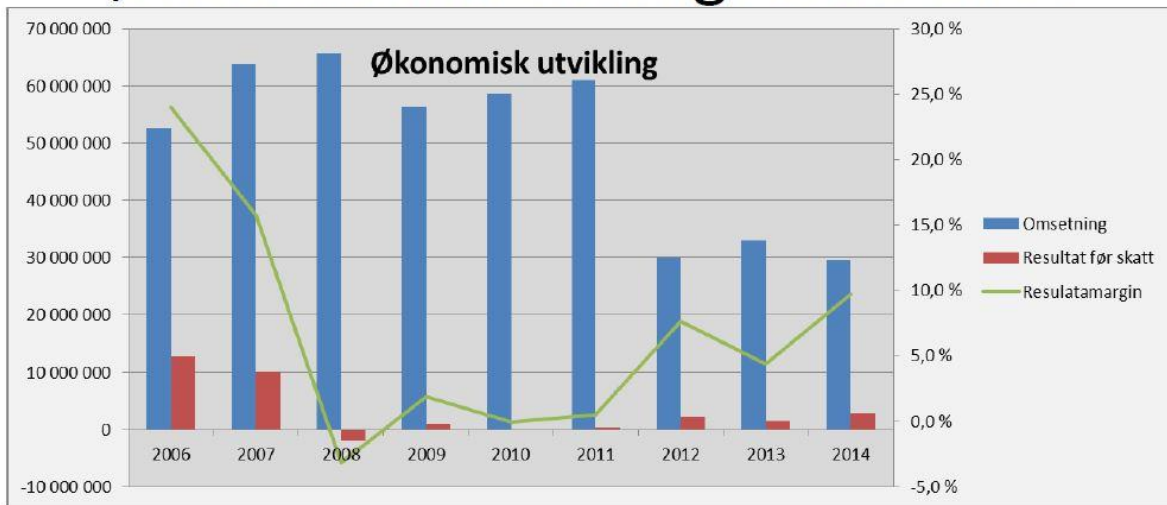
### Økonomisk status 2014



- I 2014 opplevde Orkla økt salg og resultat for merkevareområdet, med organisk vekst, sterke innovasjoner og forbedret drift.
- Selskapets inntekter og resultater bærer preg av strategisk arbeid for å samle Orkla som ett merkevareselskap.



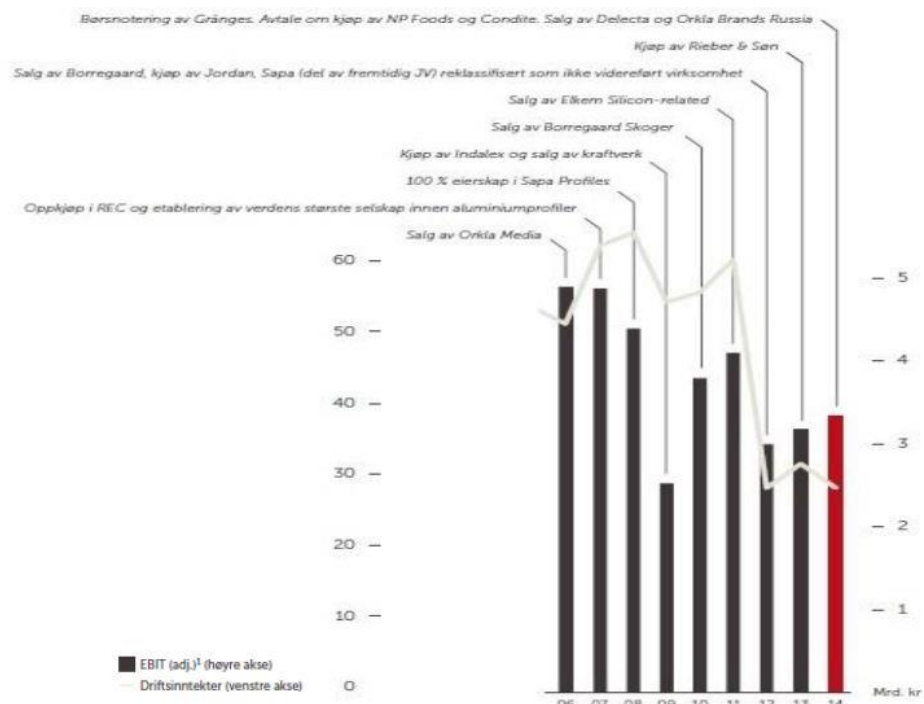
## Økonomisk utvikling 2006-2014



- Kraftig fall i resultat og margin i 2008 som følge av finanskrisen som forplantet seg til realøkonomien med kraftig etterspørselsfall i flere av Orklas markeder. Det negative resultatet forklares primært av betydelige regnskapsmessige nedskrivninger på aksjeporteføljen som følge av fallet i finansmarkedene, samt nedskrivninger av goodwill og anleggsaktiva.
- Orklas forretningsområder ble i tiden rundt finanskrisen i ulik grad påvirket av urolighetene i markedet. Orkla Brands og Jotun opplevde sterke resultater i 2009 mens andre segmenter erfarte meget svake markeder.
- Reduksjon i omsetning i overgang 2011-2012 skyldes trolig salg av Borregaard og andre M&A
- Driftsresultat og marginen økte i 2014 og var i stor grad drevet av underliggende salgsmengder, men også oppkjøpt virksomhet og valutaomregningseffekter bidro positivt.
- Den studerte perioden er preget av urolige markeder for flere av segmentene Orkla opererer innen og betydelige strategiske justeringer med flere M&A har ført til svingninger i omsetning og resultat.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

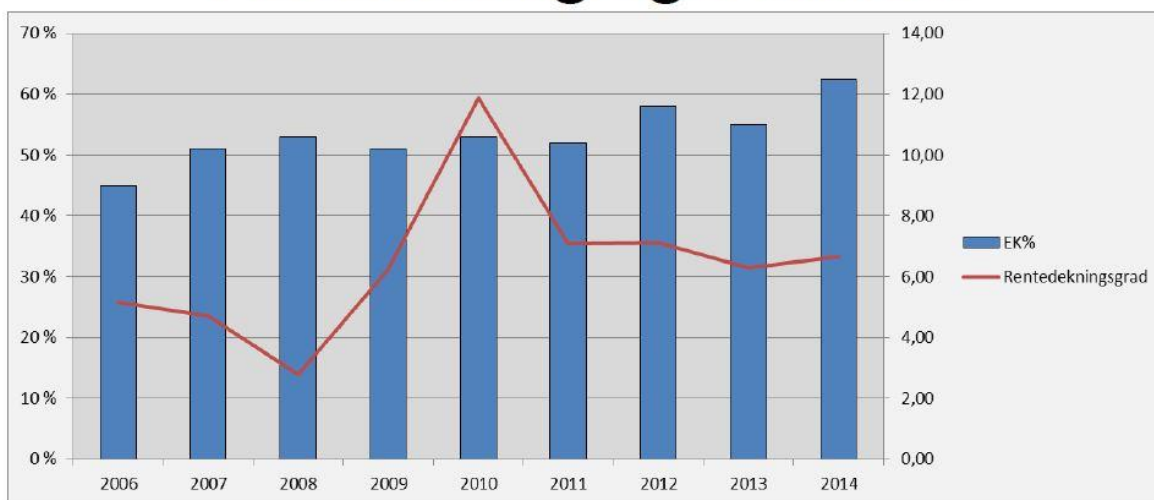
## Økonomisk utvikling 2006-2014



- Illustrerer tydelig hvordan selskapets strategiske salg og oppkjøp for å skape et rendyrket merkevarerelskap påvirker selskapets omsetning og resultat

Kilde: Årsrapport 2014 s.29

## Finansiering og Soliditet

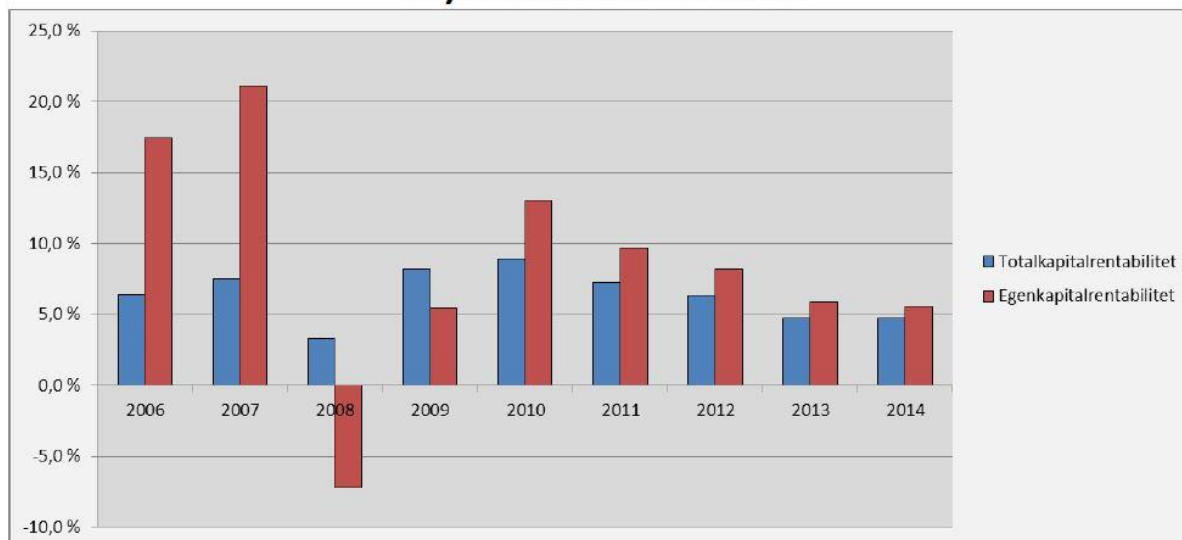


- Stabil egenkapitalandel i den studerte perioden tross flere M&A
- Selskapet har en robust kapitalstruktur og finansiell fleksibilitet til å understøtte de forretningsmessige prioriteringene
- Svingende rentedeckningsgrad, hvor årene 2008- 2010 skiller seg spesielt ut\*

