



Norges miljø- og
biovitenskapelige
universitet

Masteroppgave 2018 30 stp

Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Handelshøyskolen
Glenn Roger Kristiansen

I hvilken grad forklares selskapets lønnsomhet gjennom selskapsspesifikke faktorer som strategi, bruk av interne ressurser og virksomhetsorganisering?

Erik Ingjeringen

Master i økonomi og administrasjon
Handelshøyskolen

Forord

Denne masteroppgaven markerer slutten på min studietid ved Norges miljø- og biovitenskapelige universitet. Jeg ønsker å takke min hovedveileder Glenn Roger Kristiansen for gode råd og veiledning underveis. Veien til sluttproduktet har bydd på mange spennende utfordringer, og et resultat som jeg håper tilfører leserne og litteraturen en ny dybde innenfor strategisk lønnsomhetsanalyse.

God lesing!

Sammendrag

Ved bruk av en hierarkisk lineær multinivå-modell estimerer denne oppgaven bransje- og selskapsspesifikk effekt på variasjon i lønnsomhet for selskaper. Selskapene er utvalgt fra tolv industrier i de fem største europeiske landene, basert på bruttonasjonalprodukt. Funnene i denne oppgaven, i likhet med enkelte tidligere forskningsartikler, indikerer både en bransje- og selskapsspesifikk effekt. Funnene viser en meget sterk selskapsspesifikk effekt og en mindre sterk bransjespesifikk effekt. Disse resultatene antyder at interne faktorer ved selskapet som strategi, ressurstilgang og bruk av disse, har større betydning for lønnsomheten i selskaper, enn eksterne faktorer ved bransjen som konkurransesituasjon og markedsstruktur.

Innholdsfortegnelse

1 INNLEDNING.....	5
2 TEORETISK BAKGRUNN OG HYPOTESEGENERERING	7
2.1 TEORI	8
2.1.1 <i>Industrial Organization</i>	8
2.1.2 <i>The Resource Based View</i>	10
2.1.3 <i>Den globale finanskrisen fra 2008 til 2011.</i>	12
2.1.4 <i>Teoretisk fundament</i>	13
2.2 TIDLIGERE FORSKNING	14
3 DATA OG METODE.....	20
3.1 VITENSKAPSFILOSOFISK GRUNNLAG	20
3.2 DATAGRUNNLAG	20
3.3 VALIDITET OG RELIABILITET	21
3.4 MODELLESTIMERING	22
3.5 UTELLIGERE	25
4 ANALYSE OG RESULTATER.....	25
4.1 DESKRIPTIV STATISTIKK	25
4.2 INNDELING AV TIDSPERIODER.....	27
4.3 RESULTATER	28
5 DISKUSJON	29
5.1 HYPOTESEDRØFTING	29
5.2 IMPLIKASJONER FOR TEORI OG PRAKSIS	32
5.3 BEGRENSNINGER	33
5.4 VIDERE FORSKNING	34
6 OPPSUMMERING	35

1 Innledning

Det har lenge vært et nøkkelproblem å kunne forklare hvorfor enkelte selskaper er mer lønnsomme enn andre. Etter den andre industrielle revolusjon og frem til nåtid har det vært en stor diskusjon rundt dette temaet, og diskusjonen pågår fremdeles (Bamiatzi, et al., 2016). Det brukes årlig enorme summer på strategikonsulenter i forsøket på å finne den optimale måten å posisjonere, organisere og lede selskaper verden over (Bowman, et al., 2001). Teoretikerne og forskningen har gjennom kvantitative undersøkelser sett på lønnsomhetens overordnede natur. Forskningen har brukt to hovedperspektiver mot hverandre i forklaringen av variasjon i lønnsomhet blant selskaper. Det ene perspektivet inneholder eksterne effekter med blant annet bransjestruktur og konkurransesituasjon. Det andre perspektivet ser på selskapsspesifikke faktorer og interne forhold som ledelse og ikke-observerbare forhold. Dette er typisk strategi, de ansatte og bruk av interne ressurser. Ettersom en del av forholdene i disse perspektivene er ikke-observerbare, har forskningen hatt vanskeligheter med å stadfeste absolutte størrelser. På den måten har forskningen hatt et hovedfokus på å undersøke relative effekter av henholdsvis bransje- og selskapsspesifikk variasjon (Schmalensee, 1985) (Rumelt, 1991) (Roquebert, et al., 1996) (McGahan, et al., 2010) (Bamiatzi, et al., 2016). Funnene i forskningen har en tendens til å gi større utslag og betydning for selskapsspesifikke faktorer. Bransjespesifikke faktorer har også en betydning, men en vesentlig lavere betydning, og andre faktorer inkludert i forskningen viser liten til moderat effekt.

Denne oppgaven er viktig, ikke kun fordi det er uenigheter i litteraturen, men fordi den tilfører forskningen en bredde med analyse av nye markeder og land. Oppgaven bruker en avansert multilevel modell, som skiller seg fra en del av den anerkjente forskningen på 80-tallet som brukte mindre kompliserte statistiske modeller. Dette muliggjør testing av eventuelle landeffekter som svært få tidligere forskningsartikler analyserer empirisk. Analysen inkluderer også en inndeling av tidsperiodene som muliggjør testing av effekter før, under og etter finanskrisen som verden opplevde i 2008. Dette beriker litteraturen ved at finanskriser fortsatt er svært lite analysert innenfor dette feltet (Bamiatzi, et al., 2016).

En av hovedmotivasjonene bak denne forskningen er å kunne besvare følgende spørsmål og problemstilling: *"I hvilken grad forklares selskapets lønnsomhet gjennom selskapspesifikke faktorer som strategi, bruk av interne ressurser og virksomhetsorganisering?"*. Er lønnsomhet noe som bedriften kan øke gjennom å optimalisere sin posisjon i markedet ved bruk av interne ressurser, eller er lønnsomheten gitt av bransjestrukturen? Dette er også fokuset til denne oppgaven. Oppgaven tar et overordnet fokus og forsøker å stadfeste i hvor stor grad nevnte spørsmål kan påvirkes på et relativt nivå, mot alternativet hvor selskapets lønnsomhet er et resultat av eksterne faktorer.

Denne oppgaven inneholder noen viktige forskjeller fra tidligere forskning. For det første er det fem store økonomier i Europa som blir inkludert i datasettet. Majoriteten av tidligere forskning har brukt amerikanske selskaper som grunnlag. Enkelte av forskningsstudiene har i tillegg hatt mangel på data og dermed blitt nødt til å velge bransjer ikke ut ifra hva de primært ønsket å gå i dybden på, men ut ifra hva som har vært tilgjengelig (Goldszmidt, et al., 2011). Denne oppgaven inneholder regnskapstall fra tolv ulike bransjer. Disse ble valgt ut basert på kriteriet å skulle representere ulike risikoklasser. Risiko defineres her ut ifra betaer for bransjer, med den hensikt å inkludere forskjellige typer bransjer og selskaper for å øke validiteten til oppgaven.

Datatilgang har ikke lagt noen begrensning i forhold til utvelgelse av bransjer. Datasettet i denne oppgaven er et meget omfattende datasett med 64512 observasjoner fra 2001 til og med 2016. De artiklene som blir sett på som kjernen innenfor forskningsfeltet benytter regnskapstall fra ett til fjorten år, og inneholder i mange tilfeller kun en begrenset mengde amerikanske selskaper (McGahan, et al., 2010). For det tredje benyttes det i denne oppgaven en alternativ statistisk modell som tar hensyn til datasettets naturlige hierarkiske inndeling. Dette er en klar fordel ved at modellen tar hensyn til den manglende uavhengigheten mellom de ulike variablene brukt i modellen. Kun en tidligere anerkjent forskningsartikkel har brukt tilsvarende modell (Bamiatzi, et al., 2016). Gjengangeren i tidligere forskning er varianskomponent- og ANOVA-modeller (konvensjonell variansanalyse) for å estimere de relative effektene til bransje og selskap, og har i mindre grad strukturert modellene i et hierarki (Bowman, et al., 2001).

En fjerde forskjell er at det i denne oppgaven benyttes et alternativt lønnsomhetsmål. Ettersom formålet med forskningen er å stadfeste forskjeller i lønnsomhet og grunner til dette, er variabelen som brukes som lønnsomhetsmål meget viktig for forskningen. I majoriteten av tidligere forskning brukes return-on-asset (ROA) som lønnsomhetsmål til tross for at flere artikler debatterer bruken og adresserer svakheter ved dette lønnsomhetsmålet. Denne oppgaven bruker return-on-invested-capital (ROIC) som lønnsomhetsmål, og fremlegger argumentasjon for hvorfor dette er et bedre mål på lønnsomhet og bør benyttes i fremtidig forskning.

Oppgaven er begrenset til å gjelde aksjeselskaper i de fem største europeiske landene, rangert etter bruttonasjonalprodukt. Observasjonene går over seksten år og består av kvartalsvise regnskapstall fra Thomson Reuters. Den hierarkiske gruppeinndelingen av dataene brukt i modellen består av selskap, bransje og land. Studiet har som tidligere nevnt, et relativt formål for forskningen og et deskriptivt design. Tidligere forsknings funn og statistiske modeller blir brukt som utgangspunkt for denne oppgaven.

I første del av oppgaven blir teoretisk bakgrunn presentert gjennom to teoretiske hovedperspektiver, sammen med en beskrivelse av historisk forskning. Deretter blir datasettet presentert med vitenskapsfilosofisk metode og gjennomgang av modellen brukt i analysen. Det neste kapittelet inneholder forutsetninger for modellen og en gjennomgang av resultatene fra analysen. Dette kapittelet er etterfulgt av et diskusjonskapittel hvor resultatene blir drøftet og satt opp mot hypotesene. Til slutt følger implikasjoner for teori og praksis, samt begrensninger ved oppgaven og forslag til videre forskning.

2 Teoretisk bakgrunn og hypotesegenerering

Å forklare forskjellene i selskapers prestasjoner og lønnsomhet har i lang tid blitt sett på som et nøkkelpromblem innen strategisk ledelse. Det finnes flere ulike teoretiske perspektiver som diskuteres i strategisk litteratur for hva som påvirker lønnsomhet, men litteraturen og forskningen diskuterer rundt to hovedperspektiver. I dette kapittelet presenteres disse to perspektivene kalt *Industrial Organization (IO)* og *Resource Based View (RBV)*. De to teoriene vil bli brukt som fundament for å belyse hvilken effekt bransje- og selskapsspesifikke faktorer

har på lønnsomhet i bedrifter. Deretter presenteres hypoteser som skal testes videre igjennom oppgaven.

