

Södertörns högskola  
Institutionen för ekonomi och företagande  
Företagsekonomi Fördjupningskurs  
Magisteruppsats 10 p  
Handledare: Eron Oxing  
Vårterminen 2007  
2007-06-04

södertörns  
högskola

---

UNIVERSITY COLLEGE

---

# Värderarens val av metod

## – påverkansfaktorer vid företagsvärdering

Författare  
Anne Benedicks  
Veronica Öberg

# Förord

Uppsatsens idé föddes efter att vi läst en företagsvärderingskurs på Södertörns Högskola. Kursen berörde olika företagsvärderingsmetoder och den kunskap vi inhämtade när vi praktiserade dessa metoder ledde fram till frågor som vi i denna uppsats har velat besvara.

Vi vill tacka alla de personer som hjälpt till att göra denna uppsats genomförbar. Ett speciellt tack vill vi rikta till finansanalytikern Peter Malmqvist, revisorn Göran Johansson och juristen Per Sandell. Er tid och kunskap har varit värdefull för oss.

Vi vill även tacka vår handledare Eron Oxing och vår opponentgrupp för den konstruktiva kritik som framförts under resans gång.

Eventuella fel eller brister kan inte lastas ovannämnda personer utan enbart författarna själva.

Södertörns Högskola den 4 juni 2007

Anne Benedicks

Veronica Öberg

# Sammanfattning

- Titel:** Värderarens val av metod – påverkansfaktorer vid företagsvärdering
- Seminarium:** 2007-06-04
- Ämne/kurs:** Företagsekonomi fördjupningskurs, magisteruppsats 10 p.
- Författare:** Anne Benedicks och Veronica Öberg
- Handledare:** Eron Oxing
- Yrkesgrupper:** Finansanalytiker, revisorer och jurister.
- Nyckelord:** Företagsvärdering, värderingsmetoder, kassaflödesanalys, jämförande värdering, substansvärdemetoden.
- Problemformulering:** Vad är avgörande för att en specifik företagsvärderingsmetod väljs?
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att identifiera, analysera och utvärdera vilka de vanligast förekommande värderingsmetoderna är för finansanalytiker, revisorer och jurister samt vilka faktorer som påverkar valet av metod.
- Metod:** En flerfallstudie har gjorts hos de berörda yrkeskategorierna. Primärdata samlades in genom semistrukturerade intervjuer samt enkätundersökning.
- Teoretisk referensram:** Den teoretiska referensramen utgår från uppsatsens beroende variabel, värderarens roll. De oberoende variabler som värderaren är beroende av är: relativ företagsvärdering, värderingssituationer, informationskällor, värderingsprocessen, värderingsmetoder och god värderingssed.
- Empiri:** Material från intervjuer och enkätundersökning visar på hur respektive yrkeskategori handlar i en företagsvärderingssituation samt varför och med vilken värderingsmetod. Enligt intervjuerna använder finansanalytikern oftast jämförande värdering, revisorn väljer kassaflödesanalys medan juristen väljer substansvärdemetoden.
- Slutsats:** Uppsatsens resultat överensstämmer på ett bra sätt med tidigare forskning inom området. Den största bakomliggande faktorn till att värderaren väljer en viss värderingsmetod beror oftast på situationen. Exempel på andra avgörande element är relationen till kunden, tillgång till information samt vilken typ av företag som ska värderas.

# Abstract

**Title:** The appraiser's choice of valuation method – factors that influences the choice of company valuation methods

**Seminar date:** 04/06/07

**Course:** Master thesis in Business Administration, 10 Swedish credits.

**Authors:** Anne Benedicks and Veronica Öberg

**Advisor:** Eron Oxing

**Profession of category:** Financial analysts, auditors and company lawyers.

**Key words:** Company valuation, valuation methods, cash flow analysis, comparative valuation, the net asset value method.

**The Main Issue:** What is of decisive importance when choosing a special company valuation method?

**Purpose:** The purpose of this paper is to identify, analyse and evaluate the most common methods of valuation for financial analysts, auditors and company lawyers and those factors that influences the choice of method.

**Method:** A multiple survey has been implemented for the actual profession categories. Primary data was collected through semi-structured interviews and a questionnaire survey.

**Theoretical:** The theoretical frame of reference is based upon the paper's dependent variable, i.e. the role of the appraiser. The appraiser is dependent of following independent variables: comparative valuation of company, situations of valuation, relevant information, the processes of valuation, the methods of valuation and common custom valuation.

**Empiricism:** Material from the interviews and the questionnaire survey shows how the professional category respectively acts when they value a company and why and which valuation method is used. According to the interviews the financial analysts often uses comparative evaluation, the auditor uses the cash flow analysis while the lawyer chooses the net asset value method.

**Conclusion:** The result of this paper considerable agrees to earlier research within the field. The main underlying factor for the appraiser to choose a certain evaluation method is simply depending on the actual situation. Example of other determining factors is customer relations, access to relevant information and which type of business under evaluation.