\* Rentedeckningsgrad er her beregnet med finansinntekter inkl. gevinster fra tilknyttede selskap, utbytter ol. Orkla oppgir i sine rapporter høyere rentedeckningsgrader i sine rapporter, for eksempel 10,8 i 2014 mot vår beregning 6,7

Kilde: Årsrapport 2006 – 2014. Benyttet siste rapporterte tall

## Lønnsomhet



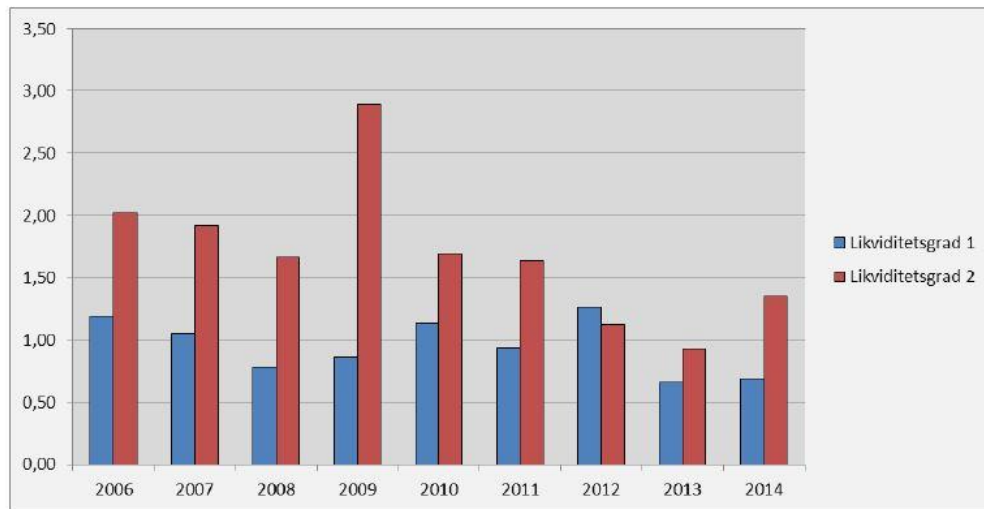
- Jevnere utvikling av totalkapitalrentabilitet i den studerte perioden. Egenkapitalrentabiliteten tydelig sterkest før finanskrisen slo til. 2008 er det desidert svakeste året hva gjelder lønnsomhet.
- **Egenkapitalrentabilitet:** Egenkapitalen er på høyeste nivå i 2007, men reduseres betraktelig i de følgende årene med 2012 som laveste nivå.\* Sterkeste resultater i perioden før finanskrisen, negativt resultat i 2008. 2010 er året med sterkest resultat etter finanskrisen, har i de følgende årene sunket år for år slik grafen illustrerer.
- **Totalkapitalrentabilitet:** Totalkapitalen på høyeste nivå i 2008 tross redusert egenkapital fra 2007, noe som indikerer betydelig økning i gjelden. Totalkapitalen har sunket hvert år siden toppnivået i 2008 og er i 2014 på laveste nivå i den studerte perioden.\* Driftsresultat er på høyeste nivå i 2009 men har også sterke resultater i 2010 og perioden før finanskrisen. Finansinntektene faller betraktelig fra 2007 til 2008. Er på høyeste nivå i 2010 \*\*

\* Rentabilitet: Beregnet med en gjennomsnittlig EK og TK beregnet på de 8 årene som er aktuelle i studien.

\*\* Finansinntekter beregnet inkl. gevinster fra tilknyttede selskap, utbytter ol.

Kilde: Årsrapport 2006-2014.

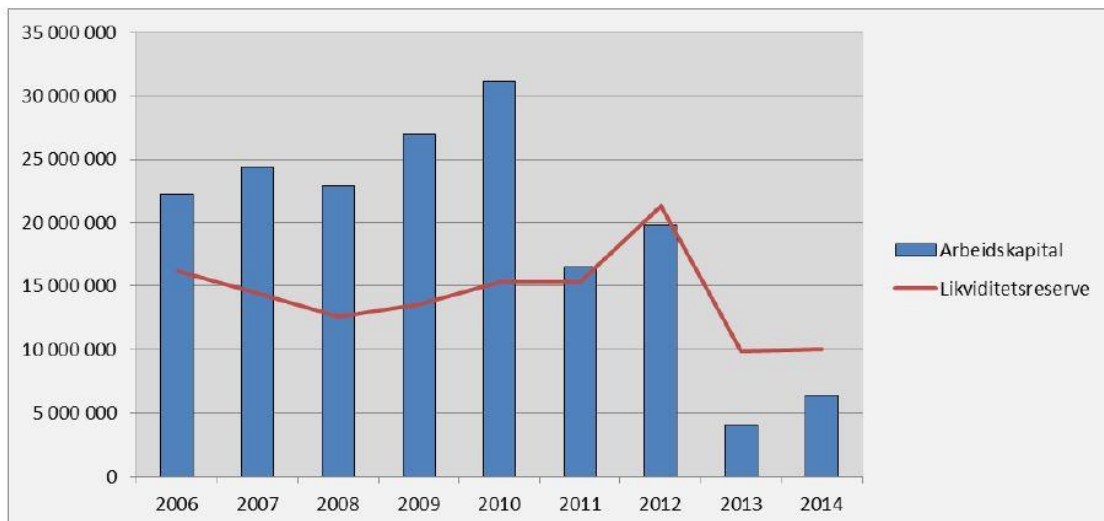
# Likviditet



- Kortsiktig gjeld på høyeste nivå i 2008, kraftig reduksjon til 2009 deretter relativt stabil frem til reduksjon i 2013 og 2014
- Omløpsmidler øker hvert år frem til 2008, men når toppnivået i 2010
- Omløpsmidler (eksl. varer) øker hvert år frem til 2009 for deretter å reduseres de påfølgende årene
- Likviditetsgrad 1 er tilfredsstillt (>2) alle årene unntatt 2013
- Likviditetsgrad 2 er tilfredsstillt (>1) alle årene i den studerte perioden. Spesielt sterk L2 i 2009 skyldes redusert kortsiktig gjeld samtidig som omløpsmidlene har holdt seg stabile, men det er mindre som er bundet opp i varelageret.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

# Likviditet



- Kortsiktig gjeld på høyeste nivå i 2008, men grunnet økte omløpsmidler holdt arbeidskapitalen godt nivå. Fall i arbeidskapitalen fra 2010 til 2011 grunnet reduserte omløpsmidler kombinert med økt gjeld.
- Kraftig fall i omløpsmidler fra 2012 til 2013, tross reduksjon i kortsiktig gjeld i samme periode reduseres arbeidskapitalen markant.
- Orklas likviditetsreserve består primært av ubenyttede langsiktige lånerammer. Kontantreserven var på høyeste nivå i 2012 og sammen med høye lånerammer utgjør dette periodens sterkeste likviditetsreserve.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

# Oppsummering

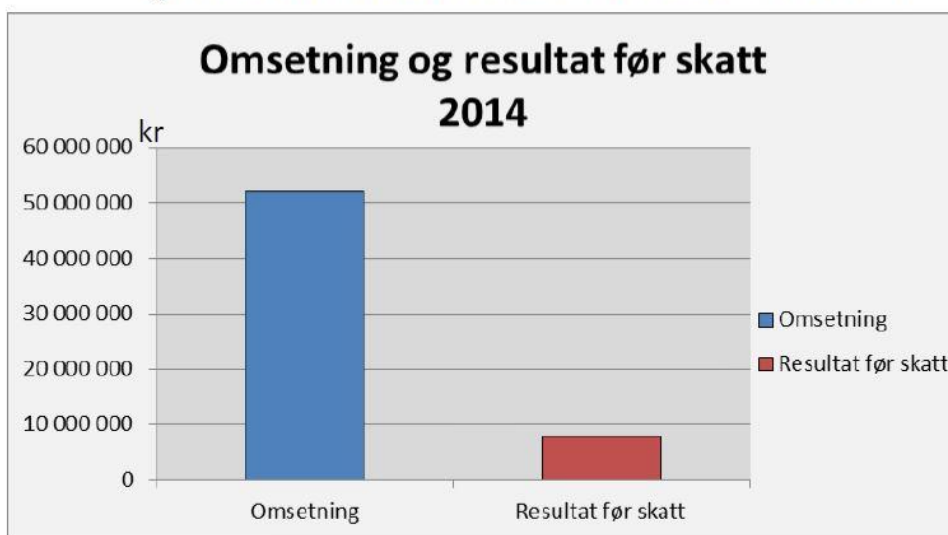
- Orkla har i den studerte perioden arbeidet med å rendyrke konsernet til å bli et merkevareselskap. Dette har medført flere M&A i perioden, som også har påvirket konsernets resultater.
- Totalkapitalen er i 2014 på laveste nivå i den studerte perioden, men dette er også året med høyest egenkapitalandel, noe som indikerer endret kapitalstruktur i perioden.
- Stabil egenkapital i den studerte perioden og selskapet har en robust kapitalstruktur.
- Lønnsomheten tydelig preget av finanskrisen, men totalt sett et lønnsomt selskap
- Tilfredsstillende likviditet tross omstruktureringer og oppkjøp/nedsalg i den studerte perioden.