2.1 Teori

2.1.1 Industrial Organization

Teorien om Industrial Organization ble introdusert av blant annet J. S. Bain. Bain blir av mange sett på som en av forløperne til forskningen innenfor dette feltet, fordi han var en av de første til å utforske hvordan markedssammensetning ved monopol og markedskonsentrasjon var relatert til lønnsomhet (Bain, 1951). Bain introduserte også paradigmet *Structure-Conduct-Performance*, som senere er blitt et velkjent konsept innen IO. Forklaringen bak konseptet er at bransjestruktur påvirker selskapsatferd som igjen videre påvirker selskapets prestasjoner (Bain, 1954). Videre argumenteres det for at selskapets prestasjoner påvirker bransjestruktur, og en får dermed en slags sirkeleffekt. Ut ifra dette kommer hovedargumentet innenfor Industrial Organization om at selskapers prestasjoner er bundet til markedsstruktur. Modellen har en tydelig begrensning ved at den ikke beskriver og forklarer bransjestrukturen, og gir en mangelfull forklaring på dynamikk mellom selskap og bransje.

En annen viktig person for Industrial Organization, er E. S. Mason (1939). Han argumenterer for at selskapers konkurransekraft avhenger av prispolitikk som igjen avhenger av variabelen selskapsstørrelse. I likhet med Bain mener Mason at bransjestruktur er avgjørende for lønnsomheten i selskaper, og at selskaper ved hjelp av sine interne ressurser i liten grad kan skape konkurransefortrinn alene (Mason, 1939). Sammen utgjør Bain og Mason det tradisjonelle IO-perspektivet (Bamiatzi, et al., 2016).

Hovedessensen i det industribaserte synet på selskaper vektlegger viktigheten av markedsstruktur for lønnsomhet i selskaper, og ser på interne ressurser som homogent mellom selskaper (Bain, 1951). Markedsstrukturen defineres som antall konkurrenter og størrelsen på disse, grad av produkt differensiering, oppstarts- og exitbarrierer, tilgang på markedsinformasjon og oppstartskostnader for allerede etablerte selskaper (Bain, 1951, 1954) (Mason, 1939).

Litteraturen blir beskrevet å ha et rikt teoretisk grunnlag, mens den empiriske støtten for forskningen på industrieffekter i variasjoner på selskapers lønnsomhet ble frem til 90-tallet beskrevet som mangelfull (Conner, 1991). Først da analyse av variansmodeller ble introdusert i forskningen, ble det mulig å analysere den relative viktigheten av industrieffekter (Schmalensee, 1985). I den påfølgende tiden inkluderte forskningen empiriske analyser for å belyse en eventuell effekt.

I nyere litteratur om Industrial Organization brukes Bain og Mason sin forskning som teoretisk fundament og det fokuseres på egenskaper til bransjestrukturen og selskapsprestasjon (Morgeson, et al., 2011) (Karniouchina, et al., 2013). Det blir beskrevet en lineær sammenheng mellom markedsstruktur og selskapsatferd, med en direkte effekt på hvordan selskaper presterer (Bamiatzi, et al., 2016). Litteraturen har også funnet empirisk støtte i analysen av bransjeeffekters påvirkning på variasjon i lønnsomheten blant selskaper (Short, et al., 2009) (Karniouchina, et al., 2013) (Bamiatzi, et al., 2016).

Bain skrev litt om institusjonelle sammenhenger og antydnet at dette kan ha en påvirkning på paradigmat *Structure-Conduct-Performance* (Bain, 1951). Litteraturen rundt IO-perspektivet har blitt kritisert ved at det til tross for Bains antydninger har blitt gjort lite forskning på hvilken rolle miljøet rundt har, og hvordan det kan påvirke institusjonelle sammenhenger. Noe av den nyere forskningen har forsøkt å se på noe av miljøeffektene ved å introdusere variabelen *landsspesifikke faktorer* i modellestimeringen (Tong, et al., 2008) (Bamiatzi, et al., 2016). Resultatene i disse forskningsartiklene indikerer en liten påvirkning fra landsspesifikke faktorer i variasjonen på lønnsomheten i datagrunnlaget som blir undersøkt.

Fra ca 2000-tallet har forskningen fått en litt annen vinkling; forskerne tar ikke en like bastant "enten eller" holdning til teoriene, og viser mer forståelse for at teoriene til dels kan være komplementære. Likevel er det uenigheter om hvilken teori de mener har størst forklaringsgrad, og her fremkommer det også ulike empiriske bevis, men forskningen støtter ikke kun opp om den ene teorien, men ser fordeler og ulemper ved begge teorier. Likevel er det fremdeles en del teoretikere som argumenterer for at bransjespesifikke faktorer har størst forklaringsgrad i variasjon i selskapers lønnsomhet.

På 80-tallet kom en videreutvikling av IO-perspektivet som leverte forskning som har vært med på å prege strategiarbeid, med blant annet med SWOT-analysen (Porter, 1981).

Formålet med denne analysen er å bruke selskapets interne styrker og svakheter til å utnytte eksterne muligheter og trusler. Det er viktig å få med seg at denne videreutviklingen skiller seg fra et tradisjonelt IO-perspektiv ved at den tar hensyn til muligheten for at interne ressurser på ulike måter kan være en del av ulike strategier til selskaper, og dermed være med på å påvirke forskjeller i lønnsomhet til ulike selskaper. Dette tar oss videre til det ressursbaserte perspektivet som differensierer seg totalt fra IO-perspektivet med hensyn til strategianalysen.

2.1.2 The Resource Based View

Mens det tradisjonelle IO-perspektivet kun så på bransjeeffekter, ble det på 80 tallet introdusert et nytt begrep; "Resource Based View", som hadde et nytt syn på årsaker til variasjoner i selskapers prestasjoner (Wernerfelt, 1984). Dette nye perspektivet blir funnet i forskningslitteraturen tilbake til 50 tallet, men ble først introdusert som begrep på 80 tallet av Wernerfelt (Roquebert, et al., 1996). I dette perspektivet blir det opparbeidet en forståelse for at selskaper har ulik strategi og utnytter ressurser på ulik måte. Ifølge RBV-perspektivet innehar et selskap en varig konkurransefordel dersom det klarer å ha en strategi som utnytter interne styrker gjennom å utnytte eksterne muligheter, nøytralisere trusler og unngå interne svakheter (Barney, 1991). Fokuset i forskningen har vært på å analysere strategivalg basert på å enten isolere eksterne trusler og muligheter, utnytte interne styrker og svakheter, eller en sammensetning av alle fire faktorer (Porter, 1981) (Porter, 1985) (Barney, 1991).

I RBV-litteraturen skilles det mellom *konkurransefortrinn* og *varig konkurransefortrinn*. For at en ressurs skal være en kilde til varig konkurransefortrinn argumenterer Barney for at den må være verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og ikke-kopierbar (VRIN-rammeverket) (Barney, 1991). Dette er radikalt forskjellig fra IO-perspektivet hvor det forutsettes homogenitet mellom bedrifters ressurser. Det diskuteres også immobilitet blant ressurser; hvor vanskelig det er å flytte på ressursene, som en beskrivende faktor for variasjon i lønnsomhet blant selskaper.

I en anerkjent videreutvikling av teorien innførte Teece et. al. (1997) begrepet "*dynamic capabilities*". Det handler i større grad om hvilke muligheter de interne ressursene har til å

utvikles for å bli varige konkurransefortrinn, eller i hvilken grad selskaper kan tilpasse seg de interne ressursene (Teece, et al., 1997). Denne tilnærmingen skiller seg litt fra den tradisjonelle tilnærmingen ved at det ikke er et rammeverk som avgjør om en ressurs er en kilde til et varig konkurransefortrinn, men en kombinasjon med hvordan selskapet evner å tilpasse seg og hvilke ressurser det har tilgang på. Forskerne antyder et mer helhetlig perspektiv i strategiarbeidet og hvordan selskaper bør organisere seg. Oppsummert kan en si at *Resource Based View* forklarer variasjoner i selskapers lønnsomhet basert på to hovedvurderinger:

1. Et selskaps mulighet til å utnytte deres unike ressurser og om i hvilken grad de oppfyller Barneys VRIN-rammeverk (Barney, 1991) (Conner, 1991) (Wernerfelt, 1984).
2. Selskapets mulighet til å gjøre deres VRIN-ressurser til unik selskapsspesifikk kompetanse og kapabiliteter (Ketchen, et al., 2007) (Teece, et al., 1997) (Bamiatzi, et al., 2016).

Et viktig poeng innenfor det ressursbaserte perspektivet er at det bygger på en antagelse om at det institusjonelle miljøet er relativt stabilt, sjeldent forandret og irrelevant for selskapheterogenitet (Peng, et al., 2008). Denne antagelsen viser seg i varierende grad å være knyttet til realiteten. Under problemfrie markedsforhold i utviklede økonomier blir det argumentert for at rollen til institusjoner er svært liten og antagelsen stemmer bra (McMillan, 2007). Under stormende markedsforhold derimot, argumenteres det for at den samme antagelsen er vanskelig å forsvare. I disse situasjonene er ofte det institusjonelle miljøet ustabilt, og man må gjøre justeringer på strategiteorier for å møte det utfordrende miljøet, og det ressursbaserte perspektivet kan ikke i seg selv beskrive selskapsoppførsel i skiftende institusjonelle paradigmer (Peng, et al., 2008).

En del av forskningen i bransje- og selskapsspesifikke faktorer som forklaringsvariabler for variasjon i lønnsomhet blant selskaper, har sett på årseffekten, og inkludert variabelen "år". Dette har blitt gjort for å justere for eventuelle systematiske skift i økonomien fra år til år. Likevel er det ingen av disse studiene som har gjort et klart skille mellom økonomisk resesjon og ekspansjon. Dette ble først analysert i forskningsartikkelen til Bamiatzi et al. (2016). Her ser de på effekten av den økonomiske resesjonen verden opplevde i 2008, og konsekvenser for bransje- og selskapsspesifikke faktorer. Økonomiske sjokk blir beskrevet som markedets naturlige resemekanisme for selskaper som ikke er godt forberedt for endrede omgivelser i det konkurrerende miljøet de opererer i (Garcia-Sanchez, et al., 2014), og basert på dette

argumentet indikerer en viktig økonomisk effekt som det var høyst på tide å inkludere i forskningen.