# Innehållsförteckning

<b>1 INLEDNING</b>	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	3
1.4 SYFTE	3
1.5 BEGREPPSFÖRKLARING	4
1.6 UPPSATSENS DISPOSITION	5
<b>2 METOD</b>	<b>6</b>
2.1 FORSKNINGSANSATS	6
2.2 FORSKNINGSSTRATEGI	6
2.3 FORSKNINGSMETOD	7
2.3.1 KVALITATIV ANSATS	7
2.3.2 KVANTITATIV ANSATS	7
2.4 DATAINSAMLINGSMETOD	7
2.4.1 PRIMÄR- OCH SEKUNDÄRDATA	7
2.4.2 INTERVJUER	8
2.4.3 ENKÄTUNDERSÖKNING	9
2.4.4 SKRIFTLIGA KÄLLOR	9
2.5 URVAL	9
2.6 VALIDITET	10
2.7 RELIABILITET	10
<b>3 TEORI</b>	<b>11</b>
3.1 VÄRDERARENS ROLL	11
3.1.1 FINANSANALYTIKERN	11
3.1.2 REVISORN	12
3.1.3 JURISTEN	12
3.2 RELATIV FÖRETAGSVÄRDERING	13
3.3 VÄRDERINGSSITUATIONER	13
3.3.1 FRIVILLIGA/OFRIVILLIGA VÄRDERINGSSITUATIONER	13
3.3.2 DUE DILIGENCE	14
3.3.3 FUNDAMENTAL ANALYS	14
3.4 INFORMATIONSKÄLLOR	15
3.5 VÄRDERINGSPROCESSEN	16
3.6 VÄRDERINGSMETODER	17
3.6.1 AVKASTNINGSVÄRDERING	17
3.6.1.1 VÄRDERING GRUNDAT PÅ FÖRETAGETS UTDELNINGAR	17
3.6.1.2 DISKONTERAT KASSAFLÖDE	17
3.6.2 SUBSTANSVÄRDEMETODEN	18
3.6.3 JÄMFÖRANDE VÄRDERING	18
3.6.4 EVA	19
3.6.5 RESIDUALVINSTVÄRDERING	19
3.6.6 METODERNAS LIKHETER OCH SKILLNADER	19
3.7 GOD VÄRDERINGSSÄD	21
3.8 TEORETISK REFERENSRAM	21

<b>4 EMPIRI</b>	<b>23</b>
<b>4.1 FINANSANALYTIKERNS ROLL</b>	<b>23</b>
4.1.1 DEN UTREDANDE ROLLEN	23
4.1.2 AVTAL	23
<b>4.2 REVISORNS ROLL</b>	<b>23</b>
4.2.1 DEN KOMMUNIKATIVA ROLLEN	24
4.2.2 AVTAL	25
<b>4.3 JURISTENS ROLL</b>	<b>25</b>
4.3.1 DEN SOCIALA ROLLEN	25
4.3.2 AVTAL	26
<b>4.4 RELATIV FÖRETAGSVÄRDERING</b>	<b>26</b>
<b>4.5 VÄRDERINGSSITUATIONER</b>	<b>26</b>
4.5.1 FRIVILLIGA/OFRIVILLIGA VÄRDERINGSSITUATIONER	26
4.5.2 DUE DILIGENCE/FUNDAMENTAL ANALYS	27
<b>4.6 INFORMATIONSKÄLLOR</b>	<b>28</b>
<b>4.7 VÄRDERINGSPROCESSEN</b>	<b>29</b>
<b>4.8 VÄRDERINGSMETODER</b>	<b>30</b>
<b>4.9 GOD VÄRDERINGSSSED</b>	<b>32</b>
<b>4.10 ENKÄTUNDERSÖKNINGEN</b>	<b>32</b>
4.10.1 VANLIGASTE VÄRDERINGSMETODEN BLAND ALLA TILLFRÅGADE	33
4.10.1.1 UTFALL PER RESPEKTIVE YRKESKATEGORI	33
4.10.2 FAKTORER SOM PÅVERKAR VALET AV METOD	34
4.10.2.1 UTFALL PER RESPEKTIVE YRKESKATEGORI	34
4.10.3 ÖVRIGA KOMMENTARER FRÅN DELTAGARNA	35
4.10.3.1 FINANSANALYTIKERN	35
4.10.3.2 REVISORN	36
4.10.3.3 JURISTEN	36
4.10.3.4 ANNAN	36
<b>5 ANALYS</b>	<b>37</b>
<b>5.1 VÄRDERARENS ROLL</b>	<b>37</b>
<b>5.2 RELATIV FÖRETAGSVÄRDERING</b>	<b>38</b>
<b>5.3 VÄRDERINGSSITUATIONER</b>	<b>38</b>
<b>5.4 INFORMATIONSKÄLLOR</b>	<b>39</b>
<b>5.5 VÄRDERINGSPROCESSEN</b>	<b>39</b>
<b>5.6 VÄRDERINGSMETODER</b>	<b>40</b>
<b>5.7 GOD VÄRDERINGSSSED</b>	<b>42</b>
<b>5.8 ENKÄTUNDERSÖKNINGEN</b>	<b>42</b>
<b>6 RESULTAT</b>	<b>44</b>
6.1 UPPSATSENS RESULTAT	44
<b>7 SLUTSATS</b>	<b>45</b>
7.1 SLUTLEDNINGAR	45
7.2 FÖRFATTARNAS EGNA REFLEKTIONER	47
7.3 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	47

<b>8 KRITISK GRANSKNING</b>	<b>49</b>
8.1 VALIDITET	49
8.2 RELIABILITET	50
8.3 GENERALISERBARHET	50
<b>KÄLLFÖRTECKNING</b>	<b>51</b>
<b>BILAGOR</b>	<b>53</b>
BILAGA 1 INTERVJUFRÅGOR	53
BILAGA 2 ENKÄTUNDERSÖKNING	54
<b>APPENDIX</b>	<b>55</b>
VÄRDERINGENS SKILLNADER MELLAN YRKESGRUPPER	55