# Statkraft

## Økonomisk status og utvikling 2006 - 2014

### Økonomisk status 2014



- Omsetningen holdes høy i 2014 og holder stabil vekst fra tidligere år.
- Resultat før skatt er svært tilfredsstillende og har økt med 5,4 mrd. NOK fra 2013 i 2014, tross lave nordiske kraftpriser.

# Økonomisk utvikling 2006-2014



- Omsetningen har økt betraktelig (223 %) fra 2006 til 2014.
- Svingninger i resultat i perioden.
- I perioden som studeres (2006 - 2014) vokste Statkraft gjennom fusjoner og oppkjøp og ble Europas største produsent av fornybar energi.
- Dette var perioden da Statkraft fikk sitt internasjonale gjennombrudd.
- Spesielt utpeker resultatet i 2008 seg. Dette skyldes en betydelig bokført gevinst fra byttehandelen med E.ON AG, samt historisk høye kraftpriser, økt produksjon, effektiv drift og gode resultater fra sikringsaktivitetene. Resultat før skatt justert for avtalen med E.ON AG ville som grafen viser, gitt en mer naturlig utvikling.

Kilde: Årsrapport 2006-2014.

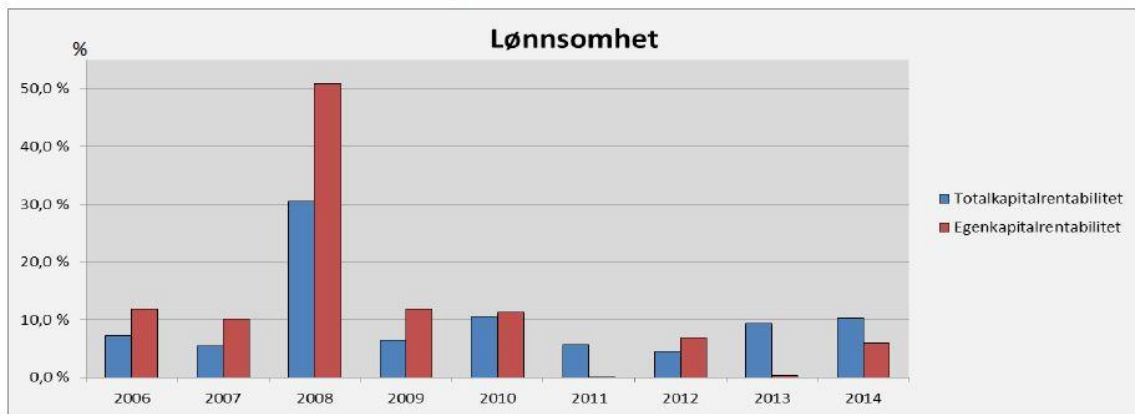
## Finansiering og Soliditet



- Stabil EK %, men stiger i årene 2012-2014 med 24 % som følge av godt resultat fra driften og ny kapital etter bestemmelse fra Stortinget om å styrke Statkrafts EK med 5 mrd. NOK ved å redusere fremtidige utbytter.
- Styrket finansiering i årene 2012 til 2014, noe som bidrar til å kunne realisere Statkrafts strategi om videre vekst innen fornybar energi.
- Rentedekningsgraden er periodevis negativ, noe som indikerer høye finanskostnader.

Kilde: Årsrapport 2006-2014.

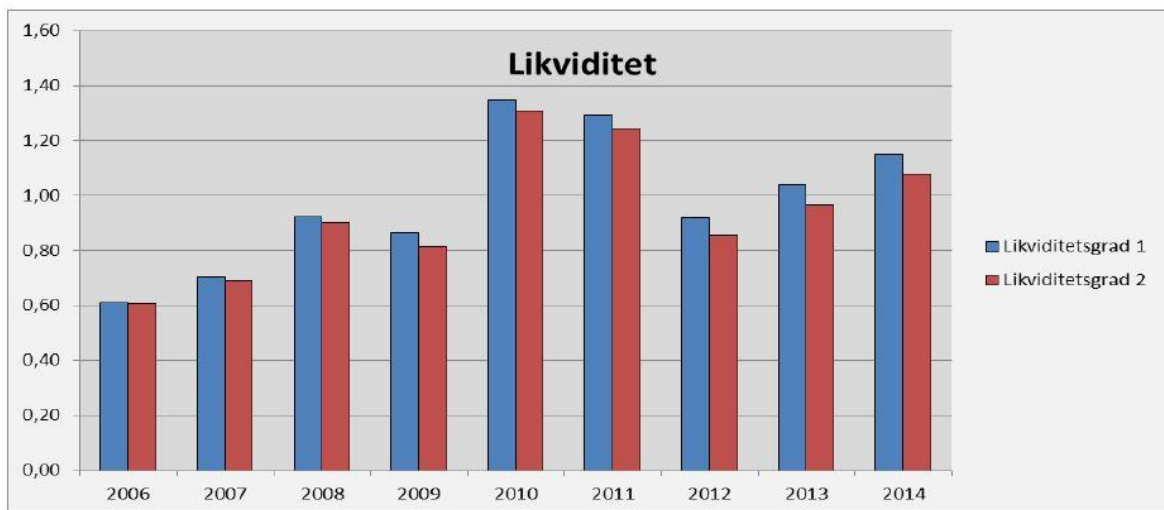
# Lønnsomhet



- Som grafen indikerer er 2008 et spesielt godt år for Statkraft. Dette var året bytteavtalen med E.ON AG ble gjennomført, noe som resulterte i en betydelig bokført gevinst. I tillegg hadde Statkraft dette året sterkt resultat fra underliggende drift.
- **Egenkapitalrentabilitet:** egenkapitalen har økt alle år unntatt 2009, 2011 og 2012, hvor reduksjonen fra 2010 til 2011 er størst. 2011 er også, i tillegg til 2013, året med svakest resultat etter skatt, noe som fremkommer av grafen ved den svake egenkapitalrentabilitet\*.
- **Totalkapitalrentabilitet:** totalkapitalen har økt alle år, unntatt 2011 og 2012. TK øker i 2009, tross lavere EK, noe som betyr en økning i gjeld.

\*Rentabilitet: Beregnet med en gjennomsnittlig EK og TK beregnet på de 8 årene som er aktuelle i studien.  
Kilde: Årsrapport 2006-2014.

# Likviditet



- Kortsiktig gjeld øker hvert år, unntatt 2009 og 2011.
- Omløpsmidler øker hvert år, unntatt 2009, 2011 og 2012.
- Omløpsmidler (eksl. varer) øker hvert år (dobling fra 2008 til 2009), unntatt 2010 og 2011.
- Likviditetsgrad 1 er ikke tilfredsstillende (<2), men er sterkest i 2010.
- Likviditetsgrad 2 er tilfredsstillende (>1) i årene 2010, 2011 og 2014.

Kilde: Årsrapport 2006-2014.

# Likviditet



- Kortsiktig gjeld øker hvert år, unntatt 2009 og 2011. Omløpsmidler øker hvert år unntatt 2009, 2011 og 2012.
- Byttehandelen med E.ON AG og konsolideringen med SN Power i 2008 medførte økt egenkapital, men ingen særlig ny tilførsel av likviditet.
- I 2010 styrket Statkraft likviditetsreserven kraftig i form av betydelig økning i bankinnskudd, kontanter ol. Dette skyldes i hovedsak realiserte valutagevinster samt at selskapet fikk tilført 14 mrd. NOK som aksjeinnskudd fra eier. Dette medførte en sterk økning i omløpsmidlene (høyeste verdi i studert periode), og gir derfor høy arbeidskapital, tross økning i kortsiktig gjeld i 2010. Nivået holdes også høyt i 2011 grunnet reduksjon i kortsiktig gjeld.

Kilde: Årsrapport 2006-2014.