Mye av litteraturen som blir sett på som toneangivende for feltet er skrevet på 80-90 tallet, av personer som Rumelt, Schmalensee og Michael Porter. Likevel kan det stilles et spørsmålstegn ved diskusjonen som setter industri opp mot selskapsspesifikke faktorer. Kan en generalisere og sette industri som en generell forklaringsvariabel på samme måte i dag som for førti år siden? Industrier endrer seg, og en mulig viktig faktor er at industrier er svært forskjellige, og dermed kan det være grunn til å tro at ulike industrier har ulik påvirkning på variasjoner i lønnsomhet. Likevel blir ingenting om denne problemstillingen nevnt i noen av forskningsartiklene som har blitt publisert i toneangivende tidsskrifter.

Nyere forskning innenfor variasjoner i selskapers lønnsomhet har på mange måter støttet opp om det ressursbaserte perspektivet ved at de bygger på antagelsen om at variasjoner i selskapers lønnsomhet som ikke kan knyttes til bransje- og konserntilhørighet, markedandel og markedskonsentrasjon, blir ansett å være tilknyttet selskapsspesifikke interne faktorer (Misangyi, et al., 2006) (Mollick, 2012) (Bamiatzi, et al., 2016). I tillegg har denne forskningen funnet bred empirisk støtte for betydningen av selskapsspesifikke faktorer. Likevel konkluderer ingen av disse artiklene med at bransjeeffekter og faktorer som vektlegges under IO-perspektivet er uten betydning. Store deler av forskningen finner empirisk støtte for effekten av også disse faktorene. Dermed virker det som om nyere forskning verken utelukker det ene eller andre perspektivet, men langt på vei antyder at disse kan være komplementære perspektiver som utfyller hverandre. En SWOT-tabell kan oppsummere dette ved å vise at den ene siden består av interne faktorer fra det ressursbaserte synet med styrker og svakheter, og hvor den andre siden viser eksterne muligheter og trusler fra det industrialiserte synet.

2.1.3 Den globale finanskrisen fra 2008 til 2011.

I 2008 opplevde verden en global finanskrise som satte dype spor og veltet store selskaper i velutviklede land som de færreste forutså. Mange selskaper, industrier og land opplevde stor motgang og møtte mange tøffe utfordringer. I løpet av krisen økte

transaksjonskostnadene betraktelig, og tidligere tillit mellom aktører ble brutt og selskapene opplevde lavere likviditet (Butter, 2012). Denne angivelige økningen i transaksjonskostnader førte til at selskapene satt igjen med mindre ressurser. Samtidig reagerte ulike land med ulike politiske tiltak for å forsøke å bedre situasjonen (Bamiatzi, et al., 2016). Schwarzer diskuterer i en artikkel at politisk ledelse igjennom kriser påvirker strukturen og "spillereglene" for hele industrier og land og kan dermed ha potensielt veldig stor innvirkning for selskaper (Schwarzer, 2012).

Tidligere forskning har lagt til det de beskriver som årseffekter for å justere for eventuelle skift i økonomien. Likevel blir forskningsgrunnlaget på dette strategifeltet beskrevet som å være tynt innenfor økonomiske kriser (Bamiatzi, et al., 2016). Først i 2016 gjorde Bamiatzi en analyse hvor det ble skilt distinkt mellom økonomisk resesjon og ekspansjon for å se på eventuelle effekter. Derfor tar denne forskningsartikkelen opp tråden fra Bamiatzi (2016) og inkluderer den finansielle krisen i analysen av selskaps- og bransjeeffekter.

2.1.4 Teoretisk fundament

Begge de to teoretiske fundamentene har problemer med å fullt ut forklare dynamikken og sammenhengen mellom de ulike faktorene som påvirker variasjon i lønnsomheten blant selskaper. Begge teoriene baserer seg på en rekke antagelser om kausale sammenhenger. Hvilke valg en markedsleder foretar seg vil over tid kunne tenke seg å påvirke hele bransjen, men samtidig vil endringer i bransjestrukturen antas å igjen påvirke lønnsomheten for aktørene i bransjen, også markedslederen. Hvis en evaluerer et selskaps interne ressurser, kan det være flere faktorer som påvirker prestasjonen til selskapet; ledelsen, finansiell situasjon, teknologi, ansatte, intern struktur og hvordan disse er satt sammen. Disse faktorene kan igjen bli påvirket av eksterne forhold som konkurransesituasjon og etableringsbarrierer. Dette må kunne sies å bli ansett som meget komplekse forhold hvor det ene ikke utelukker det andre, og alt påvirker alt. Samtidig er dette forhold som er svært vanskelig å identifisere og beskrive fullt ut, hvor det er grunn til å tro at det ikke er en lineær sammenheng i strategianalysen. På grunn av dette baserer forskningen seg på den relative viktigheten av de ulike sammenhengene, og det er også grunnlaget for denne oppgaven.

2.2 Tidligere forskning

Skillet mellom IO og RBV virker å ha hatt stor betydning for hvordan ulike drivere i selskapers lønnsomhet blir analysert, og dette er et skille som går igjen i forskningen. Det har vært et spesielt fokus på selskapers strategiske valg og interne ressurser. Det brukes store mengder ressurser på strategi, og et forsøk på måling av effekten av både selskaps- og konsernstrategi har fått stort fokus i studiene. To andre faktorer enkelte av studiene forsøker å måle er ledelseeffekter og landsspesifikke faktorer. Ledelseeffekter vil si den konkrete effekten ledelsen påfører et selskaps prestasjoner og landsspesifikke faktorer ser på forskjeller mellom ulike land.

Den tidligere forskningen som omhandler lønnsomhetsdrivere for selskaper har viktet litt fra hverandre med tanke på konkret utførelse og mål for studiet. Modellene har små justeringer, og de forsøker alle å få til en høyest mulig forklaringsgrad. Felles for den tidligere forskningen er at den største delen av forskningen har konsentrert seg om amerikanske selskaper. Det kan også virke som om noe av den første forskningen satte standarden for modellbruk med varianskomponent- og ANOVA-modeller. I den etterkommende forskningen blir modeller med mange av de samme forklaringsvariablene brukt, med kun små justeringer. Hovedvariablene i modellene har vært bransjetilhørighet, konserntilhørighet, segment og år. Enkelte justeringer og inkluderinger av andre variabler finnes også. I den senere tid har en del asiatiske land blitt inkludert i forskningen og HLM-modeller (Hierarchical Linear Multilevel Modeling) har blitt benyttet i forskningen som et alternativ til varianskomponent- og ANOVA-modellene (Majumdar, et al., 2014).

Et viktig poeng med forskningen er at det virker utfordrende å lage modeller som forklarer mer enn 50-60 prosent av variasjonen i lønnsomheten, til tross for ulike justeringer og tilpasninger i de ulike studiene. Dermed er det en del av studiene som kan ha opp imot 50% av variasjonen uforklart av den estimerte modellen.

Det første studiet på dette feltet ble gjennomført av Schmalensee (1985). Tidligere forskning hvor en studerte forholdet mellom interne- og eksterne faktorer ble gjennomført, men få av disse omhandlet den relative effekten (Rumelt, 1991). Schmalensee forsøkte å estimere den relative viktigheten til selskap, bransje og markedsandeler for lønnsomheten til amerikanske selskaper i et datasett fra 1975. Han fant at bransjetilhørighet forklarer 19,6 prosent av

variasjonen i lønnsomheten til selskapene i datasettet, og modellen indikerer at markedsandel og selskapsspesifikke faktorer ikke har noen effekt. Et viktig poeng med dette studiet er at modellen ikke forklarer 80 prosent av den totale variasjonen i lønnsomhet, som må sies å være et høyt tall. Han konkluderer selv med at industrieffekter er viktig, men tydeligvis ikke fullstendig forklarende for variasjonen i lønnsomhet, det er noe mer som har innvirkning (Schmalensee, 1985).

Rumelt (1991) fortsatte forskningen som Schmalensee(1985) startet, men foretok noen endringer. Rumelt kritiserte at Schmalensee brukte datasett fra kun ett år. Han argumenterte for at det kan bety at resultatene til Schmalensee kan ha blitt påvirket av forbigående effekter. For å unngå problemet med forbigående effekter brukte Rumelt fire år med data i studiet sitt, og datasettet bestod av to deler. Resultatet indikerte at også for Rumelt at effekten av konserntilhørighet er ubetydelig, men han fikk en dramatisk forskjell i viktigheten av bransje- og selskapsspesifikke faktorer. Rumelt fikk en sterk selskapsspesifikk effekt som forklarer 32 til 46 prosent av variasjonen i lønnsomheten til selskapene i datasettene¹. Forklaringsgraden til studiet til Rumelt må også sies å være vesentlig høyere, og han nevner flere mulige årsaker til dette, men et hovedpoeng er at han brukte markedsandel som proxy for selskapsspesifikke effekter. Roquebert (1996) gjennomførte et annet studie som ble sett på som en videreføring av Rumelt sitt studie med nye data, og han ender opp med de samme hovedkonklusjonene.

¹ Grunnen til at han fikk to forskjellige tall er at datasettet bestod av to deler, og dermed gjennomførte han estimeringen to ganger for de ulike datasettene.

Av tidligere forskning er det tre artikler som blir sett på som toneangivende for hele forskningsfeltet. Den tredje artikkelen er skrevet av McGahan og Porter (1997). Dette studiet skiller seg i noen grad fra de to foregående ved at det ble benyttet et lengre datagrunnlag fra 1981-1994, og ved at de inkluderte nærmest alle bransjer eksklusiv finansbransjen.

Schmalensee og Rumelt hadde primært produksjonsbedrifter i datasettene sine. Resultatene til McGahan og Porter viser i hovedtrekk de samme tendensene som studiene til Rumelt og Roquebert; konserntilhørighet var uten betydning og en signifikant effekt av bransje- og selskapsspesifikke faktorer.