## Figurförteckning

FIGUR 1. TEORETISK REFERENSRAM	22
FIGUR 2. FÖRDELNING AV RESPEKTIVE YRKESGRUPPS VAL AV METOD	33
FIGUR 3. FAKTORER SOM PÅVERKAR VALET AV METOD – FÖRDELAT PÅ RESPEKTIVE YRKESGRUPP	35

## Tabellförteckning

TABELL 1. ANTALET PERSONER ARBETANDE MED FÖRETAGSVÄRDERING	32
--	----

# 1 Inledning

*Kapitlet inleds med en bakgrund som ger läsaren en inblick i ämnet. Ur bakgrunden växer en problemdiskussion fram som slutligen leder fram till uppsatsens problemformulering och syfte. Kapitlet avslutas med en begreppsförklaring samt en översiktlig disposition över uppsatsens struktur.*

---

## 1.1 Bakgrund

Ekonomiska resurser kan organiseras på olika sätt, varav ett är genom en marknad. Marknaden bildas genom den aggregerade information och kunskap som de medverkande besitter. Genom de medverkandes efterfrågan och tillgång skapas ett marknadspris vilket gör att resurser kan byta ägare. Information är grundstenen för en marknad och tillräcklig information gör den effektiv (Hayek 1945 se Flöstrand 2006, s. 9). Hayek menar att den teoretiska aspekten på att organisera en marknads resurser har gjort att nutida forskare studerar hur marknadspriser rör sig för att förstå hur marknaden fungerar.

Eugene Fama introducerade år 1965 teorin om den effektiva marknaden. Han menade att effektiviteten på en marknad kan avgränsas till tre delar: svag, medelstark och stark. En svag marknad innebär att marknadspriset återspeglar det gamla priset. En medelstark marknad är den där marknadspriset reflekterar all offentlig information och en stark effektiv marknad innebär att marknadspriset återspeglar all offentlig och intern information. Den teoretiska aspekten bakom teorin om den effektiva marknaden grundar sig på att intressenter är rationella varelser och befattar sig bara med värderelevant information. (Flöstrand 2006, s. 10)

Dagens ineffektiva marknad grundar sig på att all information inte är tillgänglig för alla intressenter, på så sätt är dagens pris missvisande och därför uppstår handel mellan resurser. Arbitragemekanismen<sup>1</sup> är en hörnsten inom modern kapitalmarknad. Resurser köps och säljs och intressenter tjänar pengar på snabba affärer. Skulle marknaden vara starkt effektiv och priset spegla tillgänglig information skulle ingen tjäna pengar på att köpa och sälja resurser. (Flöstrand 2006, s. 11)

---

<sup>1</sup> Handel där man utnyttjar pris- och kursskillnader, t.ex. förvärv och fusioner av företag (Nationalencyklopedin, 2007)



När en intressent ska investera i en resurs vill han veta vad han får, vad det är värt och hur mycket han ska betala för att få det. Om intressentens presumtiva resurs är ett företag krävs det olika kompetenser för att komma fram till vad företaget är värt. Här krävs det mycket av de köpare, revisorer, konsulter och jurister som ska göra den noggranna genomgången av ett investeringsobjekt. (Ekström 2000, s. 11)

Värderingar är subjektiva, dock söker värderaren ett ”objektivt” marknadsvärde vid värdering av ett företag, detta görs med hjälp av ett antal metoder. Företagets värde beror dock aldrig på vilken metod som används. Metoderna är endast ett medel för att värderaren ska komma till sin slutsats (Ekström 2000, ss. 14-15). I dagsläget är många värderingskonsulter stressade över att prestera bra värderingar och värderingen blir kanske inte alltid så grundlig som den borde. Företag och investerare borde istället fokusera på det värderade företagets fundamentala uppträdande och göra en värdering utifrån det, istället för att bara godtyckligt värdera (Haines 2007-02-05).

Vilken företagsvärderingsmetod som väljs beror enligt teoretikerna på värderarens instinkt och tidigare erfarenhet från värdering. Dock försöker teoretikerna skapa normgivande argument till fördel för vissa metoder utifrån sina egna empiriska undersökningar. (Flöstrand 2006, s. 12)

## 1.2 Problemdiskussion

Det finns en uppsjö av olika värderingsmetoder att välja mellan när intressenter ska omvandla prognosen till en användbar värdering. Det som skiljer sig är om värderaren väljer en metod som ser till företagets värde vid en viss tidpunkt eller om han väljer en metod som ser till historiska och prognostiserade värden.

Avsikten till varför ett företag ska värderas kan skilja sig stort. Ägarna ska kanske värdera det företag de äger med hänsyn till eventuell avyttring av aktier i företaget. Juristen ska värdera ett företags resurser vid en konkurs. Analytikern ska värdera företaget för att ge köp eller säljrekommendationer. Kreditinstitut vill se värdet på det företag som beviljats lån. Revisorer ska värdera företaget för en eventuell försäljning.

Värdet på företagets resurser fås genom användandet av olika verktyg, vilka är redskap för värderaren att komma till en slutsats. Syftet med en värdering styr inriktningen och omfattningen på arbetet som utförs. Det styr också vilken definition av värde som bör användas och som ska vara utgångspunkt för värderingen. Om ägarna ska sälja en viss del av aktierna i sitt företag kan det vara en nackdel om revisorn gör en för låg värdering, då görs ingen affär, vilket kan innebära att investeringar i företaget skjuts på framtiden. Om juristen värderar konkursbon för lågt drabbas borgenärerna så till vida att konkursboets immateriella värden försvinner och en eventuell rekonstruering av konkursboet uteblir. Om finansanalytikern värderar aktier för sina kunder, drabbas kunderna om värderingen är helt felaktig och baseras på ”lufttillgångar”.