## Oppsummering

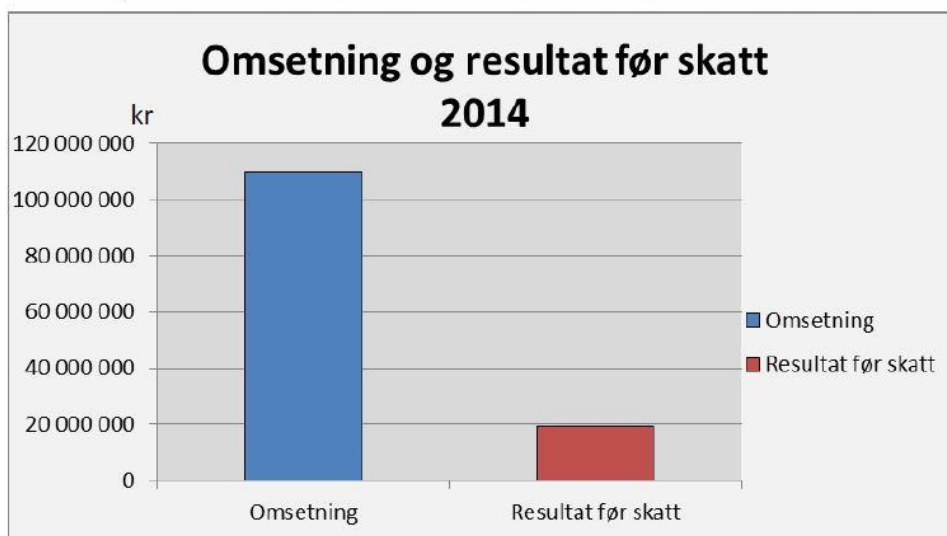
- Solid vekst i omsetning, også gjennom finanskrisen. Omsetningen øker med 223 % i løpet av de 8 årene som studeres.
- Sterke resultater på tross av fall i kraftprisene som følge av finanskrisen.
- Svakeste resultater i årene 2011 og 2013.
- Solid selskap.
- Betydelig styrket likviditet i årene etter finanskrisen 2008.





## Økonomisk status og utvikling 2006 - 2014

### Økonomisk status 2014



- I 2014 opplevde Telenor vekst og solide økonomiske resultater
- Resultatene i 2014 bekrefter selskapets posisjon som ett av Europas raskest voksende telekommunikasjonsselskaper, med en organisk inntektsvekst på 3 % for året. Veksten var et resultat av den sterke utviklingen i den norske virksomheten, forbedret vekst i India og en fortsatt positiv utvikling i Bangladesh og Malaysia.

## Vedlegg 2 Dokumentdataanalyse

# Økonomisk utvikling 2006-2014



- Redusert resultat i 2009 som følge av vanskelige forretningsmarkeder i finanskrisen. I tillegg kan innføringen av sektorspesifikke skatter og avgifter i flere av landene der Telenorkonsernet opererer, ha hatt en negativ innvirkning. Derimot svak økning i omsetning som hovedsakelig skyldes positive valutaeffekter på grunn av den svekkede norske kronen.
- 2010 var et år med sterke resultater som blant annet kommer av Telenors sterke satsing på markedstilnærming i India.
- I 2011 merket selskapet sterk organisk inntekstvekst tross turbulens i den globale økonomien, som følge av sterk kundevekst i Asia og økt etterspørsel etter datatjenester. Resultatet falt fra 2010 grunnet blant annet nedskrivning av goodwill og lisenser i Uninor.
- Bildet endret fra 2012 og selskapet har opplevd stabil vekst i både resultat og omsetning siden 2012.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

## Finansiering og Soliditet

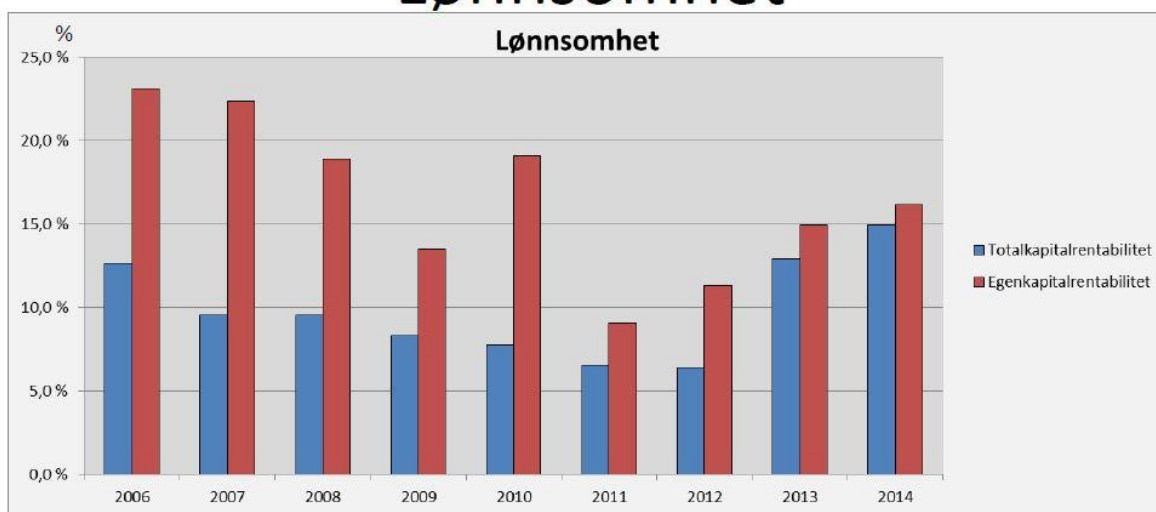


- Egenkapitalandelen var på sitt høyeste i 2010, hvor den utgjorde hele 55,7%. Økningen fra 2009 skyldes en økning i balanseført verdi av tilknyttede selskap som følge av at Kyivstar ble skutt inn i VilmpelCom Ltd.
- Egenkapitalandelen reduseres i årene etter 2010. Dette skyldes at Telenor ASA foretar tilbakekjøp av egne aksjer med det formål å slette aksjer gjennom reduksjon av aksjekapitalen for å opprettholde eierandelen.
- Rentedeckningsgraden falt fra 2007 til 2008 tross økt driftsresultat, som følge av en halvering av finansinntektene samt en økning i finanskostnadene. Nøkkeltallet er i hele den studerte perioden tilfredsstillende, men styrkes kraftig i 2013 og 2014 grunnet økt driftsresultat samt reduserte finanskostnader.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

## Vedlegg 2 Dokumentdataanalyse

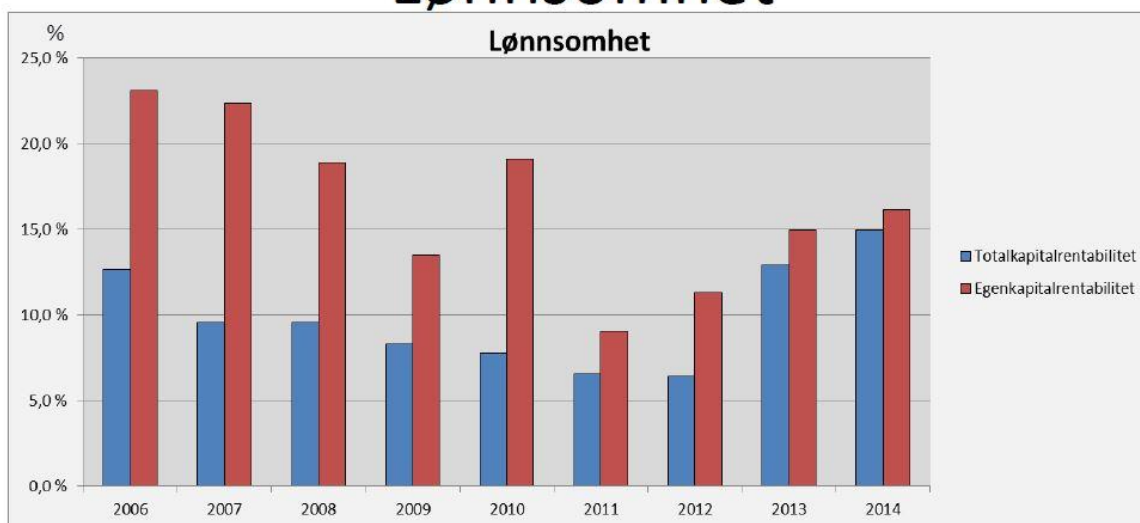
# Lønnsomhet



- Selskapets rentabilitet danner en u-formatet kurve sett bort ifra egenkapitalrentabiliteten som har en økning i 2010. I den studerte perioden er Totalkapitalrentabiliteten på sitt høyeste nivå i 2014, mens egenkapitalen derimot er på høyeste nivå i 2006.
- **Egenkapitalrentabiliteten** Egenkapitalen økte frem til 2008, men opplevde et fall til 2009 for så å øke kraftig i 2010. Faller de følgende årene og er i 2014 nesten nede på 2006-nivå. Svakere resultater i 2009, 2011 og 2012. 2010 har redusert driftsresultat men derimot et sterkt resultat før skatt hovedsakelig grunnet gevinst på 6,5 milliarder kroner i forbindelse med at Kyivstar ble skutt inn i det nye foretaket VimpelCom Ltd.

\*Rentabilitet: Beregnet med en gjennomsnittlig EK og TK beregnet på de 8 årene som er aktuelle i studien.  
Kilde: Årsrapport 2006-2014.