Disse studiene blir etterfulgt av forskning som benytter ulikt datagrunnlag og variabler i modellene (Chang, et al., 2000) (Hawawini, et al., 2002) (Misangyi, et al., 2006). Blant annet argumenterer et studie for at å undersøke hva som driver Return On Asset ikke er det samme som å undersøke hva som driver verdiskaping, og benytter dermed et alternativt mål for lønnsomhet (Hawawini, et al., 2002). Dette skiller seg fra majoriteten av forskningsartikler som bruker Return On Asset som lønnsomhetsmål.

Av nyere forskning har en funnet at de ulike faktorene kan ha varierende effekt avhengig av blant annet hvor i industrilivssyklusen en er. Forskningen finner empirisk støtte for argumentet og mener konseptet livssyklus må inkluderes i debatten (Karniouchina, et al., 2013). Først i 2016 ble økonomiske kriser vektlagt i et forskningsstudie med datagrunnlag fra ti utviklingsland og ti i-land. Det konkluderes med at selskapseffekter blir sterkere under økonomiske kriser og at selskapers skjebne i stor grad er selvbestemt, også under økonomiske kriser (Bamiatzi, et al., 2016). Fortsatt er forskningsgrunnlaget innenfor denne type økonomiske kriser er veldig tynt, og kun adressert av Bamiatzi i 2016. Det har også i nyere forskning blitt vektlagt å undersøke den empiriske betydningen av landsspesifikke faktorer for variasjon i selskapers lønnsomhet. Både ved å se på forskjellen mellom utviklingsland og i-land, og betydningen av hvilket land som er hjemlandet til selskapet. Det ble funnet empirisk bevis for at landsspesifikke faktorer har større betydning for utviklingsland enn i-land (Goldszmidt, et al., 2011).

En annen forskningsartikkel har funnet empirisk bevis for betydningen av hjemland som faktor for selskaper som operer i flere land, med hensyn på variasjon i lønnsomhet (McGahan, et al., 2010). Her konkluderes det med at en med varsomhet bør se på industrieffekter fra kun ett land fordi artikkelen finner bevis for at hjemland for selskaper kan ha en påvirkning som ikke vil bli hensyntatt med datagrunnlag fra kun ett land, dersom selskapets hjemland er i et annet land.

Oppsummert kan en si at forskningen finner effekt av både bransje- og selskapsspesifikke faktorer for variasjon i lønnsomheten. Det virker gjennomgående å være større effekt av selskapsspesifikke faktorer, som et ressursbasert perspektiv vil beskrive som selskapets unike ressurser og evne til å utnytte disse, enn bransje- og konjunktoreffekter. Likevel har bransjetilhørighet en effekt, og dette bygger opp om et industrielt perspektiv for

forklaringen av lønnsomhet. Modellene som blir brukt i forskningen sliter med å forklare ofte opp mot 40-60 prosent av variasjonen, som må sies å være et stort tall. Basert på tidligere forskning og funn som gjennomgående finner større effekt av selskapsspesifikke faktorer, utledes hovedhypotesen for denne oppgaven som ser på den relative forskjellen mellom selskap- og bransjeeffekter:

Hypotese 1: "Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn bransjespesifikke faktorer".

Et viktig poeng med forskningen og en mulig svakhet er at majoriteten av den baserer seg på datagrunnlag fra amerikanske selskaper fra to databaser; FTC Line of Business og Compustat. I tillegg er det et tynt forskningsgrunnlag som undersøker de ulike variabelers effekt under økonomisk resesjon og ekspansjon. Dette åpner opp for interessant forskning med et annet datagrunnlag og andre markeder. Derfor utledes følgende hypoteser for videre testing igjennom denne oppgaven:

Hypotese 2: "Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet i nedgangsperioder enn bransjespesifikke faktorer".

Hypotese to settes opp for å teste og illustrere en eventuell forskjell mellom selskapsspesifikke og bransjespesifikke faktorer i en økonomisk resesjon. Ved å inndele tidsperioden i ulike deler, blir det interessant å se hypotese en mot hypotese to etter at analysen er gjennomført.

Hypotese 3: "Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn landsspesifikke faktorer".

Hypotese 4: "Bransjespesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn landsspesifikke faktorer".

Hypotese tre og fire settes opp for å teste selskapsspesifikke og bransjespesifikke faktorer opp mot landsspesifikke faktorer. De blir satt opp i to ulike hypoteser for å unngå problematikken med å både kunne forkaste og ikke forkaste en hypotese samtidig. Ettersom oppgaven og datagrunnlaget inneholder data fra ulike land, er det interessant å inkludere landsspesifikke faktorer i analysen for å se hvilken effekt dette har.

Hypotese 5: "Landsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet i oppgangsperioder enn i nedgangsperioder".

Hypotese fem tester landsspesifikke faktorer i økonomisk ekspansjon opp mot resesjonsperioder. Denne hypotesen bygger på antagelsen om at en økonomisk resesjon lik den verden opplevde for ti år siden, fikk så stor effekt på alle land og store økonomier i verden, slik at effekten mellom de ulike landene blir utjevnet. Motargumentet til dette kan være at i en økonomisk resesjon blir effekten mellom de ulike land større fordi politiske mottiltak mot nedgangsperioden får større betydning og dermed angivelig større variasjon blant de ulike landene. Dette gjør at denne hypotesen blir svært interessant å teste videre gjennom oppgaven.

Disse hypotesene danner skjelettet for hele oppgaven, og analysen vil basere seg på å teste disse fem hypotesene. I kapittel fem kommer hypotesedrøftingen etter at analysen er gjennomført og presentert.

Tabell 1 - Oppsummering av tidligere forskningsperspektiver

Teoretisk perspektiv	Forskningsstudie	Teoretisk perspektiv	Forskningsstudie	Teoretisk perspektiv	Forskningsstudie
<i>Industrial Organization</i>	Mason (1934) Bain (1951) Bain (1954) Porter (1981) Schmalensee (1985)	<i>Resource Based View</i>	Wernerfelt (1984) Rumelt (1991) Barney (1991) Conner (1991) Teece et. Al. (1997)	<i>Et perspektiv som antyder at Industrial Organization og Resource Based View er komplementære*</i>	McGahan et. Al (1997) Bowman et. Al (2001) Misangyi et. Al (2006) Ketchen et. Al (2007) McMillian (2007) Barniatzi et. Al (2016)

* Basert på egen subjektiv tolkning av forskningsartikkel

3 Data og metode

I dette kapittelet presenteres først det vitenskapsfilosofiske grunnlaget for oppgaven, før datagrunnlaget presenteres med begrunnelser for valg av datagrunnlag. Deretter vil den statistiske modellen bli presentert og gjennomgått.

3.1 Vitenskapsfilosofisk grunnlag

Det vitenskapsfilosofiske grunnlaget for denne oppgaven tar utgangspunkt i eksisterende forskning og tidligere funn, hvor resultatene antas å være generaliserbare som grunnlag for fremtidig forskning. Studiet er et kvantitativt studie som baseres på regnskapsdata. Med utgangspunkt i eksisterende teori og tidligere forskning om relative effekter innen lønnsomhetsanalyser og strategisk ledelse, har det blitt utledet hypoteser fra tidligere forsknings funn og antagelser. Disse vil bli testet på et overordnet nivå ettersom forskningen på strategifeltet støtter dette perspektivet i analysen av de mest sentrale driverne av lønnsomhet.

3.2 Datagrunnlag

Datasettet for dette studiet er hentet ut ifra Thomson Reuters Datastream. Det består av regnskapstall fra tolv industrier med børsnoterte selskaper fra de fem største landene i Europa, rangert etter totalt bruttonasjonalprodukt. Her skiller denne oppgaven seg fra majoriteten av den tidligere forskningen som har fokusert på amerikanske selskaper og hatt liten variasjon i databasen som blir brukt. Industriene som er inkludert i analysen er klassifisert av Thomson Reuters og valgt ut ifra å representere et bredt spekter med risikoklasser basert på industri Asset Beta (se tabell 2). Landene som er inkludert er: Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia og Spania. Her kunne ulike land blitt inkludert, men for å få et studie som representerer Europa, ble fem store økonomier i Europa valgt ut. Russland ble utelatt grunnet meget begrenset tilgang på data over hele tidsperioden. Landene kunne også blitt valgt ut etter flere andre størrelsesindikatorer, som for eksempel antall innbyggere eller andre forholdstall, men her ble det valgt totalt

bruttonasjonalprodukt, som er en viktig økonomisk størrelse som sier noe om tilstanden og utviklingen i et lands økonomi (Halvorsen, 2017).

Grunnen til at ikke-børsnoterte selskaper ikke er inkludert i analysen, er mangel på datatilgang. Det kunne vært interessant å inkludere samtlige selskaper i industriene i analysen, men tilgangen på datasettet hindrer denne forskningen. Derfor fokuseres det i denne oppgaven på børsnoterte selskaper.

Tabell 2 - Oversikt over industrier brukt i analysen rangert etter industri asset betas

Industry Asset Betas		
Low	Medium	High
Beverages	Aerospace & defense	Automobile & parts
Food & drug retailers	Household goods & home construction	Technology hardware & equipment
Food producers	Mining	Construction & materials
Health care equipment & services	Support services	Travel & leisure

Kilde 1 - Oversikt over Asset Beta er hentet fra Berk and DeMarzo, Corporate Finance bok (Berk, et al., 2014)

3.3 Validitet og reliabilitet

Validitet handler om gyldighet, og hvor godt en klarer å måle det en faktisk ønsker å måle gjennom modellen. Et studie er valid dersom tolkningen og analysen av resultatene er basert på sanne premisser. Det er ikke nødvendigvis selve modellen som gjennomgår validitetstesten. Validitet er altså et spørsmål om man tolker resultatene riktig og studerer de riktige objektene for å tolke resultatene modellen predikerer. Dersom et studie konkluderes med å ha lav validitet, evner studiet i liten grad å svare på problemstillingen på bakgrunn av at en angivelig undersøker feil objekter. Denne oppgaven tar for seg børsnoterte selskaper fra tolv industrier i fem store europeiske land. Det er her viktig å være oppmerksom på at det finnes en andel selskaper som ikke er børsnoterte i disse landene som ikke blir inkludert i analysen. Dette hadde vært meget interessant å inkludere i analysen, men mangelfull tilgang på datagrunnlag har forhindret denne forskningen. Derfor er fokuset i oppgaven på børsnoterte selskaper, og det gjøres oppmerksom på at en generalisering av disse resultatene kan få et problem med validiteten i form av en mulig forskjell mellom ikke-børsnoterte og børsnoterte selskaper. Børsnoterte selskaper har et

press for å levere resultater til aksjonærer mellom hvert kvartalsresultat og kan ha et større press for å levere på både kortsiktig og langsiktig tid enn ikke-børsnoterte selskaper. Ikke-børsnoterte selskaper trenger å overbevise et mindre antall eiere om at den langsiktige strategiske retningen er korrekt, og at et stort vekstfokus på bekostning av kortsiktig fortjeneste er riktig for å sikre en langsiktig økning i fortjeneste og resultat. Likevel er det ingen grunn til å tro at dette er utelukkende tilfellet.