Frågan är då vad det är som avgör att en viss metod väljs framför en annan. Kan dolda motiv eller att en värderare tillhör en viss bransch vara godtyckliga anledningar till att olika val görs, eller är det företagskultur, traditioner, yrkeskategori eller gammal vana som gör att en specifik metod väljs. Eller finns det andra motiv? Väljer finansanalytikern en metod medan revisorn väljer en annan och juristen en tredje?

### **1.3 Problemformulering**

Vad är avgörande för att en specifik företagsvärderingsmetod väljs?

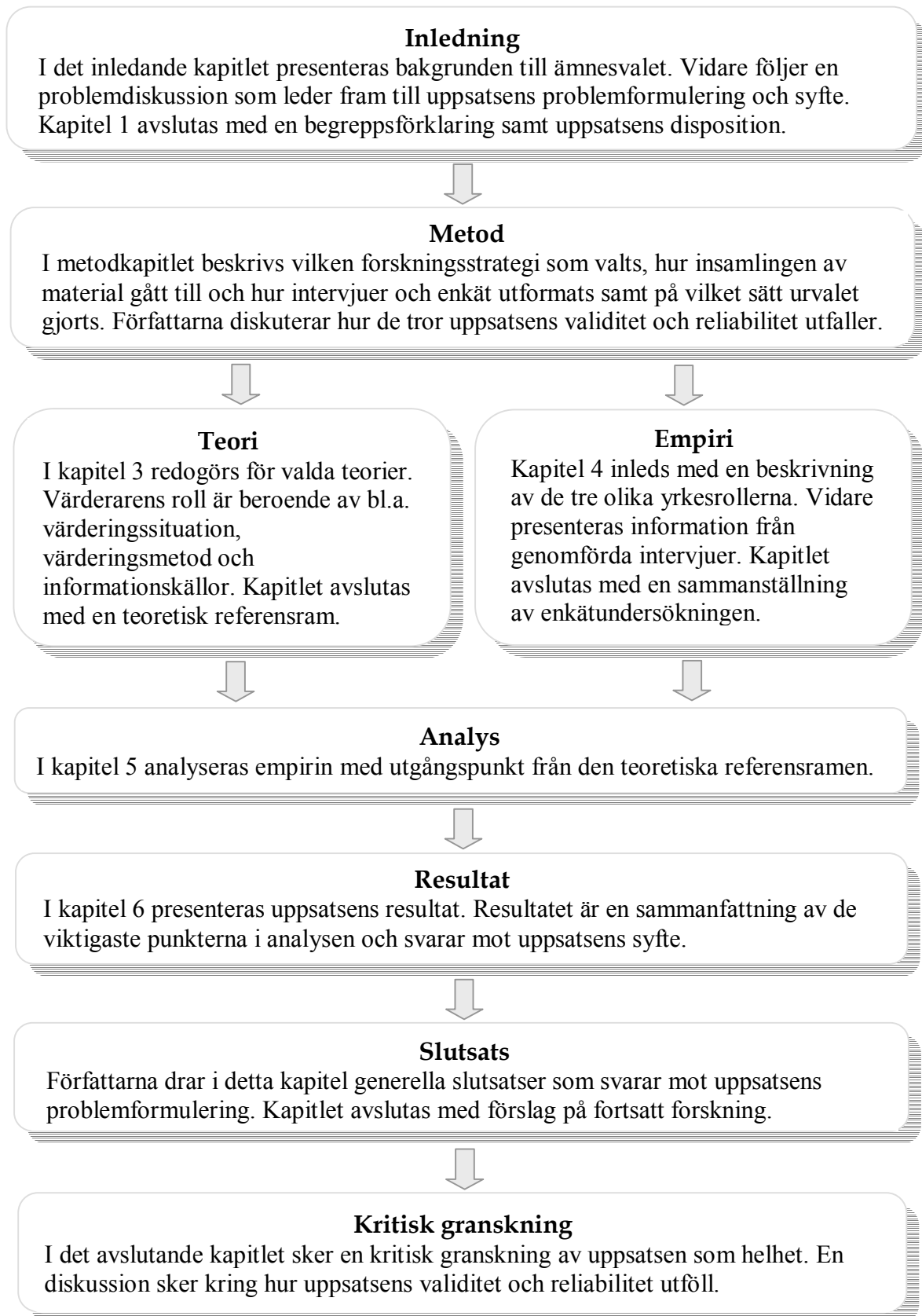
### **1.4 Syfte**

Syftet med uppsatsen är att identifiera, analysera och utvärdera vilka de vanligast förekommande företagsvärderingsmetoderna är för finansanalytiker, revisorer och jurister samt vilka faktorer som påverkar valet av metod.

## 1.5 Begreppsförklaring

Alternativkostnad	Värdet på något som offras genom att använda resurserna till att uppnå detta "något" istället för att använda dem på bästa alternativa sätt.
Buy-side	Institutionella investerare, t.ex. fond och pensionsförvaltare.
Diskonteringsränta	En funktion av den risk som är förenad med investering samt tidens inverkan på pengar.
Diskonterat kassaflöde (DCF)	Värderingsmetod där framtida kassaflödesprognoser diskonteras till nuvärde, ofta med WACC.
EVA	En finansiell styrningsmetod som beräknar verkligt ekonomiskt resultat.
Fusion	En kombination av två eller flera bolag.
Förvärv	Ett företag köper majoritetsintresse i ett annat företag.
God redovisningssed	Redovisningsförfarande som skall följas av den som är bokföringsskyldig.
Kapitalisera	När upplupen ränta läggs till kapitalet vid ränteberäkning, ger en ränta på ränta-effekt.
Nuvärde	Värdet av framtida belopp idag.
P/CF	Aktiepris dividerat med kassaflöde per aktie.
P/E	Vinstmultiplikator. Börskursen för en aktie dividerad med vinsten per aktie efter skatt.
Residualvinst	Residualvinster är ett mått på det mervärde som skapas utöver de bokförda tillgångarnas förväntade avkastning.
Sell-side	Mäklare, handlare och analytiker som förser buy-side med rekommendationer.
Substansvärde	Skuldernas verkliga värde subtraheras från tillgångarnas verkliga värde vilket ger substansvärdet eller "justerat eget kapital".