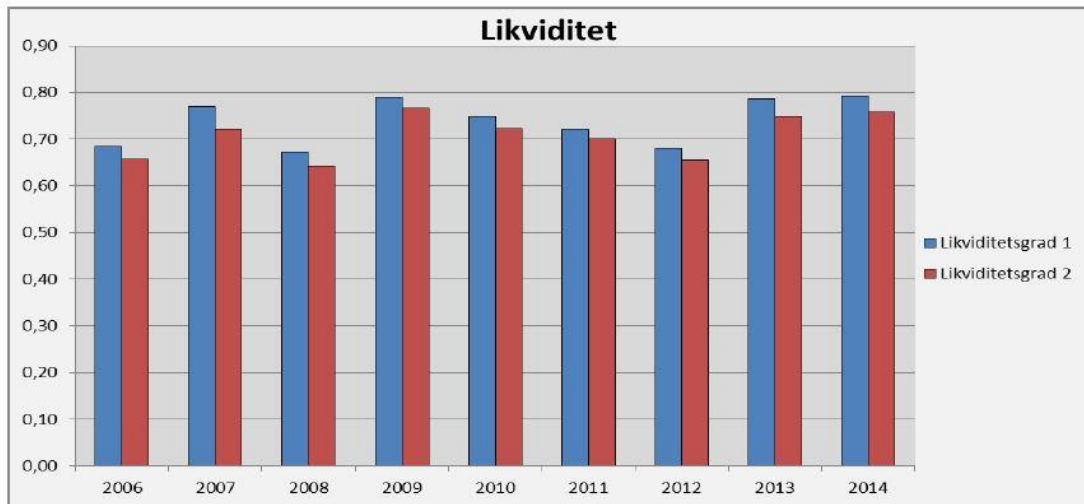
# Lønnsomhet



- **Totalkapitalrentabilitet** Totalkapitalen økte frem til 2008, men opplevde et fall i 2009 grunnet redusert EK og en desto større reduksjon i gjelden. 2010 styrkes totalkapitalen tross redusert gjeld, med en kraftig økning i EK. Øker fra og med 2012 hovedsakelig grunnet økt gjeld. Driftsresultatet økte til 2008 men falt i 2009 grunnet tapskontrakter, tap ved avgang av eiendeler, nedbemanningkostnader og økte avskrivninger. Driftsresultatet fortsatte å synke og var på laveste nivå i 2012 hvor det var ytterligere redusert grunnet nedskrivninger av goodwill, lisenser flere steder, samt nedskrivninger av driftsmidler i Uninor. Driftsresultatet ble kraftig styrket i 2013 og fortsatte vekst i 2014 grunnet diverse utviklingstiltak

\*Rentabilitet: Beregnet med en gjennomsnittlig EK og TK beregnet på de 8 årene som er aktuelle i studien.  
Kilde: Årsrapport 2006-2014.

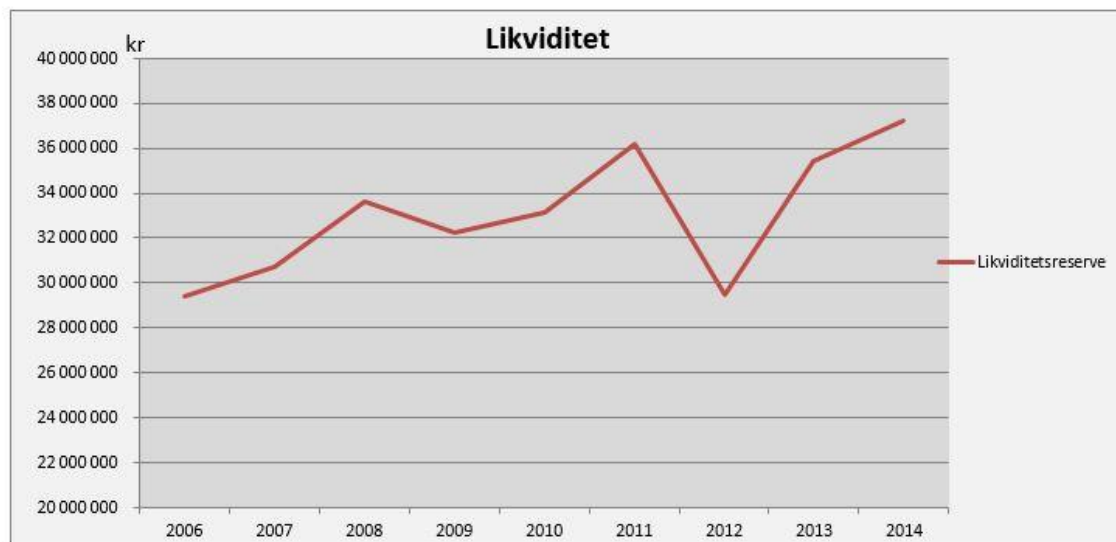
# Likviditet



- Kortsiktig gjeld øker hvert år, unntatt 2009 og 2012.
- Omløpsmidler øker hvert år, unntatt 2009 og 2012.
- Omløpsmidler (eksl. varer) øker hvert år unntatt 2009 og 2012.
- Likviditetsgrad 1 er ikke tilfredsstillende (<2), men er sterkest i 2009, 2013 og 2014.
- Likviditetsgrad 2 er ikke tilfredsstillt (<1), men er sterkest i 2009

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

# Likviditet



- Kortsiktig gjeld øker hvert år, unntatt 2009 og 2012. Omløpsmidler øker hvert år unntatt 2009 og 2012.
- Kortsiktig gjeld utgjør derimot større andel enn omløpsmidler, noe som resulterer i negativ arbeidskapital.
- Telenor styrker likviditetsreserven hvert år, unntatt en liten reduksjon i 2009 og en reduksjon i 2012. Ubenyttede kommitterte kredittlinjer utgjør hoveddelen av likviditetsreserven, men økningen i reserven har gjennom årene hovedsakelig forekommet i form av kontanter og kontantekvivalenter.
- Selskapet har en diversifisert gruppe av finansieringskilder, hvor de nevnte trekkfasilitetene står i Euro.

Kilde: Årsrapport 2006 - 2014

# Oppsummering

- Vekst i omsetning i den studerte perioden. Opprettholdt inntektsnivå også under finanskrisetid. Omsetningen øker med 20 % i løpet av de 8 årene som studeres.
- Sterke resultater og svært gode resultatmarginer hele den studerte perioden, tross finanskrise, dog noe svakere i 2009 og 2012.
- Et lønnsomt og meget solid selskap.

# Informasjon om deltakelse i forskningsprosjektet

## *Likviditetsstyring i norske selskaper*

### **Bakgrunn og formål**

Dette prosjektet er en del av et masterstudie ved Høgskolen i Sørøst-Norge, campus Ringerike. Fokuset i avhandlingen er norske selskapers finansstrategi, med særskilt vekt på likviditetsstyring. Formålet med studien er å avdekke hvilke tilpasninger som ble gjennomført av strategi i etterkant av finanskrisen. På bakgrunn av dette har vi utviklet problemstillingen:

*Hvordan har fokuset på likviditetsstyring endret seg som følge av finanskrisen?*

Utvalget består av fem store, norske selskaper. Selskapene danner grunnlag for sammenligning, og tilhører ulike bransjer for å skape bredde i studien. Ved å studere selskapenes finansstrategi, med fokus på likviditet, fra 2006 til 2014 vil vi kunne trekke noen generelle linjer for hvordan finanskrisen i 2008 har påvirket fokuset på likviditetsstyringen hos selskaper i det norske næringslivet.

### **Hva innebærer deltakelse i studien?**

Datainnsamlingen til prosjektet foregår ved bruk av intervju som metode. Intervjuet vil ta ca. 1 time. Spørsmålene i intervjuet vil omhandle selskapets finansstrategi, da med spesielt fokus på likviditetsstyring, og selskapets erfaringer rundt finanskrisens påvirkning på likviditetsstyringen. Intervjuene vil bli tatt opp på bånd og skrevet ned, og oppbevart inntil studien er over.

### **Hva skjer med informasjonen om deg?**

Alle personopplysninger vil bli behandlet konfidensielt. Det er kun studentene (Ilva Bengtson og Henriette Breien) og veileder (Øystein Stephansen) som vil ha tilgang til datamaterialet.

Prosjektet skal etter planen avsluttes 01.05.2016. Navneliste og intervjuer vil bli oppbevart hver for seg og data vil bli slettet etter at studien er over. Navnet på selskapet samt sitater fra intervjuet vil bli benyttet i publikasjonen.

### **Frivillig deltakelse**

Det er frivillig å delta i studien, og du kan når som helst trekke ditt samtykke uten å oppgi noen grunn. Dersom du trekker deg, vil alle opplysninger om deg bli anonymisert.

Dersom du har spørsmål til studien, ta kontakt med student Ilva Bengtson/476 11 773, student Henriette Breien/917 36 866 eller veileder Øystein Stephansen/241 69 069.

Studien er meldt til Personvernombudet for forskning, Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS.

Jeg har mottatt informasjon om studien, og er villig til å delta.

---

(Signert av prosjektdeltaker, dato)

## Vedlegg 4 Intervjuguide

### Formalia

|                           |  |
|---------------------------|--|
| <b>Intervjuobjekt nr.</b> |  |
| <b>Avdeling</b>           |  |
| <b>Stilling</b>           |  |
| <b>Dato</b>               |  |
| <b>Tidspunkt</b>          |  |

Skjemaet «informasjon om deltakelse i forskningsprosjektet» (vedlegg 3) gjennomgås. Informanten underskriver og gir sitt samtykke. Studiens bakgrunn og innhold oppsummeres.