Reliabilitet omhandler målesikkerhet, og hvor pålitelig svaret modellen gir ut er. Dersom tilsvarende resultater vil gjentas for et annet datasett fra en annen tidsperiode, eller inkludering av flere år, kan en anta at en har en høy grad av reliabilitet. Som tidligere diskutert i litteraturen vil et datasett over få år inneholde risikoen for å bli påvirket av konjunktursvingninger. Derfor strekker datasettet i dette studiet seg over mange år for å unngå konjunkturproblemet som kunne utfordret datasettets reliabilitet. Et annet viktig poeng i reliabilitetsdiskusjonen er at dette forskningsstudiet omhandler relative effektstørrelser, og ikke absolutte størrelser. Et studie som omhandler absolutte størrelser kan utfordre reliabiliteten til studiet, men fordi dette studiet analyserer relative effektstørrelser sikres en angivelig generaliserbarhet og reliabilitet. Videre sikres dette gjennom dokumentering av metode for forskningsstudiet.

3.4 Modellestimering

I dette studiet benyttes et rammeverk med multiple nivåer for selskap, industri og landsspesifikke effekter som testes med "*hierarchical linear multilevel modeling*" (HLM Modeller). HLM modeller har blitt brukt i et mangfold av studier innen strategisk ledelse (Raudenbush, et al., 2004) (Stewart, et al., 1998) (Bamiatzi, et al., 2016). Fordelene med HLM modeller er at det tas hensyn til "samtidig oppdeling av varians-kovarians komponenter, og modellene tar eksplisitt høyde for uavhengigheten til feil forutsetninger som kan bli brutt ved bruk av andre teknikker som OLS regresjon" (Short, et al., 2009). Det argumenteres også for at HLM er mer fleksibelt i bruk. Modellen estimerer både tilfeldige og faste effekter, og det kreves ikke et "balansert" datasett for å generere resultater. På bakgrunn av dette og datasettet som blir analysert, med en naturlig hierarkisk inndeling, blir HLM-modell brukt i denne analysen av variasjoner i lønnsomhet blant selskaper. Det

benyttes i dette studiet en tre-nivå modell for å teste effekter av selskaper (1), sammen med effekter av industrier (2) og effekter av land (3) for hele datasettet.

Majoriteten av eksisterende og tidligere forskning har benyttet Return-on-Asset (ROA) som mål på selskapers lønnsomhet. Enkelte forskningsartikler diskuterer bruken av ROA, men fortsetter bruken for sammenligningsargumenter. I denne forskningsartikkelen kommer det til å bli benyttet et alternativt lønnsomhetsmål, Return-on-Invested-Capital (ROIC). Nyere finanslitteratur argumenterer sterkt for at dette er et bedre lønnsomhetsmål enn ROA (Koller, et al., 2015). ROA utregnes ved å ta årsresultatet og dele på totale eiendeler. Dersom omløpsmidlene øker som følge av en økning i kortsiktig gjeld, så blir det ikke hensyntatt med dette lønnsomhetsmålet. ROIC tar hensyn til denne problematikken, og regnes ut ved å ta årsresultatet og dele på totalkapitalen i selskapet. Totalkapitalen regnes ut ved å ta netto arbeidskapital og plusse på anleggsmidler. I netto arbeidskapital blir omløpsmidler korrigert for kortsiktig gjeld, og på bakgrunn av dette argumenteres det for at ROIC er et bedre lønnsomhetsmål enn ROA. Hvis totale eiendeler endrer seg som følge av at det tas opp mer kortsiktig gjeld i selskapet, så vil ikke ROIC ratioen endre seg. Basert på denne argumentasjonen kommer dette studiet til å benytte ROIC som lønnsomhetsmål. For sammenligningsargumenter er det interessant om et alternativt lønnsomhetsmål får påvirkning på resultatene av studiet. Samtidig finnes det et håp om at dette studiets bruk av ROIC blir inspirasjon for fremtidige forskningsartikler innenfor selskapers lønnsomhet.

Den første modellen (nivå en, selskap) tar for seg hvert selskaps gjennomsnittlig lønnsomhet som en funksjon av gjennomsnittet i industrien i samme land og tilfeldig feil i modellen:

Formel 1

$$ROIC\text{-}mean_{abc} = ROIC\text{-}Industry_{ob} + e_{ab}$$

Hvor $ROIC\text{-}mean_{abc}$ er gjennomsnittlig ROIC for et selskap a , i industri b og i land c . Koeffisienten $ROIC\text{-}Industry_{ob}$ er gjennomsnittet for alle selskapene i industri b , og e_{ab} er tilfeldige selskapseffekter (avviket fra et selskaps gjennomsnitt og gjennomsnittet i industrien). Notasjonen a , b og c står for selskap a : $a=1,2,\dots, n_a$ innenfor industri b : $b=1,2,\dots, n_b$, innenfor land c : $c=1,2,\dots, n_c$.

Den andre modellen (nivå to, industri) tar for seg gjennomsnittlig ROIC i industrien som en funksjon av gjennomsnittet for hele landet på tvers av alle industrier inkludert i analysen og tilfeldige industrieffekter:

Formel 2

$$ROIC-Industry_{ob} = ROIC-Country_{00b} + r_{ob}$$

Hvor $ROIC-Country_{00b}$ er gjennomsnittet for hele landet for alle industriene som er inkludert i analysen og r_{ob} er tilfeldige industrieffekter (avviket fra gjennomsnittet i industrien og gjennomsnittet for hele landet).

Den tredje modellen (nivå tre, land) tar for seg forskjeller mellom land som en funksjon av gjennomsnittet for alle land inkludert i analysen og de ulike lands avvik fra dette gjennomsnittet:

Formel 3

$$ROIC-Country_{00b} = ROIC-AllCountry_{000} + u_{00c}$$

Hvor $ROIC-AllCountry_{000}$ er gjennomsnittet på tvers av alle landene som er inkludert i analysen, og u_{00c} er tilfeldige landseffekter (avviket fra gjennomsnittet i landet og gjennomsnittet på tvers av alle land inkludert i analysen).

For alle de tre nivå-modellene antas det at de tilfeldige effektene (random errors) følger en normal distribusjon med 0 i gjennomsnitt og varians σ^2 . I dette studiet er målet for trenivå-modellen å fordele variasjonen i lønnsomhet i tre deler: blant selskaper innenfor samme industri σ^2 (nivå en), blant industrier innenfor samme land τ_π (nivå to), og blant land τ_β (nivå tre). Det er vanlig innenfor slike nivå-modeller å sette opp en felles modell til slutt som inkluderer variabelen fra den tredje modellen sammen med alle feilleddene:

Formel 4

$$Lønnsomhet_{abc} = ROIC-AllCountry_{000} + r_{ob} + u_{00c} + e_{ab}$$

I dette forskningsstudiet benyttes den statistiske programvaren Stata, med "xtmixed"-kommandoen for en hierarkisk multinivåmodell. Multinivåmodellen benyttes for å teste data

med en naturlig hierarkisk inndeling slik som datasettet i denne oppgaven har; forskjellige selskaper som igjen er en del av en industri som igjen er en del av et land.

Utrekningen av Variance Partition Coefficient (VPC) som gir et estimat for de tre ulike effektene, utregnes for selskaper i industrier med $[\sigma_2/(\sigma_2+\tau_\pi+\tau_\beta)]$, i industrier $[\tau_\pi/(\sigma_2+\tau_\pi+\tau_\beta)]$, og blant land $[\tau_\beta/(\sigma_2+\tau_\pi+\tau_\beta)]$. Dette utregnes på bakgrunn av tall som blir generert fra Stata med xtmixed kommandoen.

3.5 Uteliggere

Dette datasettet inneholder noen ekstremverdier for enkelte selskaper av ulike årsaker. En av grunnene til dette, er at for noen få selskaper er det mangel på data for hele perioden. Ved at det er begrenset tilgang på data for noen få selskaper, kan dette føre til ekstremverdier for selskapet i gjennomsnitt for perioden. For å unngå at disse ekstremobservasjonene skal påvirke analysen og resultatene, har uteliggere blitt fjernet fra datasettet før analysen ble gjennomført. Det er flere ulike grenser for uteliggere som en kan bruke, og en vil ikke utelate for mange av observasjonene som har en påvirkning, samtidig som en ikke vil ha med ekstremverdier fra kun et par observasjoner som fører til skjevhet i analysen. I denne forskningsartikkelen ble grensen for uteliggere satt ved at alle residualer som er tre standardavvik fra gjennomsnittet for den enkelte industri, ble tatt ut fra datasettet. Dette ble gjennomført i Stata.

4 Analyse og resultater

I dette kapitlet vil det først bli presentert deskriptiv statistikk fra datasettet, før så resultatene fra modellen blir presentert sammen med kommentarer til resultatene. Først i kapittel 5 blir de diskutert og knyttet opp mot hypotesene som er tidligere generert.

4.1 Deskriptiv statistikk

I tabell 3 vises deskriptiv statistikk for alle land gjennom hele tidsperioden. Av dem fem landene er det Italia som har lavest gjennomsnittlig ROIC for hele perioden, mens Storbritannia har den høyeste. Fra Max og Min kolonnen ser en problematikken med

outliers, og bakgrunnen for et behov for å utelate disse fra analysen. Datasettet inneholder 64.512 observasjoner.