## 1.6 Uppsatsens disposition



## 2 Metod

*I detta kapitel redogör författarna för sina val av metoder. Den valda forskningsansatsen, forskningsstrategin och datainsamlingsmetoden beskrivs. Vidare följer en redogörelse för hur urvalet gått till. Kapitlet avslutas med en diskussion kring hur författarna tror att uppsatsens validitet och reliabilitet kommer att bli.*

---

### 2.1 Forskningsansats

Ett primärt mål med den samhällsvetenskapliga forskningen är att integrera teori och empiri. Utan denna integration skulle en empirisk undersökning utan teoretiskt stöd lätt kunna bli en beskrivning av ett enskilt fenomen, vilket inte tillför forskningen något. För att hitta en logisk övergång mellan teori och empiri finns det två ansatser att utgå ifrån, deduktiv respektive induktiv. Denna uppsats kommer att utgå från den deduktiva ansatsen vilket innebär att de generella teorier som presenteras i kommande kapitel kommer att testas med den framtagna empirin. Med andra ord kommer en avledning från det generella till de konkreta att ske. (Johannessen & Tufte 2002, s. 35)

### 2.2 Forskningsstrategi

Författarna har i denna uppsats valt flerfallstudie som forskningsstrategi. En fallstudie syftar till att samla mycket information om ett avgränsat fenomen (Johannessen & Tufte 2002, s. 56). Kännetecknande för fallstudien som strategi är djupet och detaljriktigheten samt att fokus ligger på de relationer och processer som uppstår. En annan fördel är att studien tillåter flera insamlingskällor och metoder (Denscombe 2000, s. 41-43).

Fallstudien består dels av en intervjuserie med tre olika yrkeskategorier, en finansanalytiker, en revisor samt en jurist, dels består den av en enkätundersökning. Intervjuerien syftar till att mer ingående ta reda på varför en viss värderingsmetod väljs framför en annan medan enkätundersökningen ska visa vilken metod som är vanligast förekommande hos de olika yrkesgrupperna.

## 2.3 Forskningsmetod

Uppsatsens empiri grundas både på en kvalitativ ansats och på en kvantitativ ansats. Båda angreppssätten har som mål att etablera kunskap och de kan med fördel kombineras i samma forskningsprojekt. (Johannessen & Tufte 2002, s. 67)

### 2.3.1 Kvalitativ ansats

När forskaren utgår från en kvalitativ ansats är de vanligaste tillvägagångssätten för att samla information intervjuer eller observationer. Kännetecknande för den kvalitativa ansatsen är de ”mjuka” data som framkommer samt den flexibilitet som forskaren har under t.ex. en intervju. De data som kommer fram bearbetas, tolkas och analyseras sedan i nästa steg. (Johannessen & Tufte 2002, ss. 68-72)

Huvudfokus kommer i denna uppsats ligga på de intervjuer som genomförs. Här kommer författarna att få en chans att mer djupgående ta reda på vilka faktorer som påverkar valet av värderingsmetod och genom detta kunna genomföra en djupgående analys.

### 2.3.2 Kvantitativ ansats

I kvantitativa ansatser utgår forskaren från ”hård data”, t.ex. en enkätundersökning och lämpar sig därför speciellt för olika slags räkneoperationer. Utmaningen är att hitta så exakt formulerade frågor som möjligt för att forskaren verkligen ska mäta det fenomen han vill belysa. Flexibiliteten i denna ansats är mindre än vid den kvalitativa ansatsen, metoden kräver därför ett grundligt förarbete med frågeformuläret eftersom detta inte kan ändras i efterhand. (Johannessen & Tufte 2002, ss. 67-71)

Som ett komplement till intervjuerna kommer en enkätundersökning att genomföras. Syftet med denna enkätundersökning är att ta reda på vilken värderingsmetod som är vanligast bland de undersökta yrkeskategorierna samt att ta reda på varför en specifik värderingsmetod väljs framför en annan.

## 2.4 Datainsamlingsmetod

### 2.4.1 Primär- och sekundärdata

De data som används i en uppsats kan ha både en primär och en sekundär karaktär. Data som forskaren samlar in under arbetets gång är primärdata. Primärdata kan bestå av material från

t.ex. intervjuer, observationer eller enkätundersökningar. Information som alla har tillgång till och som är sökbar kallas sekundärdata. Tidigare forskning har gjort det möjligt för andra människor att ta del av och studera dessa data. (Lundahl & Skärvad 1992, ss. 78, 92-93)

I den här uppsatsen har författarna valt att använda intervjuer och en enkätundersökning som sina primärdata för den empiriska delen av uppsatsen. Sekundärdata består av tidigare forskning genom vetenskapliga artiklar och tidskrifter, elektroniska källor samt annan litteratur kopplad till det valda ämnesområdet.