### Informantens og selskapets bakgrunn

| Spørsmål   | Notater       |
|--|---------------|
| Fortell litt om deg selv? Navn, alder, utdanning, stilling osv.  |               |
| Vi har fått et inntrykk av deres selskap gjennom årsrapportene, men kan du fortelle kort om hvem dere er?                            |               |
| Ettersom fokuset vårt er på de siste 8 årene, vil du fortelle oss litt om den økonomiske utviklingen til selskapet i denne perioden? | <b>Graf 2</b> |

### Finansstrategi

| Stikkord                  | Spørsmål   | Notater |
|---------------------------|--|---------|
| <b>Finansiell styring</b> | Fortell om bedriftens finansielle styring, med fokus på hvordan dere vektlegger lønnsomhet, likviditet og finansiering/soliditet? <ul style="list-style-type: none"><li>• Fortell om utviklingen til den finansielle styringen (har det endret seg i perioden vi ser på?)</li><li>• Hvordan styres dette ut i organisasjonen (følger datterselskap, tilknyttede selskap, avdeling osv. dette?)</li><li>• Har dere egne team/avdelinger for hver av disse områdene?</li></ul> |         |
| <b>Lønnsomhet</b>         | Fortell om bedriftens lønnsomhetsutvikling som del av finansstrategien de siste 8 årene? (Påvirkning av tilknyttede selskap osv.)  |         |
| <b>Graf 4</b>             |  |         |
| <b>Lønnsomhet bransje</b> | Fortell om selskapets lønnsomhet sett i forhold til bransjen/ konkurrentene  |         |

## Vedlegg 4 Intervjuguide

|  |  |  |
|--|--|--|
| <p><b>Finansiering/<br/>soliditet</b></p> <p><b>Graf 3</b></p> | <p>Fortell om selskapets finansiering/soliditet som en del av finansstrategien de siste 8 årene.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Egenkapitalandelen 2006 kontra 2014, hvordan er strategien for dette?</li> <li>• Forklar hvordan bankforbindelsene deres er, og hvordan disse har utviklet seg de siste 8 årene.<br/>Tilgang på langsiktig/kortsiktig finansiering – endring i gjeldssammensetning</li> <li>• Rente på fremmedkapital?</li> <li>• Har dere rentebinding? Hvordan opplever dere at bankene stiller opp for dere?</li> <li>• Hvordan er bedriftens evne til å tåle tap?</li> </ul> |  |
| <p><b>Finanskrisen<br/>Finansstrategi</b></p>                  | <p>På hvilken måte har finanskrisen påvirket selskapets finansstrategi?<br/><i>Oppfølgende:</i><br/>Hvordan har fokuset endret seg?</p>  |  |
| <p><b>Andre forhold</b></p>                                    | <p>Er det andre forhold som har påvirket finansstrategien?</p>   |  |

### Likviditetsstyring

| Stikkord   | Spørsmål  | Notater |
|--|---|---------|
| <p><b>LS</b></p>   | <p>Hva er din forståelse av begrepet likviditetsstyring?</p>  |         |
| <p><b>LS/rolle</b></p>                                     | <p>Hvilken rolle har likviditetsstyring i selskapets finansielle styring?</p>   |         |
| <p><b>LS<br/>Graf 5 &amp; 6</b></p>                        | <p>Fortell om likviditetsstyringen i deres bedrift?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Fortell om prosessen deres for utarbeidelse av likviditetsbudsjettet?<br/>Prognoser?</li> <li>• Hvordan håndterer dere overskuddslikviditet? (plassering, investering, tap, ekspansjon)</li> </ul>   |         |
| <p><b>Likviditet,<br/>utvikling<br/>Graf 5 &amp; 6</b></p> | <p>Fortell om bedriftens likviditetsutvikling som del av finansstrategien de siste 8 årene?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hvordan vurderer dere L1 og L2?<br/>Bransje? Tommelfingerregel?</li> <li>• Forklar hvorfor arbeidskapitalen er negativ (i noen perioder).</li> <li>• Er det noen god forklaring på hvorfor dere har en sånn situasjon? (Tilknyttede selskaper)</li> <li>• Hvordan vurderer/håndterer dere likviditetsrisiko</li> </ul> |         |



## Vedlegg 4 Intervjuguide

|                      |  |  |
|----------------------|--|--|
| <b>Trekklimit</b>    | I forhold til tilgjengelig kapital, hva er tankene deres rundt trekklimitene og kassekreditten? <ul style="list-style-type: none"><li>• Hvordan har dette endret seg i perioden?</li></ul> |  |
| <b>Bransje</b>       | Hvordan påvirker bransjetilhørigheten likviditetsstyringen?  |  |
| <b>Beste praksis</b> | Har dere noen tanker angående beste praksis når det gjelder likviditetsstyringen – er det andre selskaper dere mener har en god policy når det gjelder dette?                              |  |

### Finanskrisen 2008: hvilken innvirkning hadde finanskrisen på selskapets finansstrategi, da med fokus på likviditetsstyringen?

| Stikkord                        | Spørsmål  | Notater |
|---------------------------------|---|---------|
| <b>Finanskrisens påvirkning</b> | Jens Stoltenberg sa til DN i 2009 at « <i>finanskrisen var en lenge varslet krise som kom overraskende</i> ». På hvilken måte påvirket finanskrisen i 2008 deres bedrift? |         |
| <b>Endring tid og ressurser</b> | Har du inntrykk av at det har skjedd en endring med tanke på hvor mye ressurser og tidsbruk som brukes på likviditetsstyringen nå, kontra tiden før finanskrisen?         |         |
| <b>Bransje</b>                  | Hvordan ble dere rammet av finanskrisen sammenlignet med resten av bransjen/konkurrentene?  |         |
| <b>Risiko</b>                   | Hvordan har risikovurderingen blitt påvirket av krisen?   |         |

### Avsluttende spørsmål

| Spørsmål  | Notater |
|---|---------|
| Har vi forstått dette riktig? (oppsummere vårt inntrykk)  |         |
| Dersom vi har spørsmål notert ned underveis i intervjuet, spør vi om disse nå   |         |
| Er det noe du vi legge til i forhold til det vi har snakket om?   |         |
| Dersom vi har flere spørsmål vi kommer på etter at intervjuet er ferdig, er det mulig å kontakte deg via telefon, mail eller lignende for å få besvart disse spørsmålene? |         |

Vedlegg 5 Oversikt over dimensjoner intervjudataanalyse

| Forskningsspørsmål  | Dimensjon 1   | Dimensjon 2   | Dimensjon 3   |  |
|---|---|---|---|--|
| Kjennetegn ved likviditetsstyringen før og etter finanskrisen | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsstyring som en del av finansstrategien</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsstyringens rolle</li> <li>Målet med likviditetsstyringen</li> </ul>   |   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsstyring som prosess</li> </ul>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Prognoser</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Fremgangsmåte</li> <li>Konsernets kontroll</li> <li>Best practice</li> </ul>   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Plassering av kapital</li> </ul>                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>M&amp;A/investering i anleggsmidler</li> <li>Finansiell plassering</li> </ul>  |   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Finansiering - anskaffelse av kapital</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Intern</li> <li>Ekstern</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Egenkapital</li> <li>Cashpool</li> <li>Kredittfasiliteter</li> <li>Kapitalmarkeder</li> <li>Kredittrating</li> </ul> |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Bankrelasjon</li> </ul>                                      |   |   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsprofil</li> </ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kontantstrøm</li> </ul>  |   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Risikohåndtering</li> </ul>                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsrisiko</li> <li>Refinansieringsrisiko</li> <li>Motpartsrisiko</li> <li>Valutarisiko</li> </ul>                              |   |  |
|   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Likviditetsvurdering</li> </ul>                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>Arbeidskapital</li> <li>Likviditetsreserven</li> <li>I forhold til bransje</li> </ul>  |   |  |
|   |   |   |   |  |
|   |   |   |   |  |
|   |   |   |   |  |
|   | Oppsummering  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Hvordan har fokus på likviditetsstyringen endret seg etter finanskrisen i 2008?</li> </ul>   |   |  |
|   | Annet   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Andre forklaringer på krisens påvirkning på selskapet</li> </ul>   |   |  |
|   |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Andre forklaringer til endringer i likviditetsstørrelser (og andre relevante tall som viser økonomisk utvikling i perioden)</li> </ul> |   |  |

## Vedlegg 6 Kvittering fra Personvernombudet

### Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS

NORWEGIAN SOCIAL SCIENCE DATA SERVICES



Harald Hårfagres gate 29  
N-5007 Bergen  
Norway  
Tel: +47-55 58 21 17  
Fax: +47-55 58 96 50  
nsd@nsd.uib.no  
www.nsd.uib.no  
Org.nr. 985 321 884

Dag Øyvind Madsen

Institutt for strategi og økonomi Høgskolen i Buskerud og Vestfold

Postboks 164 Sentrum

3502 HØNEFOSS

Vår dato: 02.02.2016

Vår ref: 46552 / 3 / STM

Deres dato:

Deres ref:

#### TILBAKEMELDING PÅ MELDING OM BEHANDLING AV PERSONOPPLYSNINGER

Vi viser til melding om behandling av personopplysninger, mottatt 11.01.2016. Meldingen gjelder prosjektet:

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 46552                       | <i>Likviditetsstyring i norske selskaper</i>                      |
| <i>Behandlingsansvarlig</i> | <i>Høgskolen i Sørøst-Norge, ved institusjonens øverste leder</i> |
| <i>Daglig ansvarlig</i>     | <i>Dag Øyvind Madsen</i>  |
| <i>Student</i>              | <i>Henriette Breien</i>   |

Personvernombudet har vurdert prosjektet og finner at behandlingen av personopplysninger er meldepliktig i henhold til personopplysningsloven § 31. Behandlingen tilfredsstiller kravene i personopplysningsloven.

Personvernombudets vurdering forutsetter at prosjektet gjennomføres i tråd med opplysningene gitt i meldeskjemaet, korrespondanse med ombudet, ombudets kommentarer samt personopplysningsloven og helseregisterloven med forskrifter. Behandlingen av personopplysninger kan settes i gang.