Tabell 3 - Deskriptiv statistikk for alle land gjennom hele tidsperioden

Land	Gjennomsnittlig ROIC	Standardavvik	Max	Min	Observasjoner
Frankrike	6,94	12,42	107,69	-33,71	15232
Italia	4,65	12,41	98,14	-0,19	4352
Spania	6,03	26,85	191,94	-3,47	3776
Tyskland	5,77	22,64	286,05	-45,04	14656
Storbritannia	9,55	24,53	412,83	-66,75	26496
Totalt	6,59	21,39	412,83	-66,75	64512

Tabell 4 viser deskriptiv statistikk innenfor de ulike industriene i datasettet. Her kan en se hvilke industrier som har størst volatilitet og høyest gjennomsnittlig ROIC. Samt en oversikt over standardavvik for hele perioden innenfor de ulike industriene. Industrien "Support Services" representerer den høyeste gjennomsnittlige ROIC, samtidig som en ser at volatiliteten er relativt høy. Samtidig ser en at industrien "Aerospace & Defense" representerer en høy gjennomsnittlig ROIC og en av relativt lav volatilitet sammenlignet med resten av industriene i datasettet for denne tidsperioden.

Tabell 4 - Deskriptiv statistikk for alle industrier på tvers av alle land gjennom hele tidsperioden

Industri	Gjennomsnittlig ROIC	Standardavvik	Max	Min
Aerospace & Defence	10,44	5,80	26,28	3,17
Automobiles & parts	8,38	8,64	41,69	-10,58
Beverages	6,90	5,86	25,04	-2,66
Construction & Materials	6,66	9,53	55,85	-26,71
Food & Drug retailers	9,88	12,40	62,40	-2,56
Food producers	6,80	10,03	66,72	-15,39
Health Care Equipment	9,05	22,61	191,94	-17,85
Household goods	9,88	46,56	412,83	-13,89
Mining	5,04	9,94	57,58	-8,50
Support services	10,58	26,82	286,05	-45,04
Technology hardware	6,66	16,52	98,14	-33,71
Travel & Leisure	6,84	12,50	52,81	-66,75
Total	8,09	21,39	412,83	-66,75

I tabell 5 vises gjennomsnittlig ROIC på tvers av alle industriene inndelt i de ulike landene for hvert år. Her er det interessant å se utviklingen gjennom de ulike årene og tabellen illustrerer tydelig hvilken påvirkning finanskrisen fra 2008 fikk for alle landene involvert i datasettet.

Tabell 5 - Deskriptiv statistikk, ROIC på tvers av alle industrier innenfor ett land per år

År	Frankrike	Tyskland	Italia	Spania	UK
2001	7,58	6,78	4,64	6,26	8,00
2002	3,94	3,98	3,85	7,41	7,78
2003	9,41	5,04	4,36	9,29	9,39
2004	9,43	5,04	5,66	7,98	8,50
2005	9,41	8,62	6,52	8,92	13,03
2006	9,95	10,14	7,63	9,30	14,50
2007	10,36	15,62	7,53	9,39	13,35
2008	5,87	2,14	4,91	5,65	2,82
2009	2,36	2,07	3,94	3,89	6,30
2010	5,69	6,80	4,20	1,48	8,90
2011	12,81	3,31	4,23	5,27	9,79
2012	5,61	2,92	2,87	0,71	10,96
2013	3,25	3,72	5,08	1,62	13,99
2014	5,56	5,84	0,12	6,99	8,42
2015	5,35	5,40	3,63	5,65	7,58
2016	4,53	4,83	5,29	6,61	9,43

4.2 Inndeling av tidsperioder

Av tabell 5 ser en tydelig at fra år 2007 til 2008, så opplevde landene en sterk nedgang i økonomien, her representert gjennom ROIC. I denne oppgaven er det et fokus på å skille mellom økonomisk resesjon og ekspansjon. Ettersom datasettet inkluderer flere ulike land, og verden på litt forskjellige tidspunkt opplevde starten av finanskrisen, er det hensiktsmessig å tydeliggjøre en inndeling for økonomisk resesjon for denne analysen. I denne oppgaven blir tidsinndelingen fra "World Bank" benyttet, som indikerer at finanskrisen startet i Q4 2007 (World Bank, 2009). Det er derimot flere ulike synspunkter og meninger til når den finansielle krisen offisielt var over, og her er det angivelig naturlig å anta at det var en glidende overgang. Likevel må det settes en sluttdato for krisen for gjennomføring av denne analysen. Her blir også "World Bank" benyttet som kilde, og dermed blir den finansielle krisen satt til å vare fra Q4 2007 til ut 2011 (Heider, et al., 2012). Økonomisk ekspansjon blir derfor satt til to perioder i denne oppgaven, 2001 til og med Q3

2007, samt 2012 til 2016.

4.3 Resultater

I tabell 6 vises forklaringsgraden for variasjon blant selskapers lønnsomhet i form av prosentandel for selskapseffekter, industrieffekter og landseffekter gjennom variance partition coefficient. Denne prosenten er utregnet som beskrevet i metodekapittelet. Kolonne en viser oversikt for hele tidsperioden, mens kolonne to til fire viser forklaringsgraden innenfor inndelingen av tidsperiodene. Her er det meget interessant å sammenligne de ulike tidsperiodene og utviklingen av effekter innenfor de tre kategoriene. For hele perioden ser en at selskapseffekter er betydelig størst, samt at industrieffekter er litt høyere enn landseffekter. For inndelingen av de tre tidsperiodene ser en at landseffektene går betydelig ned og er nesten helt borte under finanskrisen. Fra første tidsperiode til siste er utviklingen av industrieffekter nedadgående, og minker for hver periode. Sammenlignet med effektene for hele perioden, ser en at selskapseffektene blir høyere under den finansielle krisen, mens effektene for industri og land reduseres. Tabell 6 som viser resultatene for analysen i denne oppgaven blir hjertet i denne forskningsartikkelen, og blir diskutert videre i kapittel 5.

Tabell 6 - VPC resultater. Hele perioden mot oppdeling av perioder før, under og etter finanskrisen.

	VPC			
	2001-2016	2001-Q3.2007	Q4.2007-2011	2012-2016
Selskapseffekter	95,76 %	97,90 %	98,10 %	98,66 %
Industrieffekter	2,18 %	2,05 %	1,88 %	1,00 %
Landseffekter	2,06 %	0,05 %	0,02 %	0,34 %

Kilde 2 - VPC = Variance partition coefficient

5 Diskusjon

I dette kapittelet vil resultatene bli diskutert og satt opp mot hypotesene. Videre drøftes begrensninger i oppgaven og implikasjoner forskningen og funnene har. Deretter vil det til slutt presenteres forslag for videre forskning.

5.1 Hypotesedrøfting

Dette forskningsstudiet er drevet og inspirert av det som i lang tid har blitt sett på som et nøkkeldiskusjon innenfor strategisk ledelse; i hvilken grad et selskaps skjebne er selvbestemt (Short, et al., 2009). For å besvare dette spørsmålet setter oppgaven det ressursbaserte perspektivet opp mot teorien om industriell organisasjon. Oppgaven undersøker selskaps- og bransjeeffekter i utvalget fra år 2001 til 2016, og gir ut et estimat for disse effektene. Resultatet av modellen gir sterk støtte for et av perspektivene.

Denne oppgaven finner sterk støtte for at selskapsspesifikke faktorer har stor påvirkning på selskapers lønnsomhet, og gir dermed støtte til tidligere forskning (McGahan, et al., 2002) (Short, et al., 2009) (Bamiatzi, et al., 2016). Oppgaven skiller seg likevel litt ut fra de resterende artiklene ved at den finner enda sterkere forklaringsgrad for faktorer ved selskapets egenart sammenlignet med bransjefaktorer. Dette støtter opp om det ressursbaserte perspektivet hvor selskapets interne ressurser blir beskrevet som kilden til lønnsomhet. Likevel er det viktig å være oppmerksom på at resultatene også finner støtte for at bransjespesifikke faktorer har påvirkning på variasjon i selskapers lønnsomhet. Dette støtter opp om teorien Industrial Organization. Til tross for at forklaringsgraden er vesentlig lavere enn for selskapsspesifikke faktorer, er den relevant. Resultatene viser at begge perspektivene er relevante og har en påvirkning, hvor faktorer ved selskapets egenart har vesentlig større påvirkning enn faktorer ved bransjen.

”Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn bransjespesifikke faktorer”.

I likhet med enkelte tidligere forskningsartikler, finner denne oppgaven vesentlig sterkere støtte for selskapsspesifikke faktorer som forklaringsvariabel for variasjon blant selskapers lønnsomhet enn bransjespesifikke faktorer. Gitt rammene tidligere definert og ut ifra denne

analysen gir oppgaven sterk støtte for hypotese 1. Dette resultatet antyder at interne faktorer ved selskapene som strategiske beslutninger og bruk av ressurser er viktigere for selskapers lønnsomhet, enn eksterne faktorer rundt markedsstrukturen. Likevel er det her viktig å være oppmerksom på at selv om denne hypotesen støttes, så er ikke eksterne faktorer likegyldige og har en påvirkning på selskapers lønnsomhet.

Det er også meget interessant å se forskjellen mellom hele tidsperioden og de ulike inndelingene. En ser av tabell seks at effektene varierer noe mellom de ulike inndelingene. For hver inndeling av tidsperioden så øker selskapseffekten og er på det sterkeste i den siste tidsperioden. Det kan være flere mulige årsaker til dette, men en mulig faktor fra det ressursbaserte perspektivet kan være at i motgangsperioder vil det blir større forskjeller mellom selskaper fordi interne ressurser og anvendelsen av disse blir helt avgjørende for hvordan man takler motgangen. De som har optimal utnyttelse av disse ressursene vil skape større lønnsomhet sammenlignet konkurrentene som ikke får til denne optimale utnyttelsen og vil møte tiden etter en resesjon med større lønnsomhet.

Denne analysen finner dermed sterk støtte for hypotese en og hypotesen kan dermed ikke forkastes.

”Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet i nedgangsperioder enn bransjespesifikke faktorer”.

Analysen gir sterk støtte for denne hypotesen. Selskapsspesifikke faktorer er i likhet med analysen for hele perioden, vesentlig sterkere enn bransjespesifikke faktorer, også i nedgangsperioder. Sammenlignet med hele perioden er forskjellen enda sterkere i nedgangsperioden.