## 2.4.2 Intervjuer

Intervjuer tillhör den kvalitativa ansatsen och målet är att få fram beskrivningar av den intervjuades vardag, detta för att i nästa steg kunna tolka betydelsen av de fenomen som beskrivs under intervjun. Intervjuerna förs i samtal med en struktur och ett syfte. Strukturen kan ta olika form, varav särskilt tre varianter betonas i litteraturen (Johannessen & Tufte 2002, ss. 96-98):

- Strukturerade intervjuer
- Ostrukturerade intervjuer
- Semistrukturerade intervjuer

Vid en strukturerad intervju är frågorna och frågornas ordningsföljd fastställda i förväg. Intervjun kan sägas bygga på ett frågeformulär, frågorna är dock öppna och det finns inga färdigformulerade svarsalternativ. Fördelen med metoden är att svaren från olika respondenter lätt kan jämföras med varandra vilket underlättar analysarbetet, nackdelen är att flexibiliteten under intervjuens gång blir låg. Den ostrukturerade intervjun är den strukturerade intervjuens motsats, frågeformuleringar och frågornas ordningsföljd är inte fastställd i förväg. Intervjun har karaktären av ett samtal och är ett ickestandardiserat sätt att genomföra en intervju på. Fördelarna är flexibiliteten och den informella atmosfär som skapas medan nackdelarna ligger i att efterarbetet och analysen försvåras genom denna metod (Johannessen & Tufte 2002, ss. 96-98). Författarna har dock valt att använda den semistrukturerade metoden vilket innebär att intervjuaren har en färdig lista med frågor med sig vid intervjutillfället, dock tillåts han vara flexibel när det gäller ordningsföljden. Fördelen med denna metod är att den intervjuade ges möjlighet att utveckla sina idéer och synpunkter via en mer öppen konversation (Denscombe 2000, s. 135). Intervjuerna har varit både personliga och skett via telefon. De intervjuade som står för en stor del av uppsatsens empiriska underlag är finansanalytikern Peter Malmqvist, revisorn Göran Johansson och juristen Per Sandell. Under intervjuerna ställdes identiska

frågor till respondenterna, dock gav författarna de intervjuade möjlighet att sväva ut och på ett mer beskrivande sätt förklara sina ståndpunkter.

### **2.4.3 Enkätundersökning**

En enkätundersökning tillhör den kvantitativa ansatsen. Författarna har använt sig av en standardiserad enkät vilket innebär att frågorna är desamma för alla tillfrågade (Trost 2001, s. 55). Sakfrågor så som kön, ålder, inkomst m.m. har inte ställts utan frågorna har varit av attityd- och åsiktskaraktär. Enkäten konstruerades i Adobe Designer och bestod av 5 frågor, flera svarsalternativ var tillgängliga för den svarande. Enkäten skickades ut med e-post till 100 personer inom de undersökta branscherna, varav 33 stycken finansanalytiker, 33 stycken revisorer och 34 stycken jurister. De svarande fick två veckor till förfogande för att svara, efter en vecka skickades en påminnelse ut.

### **2.4.4 Skriftliga källor**

En skriftlig källa kan ha många olika sorters ursprung. De vanligast förekommande är: böcker, tidskrifter, Internet, veckopress, dagstidningar, protokoll, PM, stadspublikationer och officiell statistik (Denscombe 2000, ss. 188-194). Forskaren måste vara kritisk mot dokumenten; varför skrevs dokumentet, vad är avsikten med dokumentet och under vilka omständigheter tillkom det? (Patel & Davidson 1994, s. 55).

Författarna har i uppsatsen främst använt vetenskapliga artiklar och tidskrifter att basera den teoretiska referensramen på. Även böcker och Internet har använts för att få fram information att basera bakgrund, metod, valda teorier och empiri på. Särskilt Internet har varit användbart i sökande på respondenter till enkätundersökningen.

## **2.5 Urval**

Ett urval görs för att forskaren ska kunna undersöka varför en del av befolkningen beter sig på ett visst sätt. Meningen med urval är att det ska vara representativt för resten av populationen. Detta kräver dock att urvalet görs på ett korrekt sätt och att det är tillräckligt stort. Urval kan vara slumpmässiga eller icke-slumpmässiga. Den vanligaste metoden vid icke-slumpmässigt urval är bekvämlighetsurval vilket innebär att graden av tillgänglighet avgör vilka som ska ingå i urvalet. (Trost 2001, ss. 28-30)



Både när det gäller enkätundersökningen och intervjuerna har urvalet skett icke-slumpmässigt. Enkätundersökningens urval har skett via ett bekvämlighetsurval i olika databaser på Internet, stora och små företag har medvetet blandats. Även intervjuerna har valts ut via ett bekvämlighetsurval, dock har författarna försökt få en strategisk karaktär på urvalet genom att använda olika yrkesgrupper i jämförelsen och därmed förvissat sig om att svaren eventuellt blir olikartade.

## 2.6 Validitet

Med validitet menas att forskaren verkligen mäter det som avses mätas i undersökningen (Trost 2001, s. 61). Klara mått och mätmetoder underlättar för forskaren och han bör tänka på om de data som samlats in reflekterar sanningen, verkligheten och att de täcker de avgörande frågorna (Denscombe 2000, s. 283).

Författarna tror att validiteten kommer att ligga på en god nivå. Eftersom de djupgående intervjuerna kompletteras med en enkätundersökning får undersökningen en någorlunda bredd. Frågorna som ställs till de intervjuade personerna är enkla och svåra att misstolka vilket minskar risken för mätningfel. Även frågorna i enkäten är enkelt ställda och preciserade på det område uppsatsen undersöker.