Det gjøres oppmerksom på at det skal gis ny melding dersom behandlingen endres i forhold til de opplysninger som ligger til grunn for personvernombudets vurdering. Endringsmeldinger gis via et eget skjema, <http://www.nsd.uib.no/personvern/meldeplikt/skjema.html>. Det skal også gis melding etter tre år dersom prosjektet fortsatt pågår. Meldinger skal skje skriftlig til ombudet.

Personvernombudet har lagt ut opplysninger om prosjektet i en offentlig database, <http://pvo.nsd.no/prosjekt>.

Personvernombudet vil ved prosjektets avslutning, 01.05.2016, rette en henvendelse angående status for behandlingen av personopplysninger.

Vennlig hilsen

Katrine Utaaker Segadal

Siri Tenden Myklebust

Kontaktperson: Siri Tenden Myklebust tlf: 55 58 22 68

Vedlegg: Prosjektvurdering

*Dokumentet er elektronisk produsert og godkjent ved NSDs rutiner for elektronisk godkjenning.*

*Avdelingskontorer / District Offices:*

*OSLO:* NSD, Universitetet i Oslo, Postboks 1055 Blindern, 0316 Oslo. Tel: +47-22 85 52 11. nsd@uio.no

*TRONDHEIM:* NSD, Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet, 7491 Trondheim. Tel: +47-73 59 19 07. kyrre.svarva@svt.ntnu.no

*TROMSØ:* NSD, SVF, Universitetet i Tromsø, 9037 Tromsø. Tel: +47-77 64 43 36. nsdmaa@sv.uit.no

## Personvernombudet for forskning



### Prosjektvurdering - Kommentar

---

Prosjektnr: 46552

Utvalget informeres skriftlig om prosjektet og samtykker til deltakelse. Informasjonsskrivet er i hovedsak godt utformet.

Det oppgis i meldeskjemaet at personopplysninger skal publiseres. I samtykkeskrivet oppgis det at det kun skal publiseres navn på bedrift. Personvernombudet finner det imidlertid sannsynlig at også personer vil kunne gjenkjennes direkte/indirekte i publikasjon. Vi legger i så tilfelle til grunn at det foreligger eksplisitt samtykke fra den enkelte til dette. Vi anbefaler at deltakerne gis anledning til å lese igjennom egne opplysninger og godkjenne disse før publisering. Vi ber derfor om at dette tilføyes/presiseres i informasjonsskrivet.

Revidert informasjonsskriv skal sendes til [personvernombudet@nsd.no](mailto:personvernombudet@nsd.no) før utvalget kontaktes.

Personvernombudet legger til grunn at masterstudentene etterfølger Høgskolen i Sørøst-Norge sine interne rutiner for datasikkerhet. Dersom personopplysninger skal lagres på mobile enheter, bør opplysningene krypteres tilstrekkelig.

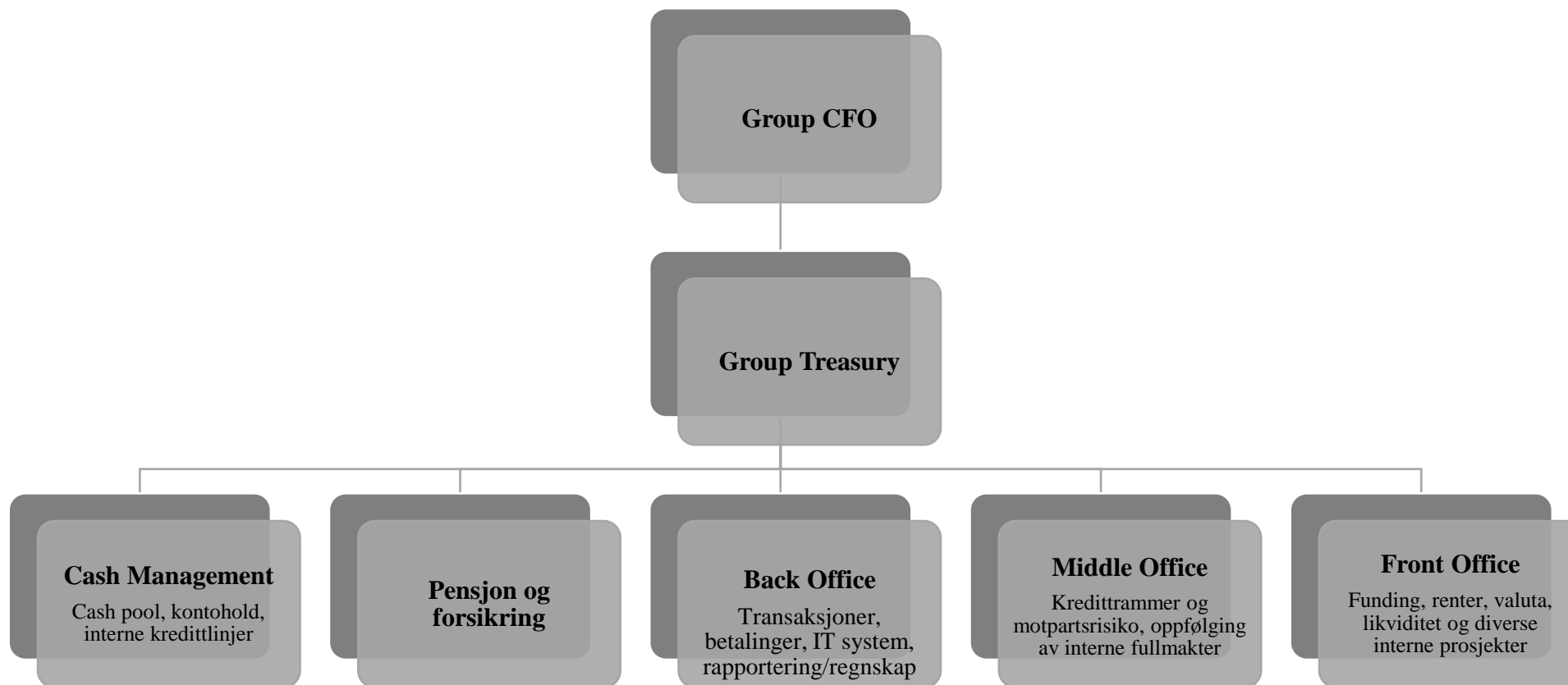
Forventet prosjektslutt er 01.05.2016 jf. informasjonsskrivet. Ifølge prosjektmeldingen skal innsamlede opplysninger da anonymiseres.

Anonymisering innebærer å bearbeide datamaterialet slik at ingen enkeltpersoner kan gjenkjennes. Det gjøres ved å:

- slette direkte personopplysninger (som navn/koblingsnøkkel)
- slette/omskrive indirekte personopplysninger (identifiserende sammenstilling av bakgrunnsopplysninger som f.eks. arbeidssted, stilling, alder og kjønn)
- slette/anonymisere digitale lydopptak

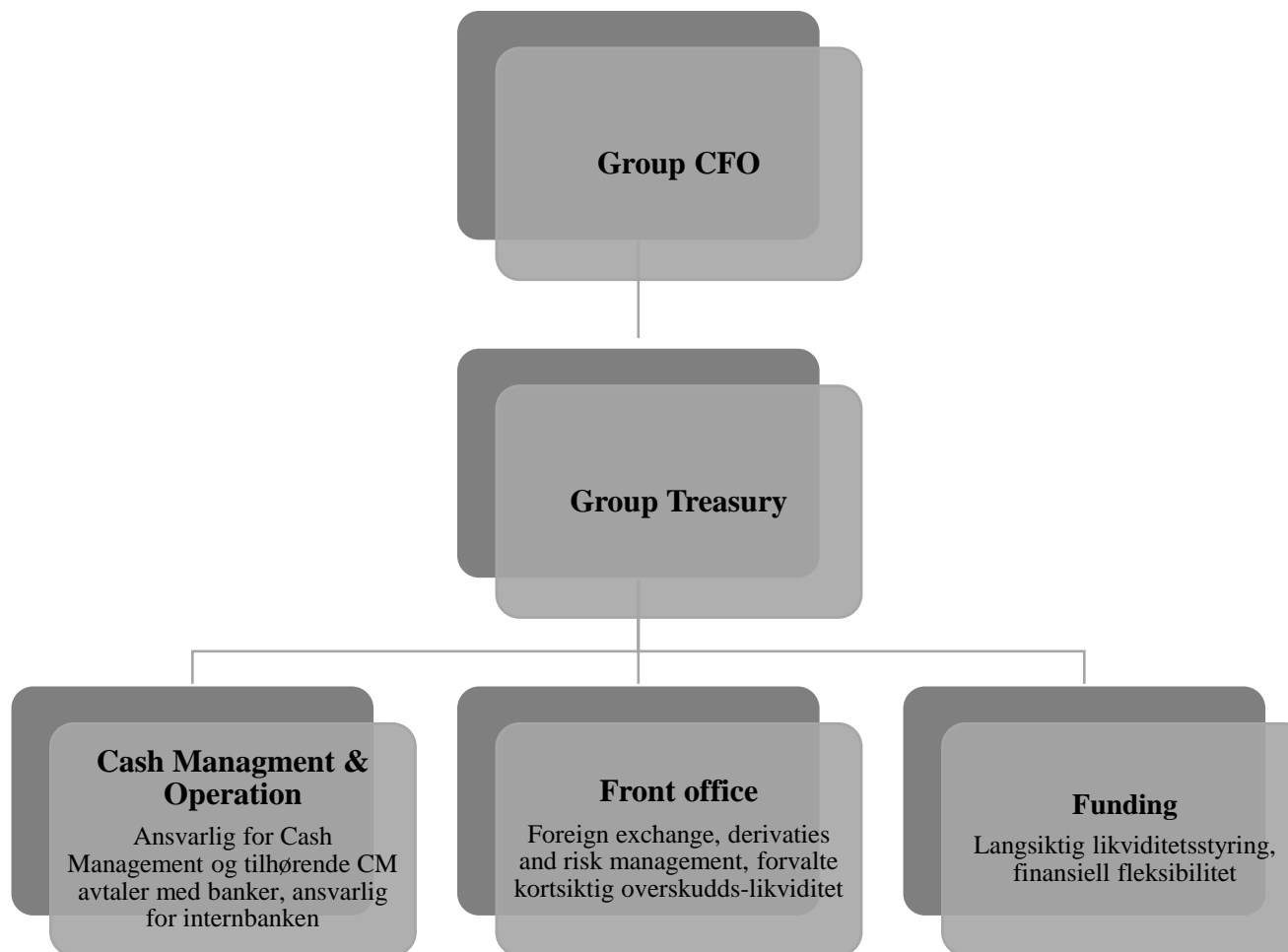
## Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