Analysen finner også sterk støtte for denne hypotesen og den kan dermed ikke forkastes.

Fra et ressursbasert perspektiv indikerer dette at selskapets interne ressurser, og anvendelsen av disse, blir enda viktigere i motgangsperioder. Disse ressursene får enda større betydning for variasjonen blant selskapers lønnsomhet i perioder med økonomisk resesjon. Industrieffektene reduseres noe under perioden med finanskrisen, men det er landseffektene som får en relativt stor reduksjon som tar oss videre til de neste hypotesene.

”Selskapsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn landsspesifikke faktorer”.

Oppgaven finner meget sterk støtte for denne hypotesen gjennom både hele tidsperioden, og alle inndelinger av tidsperioder. Det betyr at oppgaven finner vesentlig sterkere støtte for at effekten av interne ressurser har større påvirkning for variasjon blant selskapers lønnsomhet enn landsspesifikke faktorer, uavhengig av økonomisk periode. Det er interessant å belyse utviklingen av effektene gjennom inndeling av de ulike tidsperiodene. På tilsvarende måte som effekten av selskapsspesifikke faktorer øker i finanskrisen, reduseres landseffekter til å nesten være ubetydelige. Her er det også viktig å være oppmerksom på at landene som er inkludert i analysen, representerer de fem største økonomiene i Europa. Det er sannsynlig at disse fem landene er relativt avhengig av hverandre og blir påvirket gjennom samarbeid, import og eksport. Dette kan være en forklaring til den sterke reduksjonen av landseffekter under finanskrisen. Likevel ser en av inndelingen av tidsperiodene at landseffekter reduseres for alle tre periodene, og det kan angivelig være mange forklaringer til dette.

”Bransjespesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet enn landsspesifikke faktorer”.

Oppgaven finner støtte for denne hypotesen, men med varierende styrke innenfor de ulike tidsperiodene. Analysen for hele perioden viser at bransjespesifikke faktorer kun har marginalt større effekt på variasjon blant selskapers lønnsomhet, enn landsspesifikke faktorer. Her er det ikke stor forskjell på resultatet for de to kategoriene, som indikerer at de har relativt lik effekt på variasjon blant selskapers lønnsomhet. Likevel er resultatene ganske annerledes ved inndelingen av tidsperiodene. Effekten av de bransjespesifikke faktorene reduseres også for de tre periodene, men reduksjonen er vesentlig større for landsfaktorene. Hypotesen har dermed sterkere støtte når datasettet deles inn i tidsperioder, enn når analysen baseres på hele tidsperioden. Denne forskjellen kan være grunnlag for en meget interessant og omfattende forskningsanalyse.

”Landsspesifikke faktorer har større effekt på variasjoner i selskapers lønnsomhet i nedgangsperioder enn i oppgangsperioder”.

Oppgaven finner ingen støtte for denne hypotesen, og den kan dermed forkastes i denne forskningsartikkelen. Den laveste effekten for landsspesifikke faktorer i denne analysen finner oppgaven i perioden med finanskrisen. Effekten i perioden før finanskrisen er også relativt liten, mens den øker i perioden etter finanskrisen.

5.2 Implikasjoner for teori og praksis

Dette studiet har funnet en større og sterkere selskapsspesifikk effekt enn andre tidligere anerkjente studier. Det kan være flere grunner til dette, men en mulig faktor kan være datagrunnlaget denne oppgaven bygger på. Dette skiller seg fra tidligere studier ved at det benyttes et stort antall europeiske selskaper fra tolv ulike industrier. Majoriteten av tidligere forskning benytter datagrunnlag som inneholder store amerikanske selskaper. Kun i den senere tid har forskningsartiklene begynt å bruke datagrunnlag fra andre land.

En annen mulig faktor er forskjellig bruk av lønnsomhetsmål. Denne oppgaven benytter ROIC, mens tidligere forskning har i stor grad brukt ROA som lønnsomhetsmål. Ettersom dette er to forskjellige lønnsomhetsmål er det angivelig grunn til å tro at det kan ha en påvirkning på analyse og resultater. Nøyaktig forskjell kan en eventuelt stadfeste ved å gjennomføre eksakt samme analyse med begge lønnsomhetsmålene, men det er ikke gjort i dette studiet.

En tredje mulig faktor er at dette datasettet inkluderer en finanskrisen som verden opplevde i 2008. Et annet forskningsstudie finner at et selskaps skjebne i større grad ligger i deres egne hender under en periode med resesjon sammenlignet med ekspansjon (Bamiatzi, et al., 2016). Ettersom dette datasettet inkluderer en finanskrisen, kan det derfor etter resultatet fra Bamiatzi indikere en sterkere effekt fra interne selskapsfaktorer sammenlignet med datasett som ikke inkluderer en finanskrisen.

Det er også viktig å belyse at det i denne oppgaven er funnet vesentlig større effekt fra selskapsspesifikke faktorer på variasjon blant selskapers lønnsomhet, enn fra bransje- og landeffekter. Dette indikerer, som tidligere nevnt, at interne ressurser og anvendelsen av disse er svært viktig for å overleve som selskap og oppnå lønnsomhet. Likevel gir ikke denne analysen noe svar på hvilke interne ressurser som skaper denne lønnsomheten, og eventuelt

hvilke som er mindre relevante. Derfor kan denne oppgaven være grunnlag for videre interessant forskning og analyse på området på et mer detaljert og kvalitativt nivå.

En annen faktor som det er viktig å være oppmerksom på i denne forskningsartikkelen, som kan utfordre reliabiliteten til analysen, er som nevnt tidligere i kapittelet, at landene som er inkludert i analysen er de fem største europeiske økonomiene og deres avhengighet av hverandre. På en side kan en anta at en global finanskrise, slik den verden opplevde i 2008, vil ha en effekt på samtlige verdens land, men i ulik grad. Til tross for at landene treffes av krisen i ulik grad, vil landseffekter ha en påvirkning uavhengig av dette. Hvordan de ulike landene bruker politiske og økonomiske tiltak vil ha en påvirkning på landseffektene mellom de ulike landene, til tross for at landene er samarbeidspartnere og avhengig av hverandre. På en annen side var landene i denne analysen en del av EU mens finanskrisen pågikk, og dette kan ha fått en påvirkning på resultatene i form av at de kunne sett annerledes ut med andre land. Dette baseres seg på antagelsen om at EU som organisasjon satte felles tiltak mot finanskrisen for sine medlemsland og støttet de landene som trengte mest hjelp. Derfor kan det spekuleres i at landseffektene kunne blitt annerledes under finanskrisen dersom andre land hadde blitt inkludert i analysen.

5.3 Begrensninger

Et av de viktigste aspektene som begrenser denne oppgaven er at den statistiske metoden ikke muliggjør signifikanstesting av resultatene direkte. Dette må sies å være en relativt stor begrensning ettersom signifikanstesting gir en nøytral vurdering av gyldigheten til resultatet. Likevel kan det argumenteres for at ulik bruk av metoder i ulike forskningsartikler med resultater som i stor grad sammenfaller med majoritet av tidligere forskning kan øke gyldigheten av resultatene.

Et annet aspekt som er viktig å nevne, er at denne oppgaven kun inkluderer aksjeselskap i datasettet. Det finnes utallige selskaper i alle verdens land som ikke er et aksjeselskap. Det finnes enkelte forskningsartikler som inkluderer selskaper med ulike eierformer, men grunnet begrensning med datatilgang inkluderer denne oppgaven kun aksjeselskap. Dette må sies å være en begrensning for generaliserbarheten av resultatene.

En annen begrensning denne oppgaven har, er at den baserer seg på et relativt overordnet nivå. Den ser ikke på og forklarer ingen detaljer rundt eksterne eller interne forhold ved selskapet og industrien. Heller ikke størrelse på selskapene blir hensyntatt i denne statistiske modellen. Som tidligere diskutert i oppgaven, er dette meget komplekse forhold som kan være vanskelig å beskrive. Sett på en annen side, er dette også styrken til oppgaven og hensikten var ikke å gå inn på detaljer, men å forsøke å forklare de mer overordnede faktorer.

5.4 Videre forskning

Forskningen på feltet lønnsomhetsanalyse blir beskrevet av litteraturen å ha et rikt grunnlag og være veldokumentert. Likevel har majoriteten av forskningen basert seg på datagrunnlag fra to amerikanske databaser. Dette bør sees på som en begrensning til forskningsgrunnlaget, og først den senere tid har andre databaser blitt benyttet. I en verden som hver dag blir mer og mer digital, hvor tilgangen på data angivelig blir enklere, bør derfor fremtidig forskning inkludere regnskapstall fra andre land og økonomier. En interessant vinkling kan være å forske på eventuelle forskjeller mellom selskapers ulike eierformer og hvilke utslag det kan føre til. I tillegg bør forskningen inkludere variabelen markedsandel, gjerne i sammenheng med omsetning, da dette området fortsatt er lite studert. Det finnes en mulighet for at selskapsspesifikk variasjon og endringer i den relative effekten også kan skyldes eksterne effekter som ikke fanges opp av modellene i forskningen.

En annen interessant vinkling kan være nærmere analyse av ulike selskapers organisasjonskultur og hvordan dette eventuelt påvirker selskapseffekter. Ettersom forskningen hittil i store deler har vært kvantitativ med empiriske analyser av regnskapsdata, kan rene kvalitative forskningsstudier med grundig analyse av selskaper være med på å tilføre forskningen noe nytt. Som en oppsummering vil det være interessant å analysere selskapseffekter mot industri og landeffekter i forskjellige organisasjonskulturer for å styrke generaliserbarheten til resultatene i forskningen.