## 2.7 Reliabilitet

Med reliabilitet menas hur pass tillförlitligt något är. Med andra ord ska en mätning vara stabil och inte vara utsatt för slumpingivselser. En mätning vid en viss tidpunkt ska ge samma resultat vid en ny mätning (Trost 2001, s. 59). Detta kallas test-retest-reliabilitet. En annan variant av reliabilitet är interbedömarreliabilitet. Vid användande av denna metod undersöker flera forskare samma fenomen och om det resulterar i samma resultat är det ett mått på hög reliabilitet (Johannessen & Tufte 2002, s. 28-29).

Reliabiliteten bedöms bli låg. Det ligger en stor osäkerhet i hur många som kommer att svara på den utskickade enkäten och risken finns att svarsfrekvensen blir låg. För att få så många som möjligt att svara har dock författarna gjort enkäten kort med fem enkla frågor vilket författarna hoppas ska öka svarsfrekvensen. Även det faktum att ett bekvämlighetsurval använts vid urvalet minskar uppsatsens reliabilitet. Författarna hoppas och tror dock att valet av intervjupersoner ska höja reliabiliteten då detta är betrodda personer inom sina branscher.

## 3 Teori

*Detta kapitel inleds med den teoretiska aspekten av denna uppsats beroende variabel, värderarens roll. Därpå följer en redogörelse för uppsatsens vidare bekommande viktiga teorier. Kapitlet avslutas med en teoretisk referensram.*

---

### 3.1 Värderarens roll

Vid värdering av ett företags resurser regleras värderarens uppdrag av ett muntligt eller skriftligt avtal som slutits mellan uppdragsgivaren och värderaren. Om värderarens avtalade arbetsuppgift var att värdera företaget, är det vanligt att när uppgiften är klar så har värderaren gjort mer utöver avtalet (Hult 1998, s. 11):

- Redovisat skatteeffekter av olika transaktioner (skatteeffekter för köpare/säljare, pensioner, koncernfrågor osv.).
- Varit expert under hela värderingsprocessen. Värderarens roll kan ha varit objektiv genom att han bestämt aktiernas försäljningspris. Rollen kan även ha varit subjektiv i och med att han bara företrätt ena partnern.
- Värderaren kan ha haft en social betydelse för företagaren. Genom att vara ett bollplank och en samtalspartner.

Kunskapen om hur värderare genomför en företagsvärdering och värderare som arbetar inom en myndighets ram som privatanställd är begränsad. Det gäller allt inom ramen från det att värderaren samlar in och bearbetar information till hur värderaren betar sig under värderingsprocessen. (Hult 1998, s. 11)

#### 3.1.1 Finansanalytikern

Finansanalytiker samlar in och utvärderar information från publika och privata källor, genererar prognoser gällande företags resultat, genererar prognoser för framtida värden och ger rekommendationer om företags värdepapper är köpvärda eller säljvärda. Det finns två sorters analytiker; antingen kan de arbeta hos en institutionell investerare så som fond- och pensionsförvaltare (buy-side) eller hos institutionella mäklare och handlare (sell-side). Enligt tidigare forskning lägger en investerare större vikt vid en buy-side analytikers rapport jämfört mot en sell-side analytikers. (Cheng, Liu & Qian 2006, s. 51)

En sell-side analytiker arbetar för en mäklarfirma, som har hand om privata portföljer och ger rekommendationer till sina kunder. Dessa analytiker är de som oftast hörs rekommendera att köpa eller sälja en aktie och dess rekommendationer är även tillgängliga för allmänheten. Analyser är viktiga för mäklarfirman då varje gång en kund följer analytikerns råd och fattar ett beslut, får mäklarfirman bl.a. ett arvode på transaktionen. Kritik har framkommit från forskare, myndigheter och investerare om att analyserna som sell-side analytiker gör kan vara styrda beroende på vem som betalar analytikerns lön. (Cheng, Liu & Qian 2006, s. 51)

En buy-side analytiker arbetar vanligtvis hos en fond- eller pensionsförvaltare. Analytikerna gör efterforskningar och levererar rekommendationer till en fond som har begärt forskningen. Analytikern fastställer hur lovande en investering verkar vara och hur den investeringen skulle fungera utifrån fondens ursprungliga investeringsstrategi. Analytikerns rekommendationer är gjorda specifikt för en fond och är inte tillgänglig för någon annan inom företaget eller utanför företaget. Många ställer sig frågan om buy-side analytikern är opartisk när köparen ska bestämma om han ska köpa aktier i det rekommenderade företaget eller inte. (Cheng, Liu & Qian 2006, s. 52)

### **3.1.2 Revisorn**

Vid fusioner eller förvärv av företag kan en revisor behövas för att vara rådgivande. En revisor behöver ha kännedom om företagets bransch, ha kunskap om företagsvärderingens processer och vara objektiv. De ultimata är att revisorn betalas av båda parter vid en värdering (Mastracchio, Nicholas & Zunitch 2002, ss. 38-39). Det är även av stor vikt att revisorns roll integreras med företagets affärsstrategi och finansstrategi, det uppstår annars oftast en distinktion mellan dessa två strategier. Revisorn ska vara bryggan mellan fokuseringen på strategi och verksamhet, och företagets finansiella kravbild och dess investerare (Copeland, Koller & Murrin 2000, ss 40-41).