### Statkraft AS



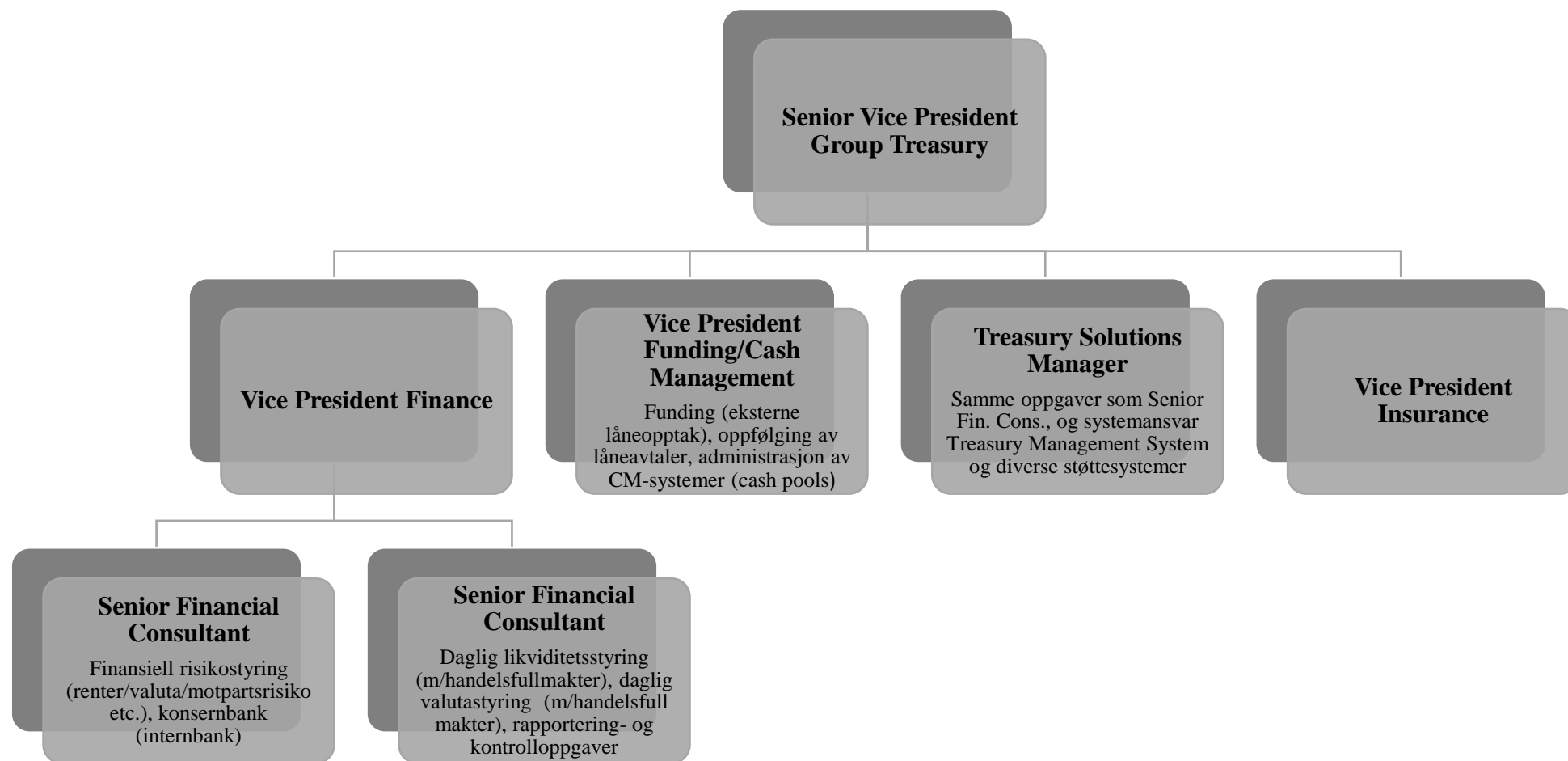
## Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

Telenor ASA



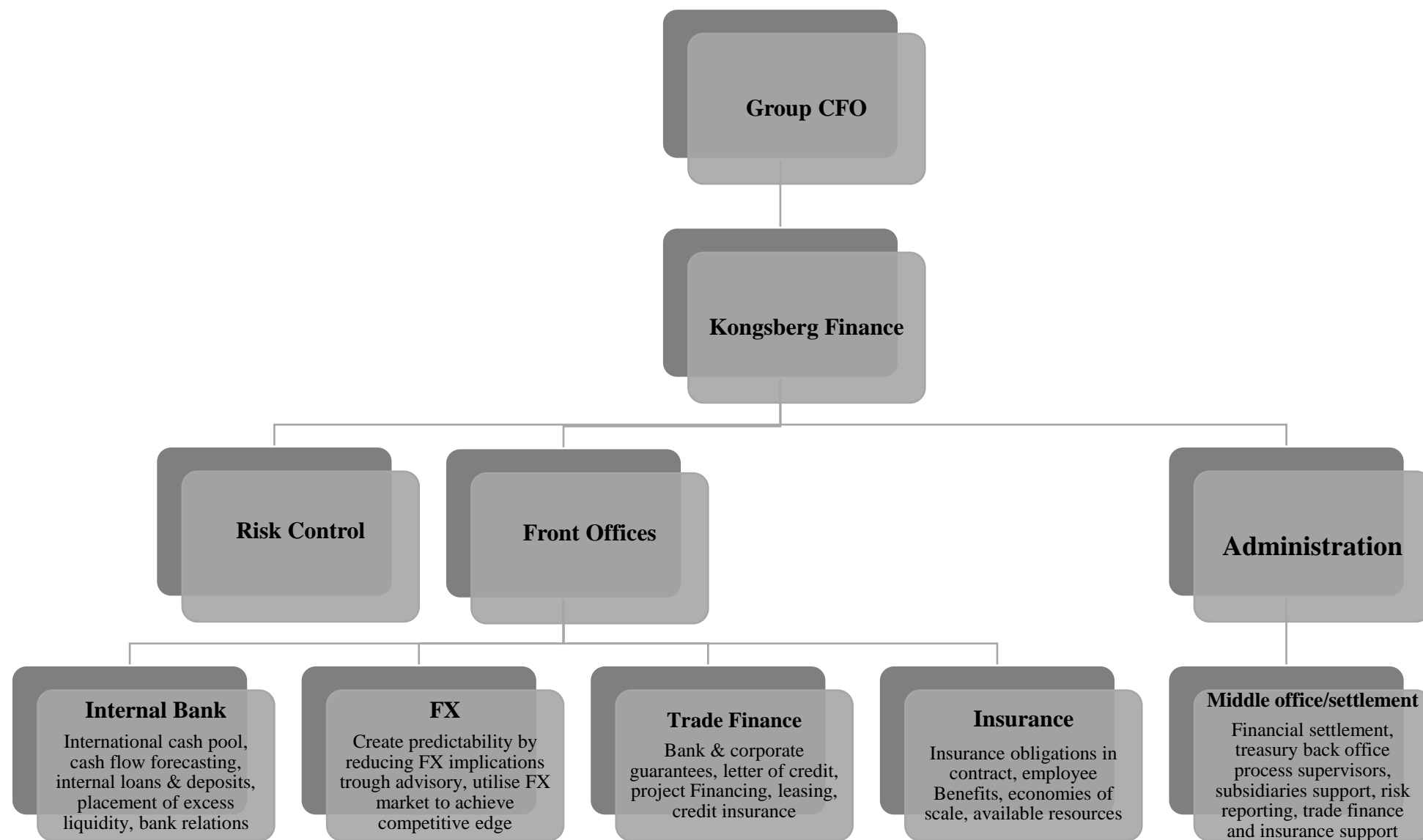
## Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

### Orkla ASA



## Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

### Kongsberg Gruppen ASA





## Vedlegg 7 Selskapenes treasury-avdeling

### Jotun AS