6 Oppsummering

Problemstilling for denne oppgaven er ”*I hvilken grad forklares selskapets lønnsomhet gjennom selskapsspesifikke faktorer som strategi, bruk av interne ressurser og virksomhetsorganisering?*”. For å besvare denne problemstillingen ble data fra de fem største europeiske økonomiene hentet inn, med lønnsomhetsmålet ROIC fra de siste seksten årene. Forskningsartikkelen finner, i likhet med en del tidligere forskningsartikler, en sterk støtte for effekt av selskapsspesifikke faktorer, som støtter opp om det ressursbaserte perspektivet. Dette betyr at selskaper bør konsentrere seg om å utnytte sine interne ressurser på en best mulig måte og skape varig konkurransefortrinn i kampen om lønnsomhet blant konkurrentene. Likevel finner oppgaven støtte for at bransjespesifikke- og landsspesifikke faktorer ikke er likegyldige, men har en betydning, og støtter opp om teorien om Industrial Organization. Disse effektene står for under fem prosent av variasjonen blant lønnsomhet i selskaper, mens selskapsspesifikke faktorer står for over nittifem prosent. Effektene varierer noe under inndeling av økonomiske perioder, med resesjon og ekspansjon.

Kilder

Albright Jeremy J. og Marinova Dani M. Estimating Multilevel Models using SPSS, Stata, SAS, and R [Rapport]. - [s.l.] : Indiana University, 2010. - ss. 1-35.

Alexy O. [et al.] Surrendering control to gain advantage: Reconciling openness and the resource-based view of the firm [Artikkel] // Strategic management journal. - 2017. - ss. 1-24.

Bain J. S. Economies of scale, concentration, and the condition of entry in twenty manufacturing industries [Artikkel]. - [s.l.] : American Economic Review, 1954. - ss. 15-39.

Bain J. S. Relation of profit rate to industry concentration: American manufacturing, 1936-1940 [Artikkel]. - [s.l.] : The Quarterly Journal of Economics, 1951. - ss. 293-324.

Bamiatzi Vassilki [et al.] Revisiting the firm, industry, and country effects on profitability under recessionary and expansion periods: A multilevel analysis [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2016. - ss. 1448-1471.

Barney Jay Firm Resources and Sustained Competitive Advantage [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of Management, 1991. - ss. 99-120.

Berk Jonathan og DeMarzo Peter Corporate Finance [Bok]. - [s.l.] : Pearson, 2014. - Vol. Third edition : s. 419.

Bowman E. H. og Helfat C. E. Does corporate strategy matter? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2001. - ss. 1-23.

Bromiley P. og Rau D. Operations management and the resource based view: Another view [Artikkel] // Journal of Operations Management. - 2016. - ss. 95-106.

Butter FAD Managing Transaction Costs in the Era of Globalization [Artikkel]. - [s.l.] : Edward Elgar Publishing: Cheltenham., 2012. - s. 127.

Chakrabarti A, Vidal E og Mitchell W Business transformation in heterogeneous environments: the impact of market development and firm strength on retrenchment and growth reconfiguration [Artikkel] // Global Strategy Journal. - 2011. - ss. 6-26.

Chang Sea-Jin og Singh Harbir Corporate and Industry Effects on Business Unit Competitive Position [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2000. - ss. 739-752.

Chaplin Duncan Hierarchical Linear Models: Strengths and Weaknesses [Rapport]. - [s.l.] : The Urban Institute, 2003. - ss. 1-19.

Conner KR. A historical comparison of resourcebased theory and five schools of thought within industrial organization economics: do we have a new theory of the firm? [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of Management, 1991. - ss. 121-154.

Gale B. T. Market share and rate of return [Artikkel] // The review of economics and statistics. - 1972. - ss. 412-423.

Garcia-Sanchez J, Mesquita LF og Vassolo RS What doesn't kill you makes you stronger: the evolution of competition and entry-order advantages in economically turbulent contexts [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2014. - ss. 1972-1992.

Gelman A. og Hill J. Data analysis using regression and multilevel/hierarchical models [Artikkel] // Journal of Educational Measurement. - 2008. - ss. 94-97.

Goldszmidt Rafael G Burstein, Brito Luiz Artur Ledur og de Vasconcelos Flavio Carvalho Country effect on firm performance: A multilevel approach. [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of Business Research, 2011. - ss. 273-279.

Halvorsen Tore Statistisk Sentralbyrå [Internett]. - 23 August 2017. - 05 Oktober 2017. - <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/hva-er-egentlig-bnp>.

Hawawini Gabriel, Subramanian Venkat og Verdin Paul Is performance driven by industry- or firm-specific factors? A new look at the evidence [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2002. - ss. 1-16.

Heider Caroline, Khadr Ali og Kumar Anjali The World Bank [Internett] // IEG World Bank. - 2012. - 05 November 2017. - [http://lnweb90.worldbank.org/OED/OEDDocLib.nsf/DocUNIDViewForJavaSearch/31ABF4C694846CD9852579E3006D19C3/\\$file/crisis2_full_report.pdf](http://lnweb90.worldbank.org/OED/OEDDocLib.nsf/DocUNIDViewForJavaSearch/31ABF4C694846CD9852579E3006D19C3/$file/crisis2_full_report.pdf).

Helfat C. E. og Peteraf M. A. The dynamic resource - based view: Capability lifecycles [Artikkel] // Strategic management journal. - 2003. - ss. 997-1010.

Hoffman D. A. og Gavin M. B. Centering decisions in hierarchical linear models: Implications for research in organizations [Artikkel] // Journal of Management. - 1998. - ss. 623-641.

Hofmann David A. An Overview of the Logic and Rationale of Hierarchical Linear Models [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of Management, 1997. - ss. 723-744.

Karniouchina Ekaterina V. [et al.] Extending the firm vs. industry debate: Does industry life cycle stage matter? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2013. - ss. 1010-1018.

Ketchen DJ, Hult GTM og Slater SF Toward greater understanding of market orientation and the resource-based view [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2007. - ss. 961-964.

Koller, Goedhart og Wessels Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies [Bok]. - [s.l.] : McKinsey & Company, 2015. - Vol. 6th edition : ss. 96-116.

Lioukas C., Reuer J. og Zollo M. Effects of Information Technology Capabilities on Strategic Alliances: Implications for the Resource-Based View [Artikkel] // Journal of Management studies. - 2016. - ss. 161-183.

Majumdar SK og Bhattacharjee A. Firms, markets, and the state: institutional change and manufacturing sector profitability variances in India [Artikkel]. - [s.l.] : Organization Science, 2014. - ss. 509-528.

Makino S, Isobe T og Chan CM Does Country Matter? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2004. - ss. 1027-1043.

Mason Edward S. Price and Production Policies of Large-Scale Enterprise [Artikkel]. - [s.l.] : American Economic Association, 1939. - ss. 61-74.

McGahan AM og Porter ME What do we know about variance in accounting profitability? [Artikkel] // Management Science. - 2002. - ss. 834-851.

McGahan AM og Victor R How much does home country matter to corporate profitability? [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of International Business Studies, 2010. - ss. 142-165.

McGahan Anita M. og Porter Michael E. How Much Does Industry Matter, Really? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 1997. - ss. 15-30.

McMillian J. Market institutions [Artikkel]. - [s.l.] : The new Palgrave Dictionary of Economics, 2007. - ss. 24-38.

Misangyi Vilmos F. [et al.] A new perspective on a fundamental debate: A multilevel approach to industry, corporate, and business unit effects [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2006. - ss. 571-590.

Mollick Ethan People and process, suits and innovators: the role of individuals in firm performance [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 2012. - ss. 1001-1015.

Morgeson FV [et al.] An investigation of the cross-national determinants of customer satisfaction [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of the Academy of Marketing Science, 2011. - ss. 198-215.

Peng MW, Wang DY og Jiang Y An institution-based view of international business strategy: a focus on emerging economies [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of International Business Studies, 2008. - ss. 920-936.

Porter M. Competitive Advantage [Artikkel]. - [s.l.] : New York: Free Press, 1985.

Porter M. The contributions of industrial organization to strategic management [Artikkel]. - [s.l.] : Academy of Management Review, 1981. - ss. 609-620.

Rabe-Hesketh Sophia og Skrondal Anders Multilevel and Longitudinal Modeling Using Stata [Bok]. - [s.l.] : Stata Press, 2008. - Second Edition : ss. 429-473.

Raudenbush S [et al.] HLM 6: Hierarchical Linear & Nonlinear Modeling [Bok]. - [s.l.] : SSI Scientific Software International, 2004.

Raudenbush S. W. Reexamining, reaffirming, and improving application of hierarchical models [Artikkel] // Journal of Educational and Behavioral Statistics. - 1995. - ss. 210-220.

Roquebert Jamie A., Phillips Robert L. og Westfall Peter A. What Drives Profitability? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal Vol 17 No. 8, 1996. - ss. 653-664.

Rumelt Richard P. How Much Does Industry Matter? [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 1991. - ss. 167-185.

Schmalensee Richard Do Markets Differ Much? [Artikkel]. - [s.l.] : American Economic Association, 1985. - ss. 341-351.

Schwarzer Daniela The Euro Area Crises, Shifting Power Relations and Institutional Change in the European Union [Artikkel] // Global Policy Volume 3. - [s.l.] : Weatherhead Center for International Affairs, Harvard University, 2012.

Schwarzer D. The euro area crises, shifting power relations and institutional change in the European Union [Artikkel] // Global Policy. - 2012. - ss. 28-41.

Short JC [et al.] Firm and industry effects on firm performance: a generalization and extension for new ventures [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Entrepreneurship Journal, 2009. - ss. 47-65.

Stewart JWH [et al.] A proclivity for entrepreneurship: a comparison of entrepreneurs, small business owners, and corporate managers [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of Business Venturing, 1998. - ss. 189-214.

Teece David J., Pisano Gary og Shuen Amy Dynamic Capabilities and Strategic Management [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 1997. - ss. 509-533.

Tong TW [et al.] How much does country matter? An analysis of firms' growth options [Artikkel]. - [s.l.] : Journal of International Business Studies, 2008. - ss. 387-405.

Tungesvik Erlend Effekter av bransje- og selskapsspesifikke faktorer på norske selskapers lønnsomhet [Artikkel]. - 2016.

Wernerfelt B. A resource-based view of the firm [Artikkel]. - [s.l.] : Strategic Management Journal, 1984. - ss. 171-180.

World Bank The World Bank [Internett] // ECON World Bank. - 22 June 2009. - 05 November 2017. -

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/0,,contentMDK:22216733~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469372,00.html>.



Norges miljø- og biovitenskapelige universitet
Noregs miljø- og biovitenskapelige universitet
Norwegian University of Life Sciences

Postboks 5003
NO-1432 Ås
Norway