### **3.1.3 Juristen**

Vid ett företagsförvärv är ett av juristens främsta uppdrag att arbeta utifrån ett riskperspektiv. Juristen måste då vara uppmärksam och medveten om vilka riskerna är när han granskar det stora antalet avtal som ingås vid förvärv. Vid en s.k. juridisk due diligence granskas alla avtal med kunder, återförsäljare och andra parter såsom försäkringsbolag, bank och staten. Dessutom måste eventuella patent, upphovsrätter, varumärken och licensavtal granskas. Många nya avtal ska upprättas vid ett eventuellt förvärv, bl.a. köpeavtalet. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 367)

Enligt Hult (1998, s. 12) har de rättsvårdande myndigheterna ett behov av att god värderingssed införs och klarläggs. Det finns inga klara lagregler om hur bolag (ej noterade) ska värderas vid tvingande värdering. Domstolarna skulle dock kunna utveckla god värderingssed genom att se på värderarens värdering av ett företag.

## **3.2 Relativ företagsvärdering**

Beroende på vem du talar med skiljer sig begreppet företagsvärdering. Vanligtvis syftar värderingen på den värdering som genomförs i samband med förvärv. Utifrån den utgångspunkten skapar begreppet en relativ innebörd. För en säljare är det naturligt att kunna realisera en värdering av sitt företag så att säljaren på ett verkligt sätt kan resonera fram ett så högt pris som möjligt. Men för säljaren finns även ett lägsta pris på företaget då det är lika bra för honom att behålla företaget. Beroende på säljarens situation (t.ex. ålder, sjukdom, ekonomiska situation) kan han behöva avyttra företaget. Detta innebär att det inte finns något undre pris för företaget i en sådan situation. Dock har företaget ett subjektivt värde beroende på säljarens läge. (Hult 1998, s. 12)

Det finns en slags objektivitet när det gäller prissättning på företag. Detta kan uttrycka sig på många sätt. Om fler olika värderare används för att värdera samma företag och de använder samma information, tycks resultatet ofta bli likartat. Men inför förhandlingar om exempelvis överlåtelse är det viktigt att båda parter har en realistisk och objektiv uppfattning om företagets värde. Vid förhandlingar finns vanligtvis revisorer, bankmän, advokater, skatteexperter m.fl. och orealistiska uppfattningar kan lätt göra att förhandlingarna strandar. (Hult 1998, s. 13)

## **3.3 Värderingssituationer**

Företag kan behöva värdera sina resurser av olika anledningar: företaget ska kanske delas upp, aktieägare vill veta värdet på företaget, finansiell- och skatteplanering, fasta tillgångar och gåvoberäkningar, konkurs, förvärv eller fusioner. (Mastracchio & Zunitch 2002, ss. 38-39)

### **3.3.1 Frivilliga/ofrivilliga värderingssituationer**

Många av värderingssituationerna är mer eller mindre frivilliga. De mindre frivilliga värderingssituationerna styrs av lagar så som exempelvis konkurs. Vid frivilliga värderingar

anlitas oftast en extern värderare som gör arbetet. Vanligtvis är det revisorer, men även värderare som anses ha de kunskaper som uppdraget kräver. (Hult 1998, s. 10)

### **3.3.2 Due diligence**

En värderare kan göra en due diligence vid värdering av ett företags resurser, vilket innebär att han gör en fördjupad undersökning av företaget (t.ex. vid ett eventuellt förvärv). En due diligence undersökning är en noggrann och detaljerad genomgång av ett målbolags interna och externa information, främst med aspekten på legaliteten i avtal. När en preliminär överenskommelse om exempelvis förvärv träffats mellan två parter tillåter den ena parten köparen att göra en due diligence, dvs. ta del av nödvändig intern information som vanliga analytiker inte har tillgång till (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 364). Due diligence processen avslöjar väsentlig konfidentiell information och är mycket tidskrävande för både värderaren och företaget. Processen ökar också risken att de anställda och de potentiella kunderna få reda på vad som är på gång och att de då ändrar sina beteenden (Sinkin 2005, s. 62).

### **3.3.3 Fundamental analys**

Värderare kan även göra en fundamental analys, som även den bygger på en fördjupad undersökning med aspekten på att bestämma värdet på företaget eller en aktie. Den information som värderaren har tillgång till är all offentlig information om företaget och dess omvärld. Analyserna fokuserar vanligtvis på strategisk, redovisning och finansiell analys. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 20)

Den strategiska analysens syfte är att identifiera de vinstdrivare eller framgångsfaktorer som ger företaget vinst. Analysen ser även till vilka risker som är förenade med företagets verksamhet. Vanligtvis analyseras den bransch där företaget verkar i och företagets strategier för att nå konkurrensfördelar jämfört med andra bolag i samma bransch. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 21)

I redovisningsanalysen mäts och rapporteras företagets ekonomiska konsekvenser av verksamheten under en given period. Syftet med analysen är att uppskatta till vilken grad som företagets redovisning faktiskt fångar dess underliggande verksamhet. Kvaliteten bedöms på det redovisade resultatet genom att identifiera poster i redovisningen där det finns utrymme för flexibilitet och att utvärdera ändamålsenligheten för de redovisningsprinciper och skattningar som företaget har tillämpat. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 22)

Målet med den finansiella analysen är att utifrån finansiell information utvärdera företagets historiska utveckling. Analysen bedömer även företagets framtida prestationer som exempelvis om företaget kan bibehålla sin nuvarande lönsamhet. Den finansiella analysen är systematisk och effektiv genom att rätt nyckeltal väljs för det som ska studeras, t.ex. räntabilitet på eget kapital. Inom ramen för den finansiella analysen är nyckeltalsanalys och kassaflödesanalys de två mest använda verktygen. Nyckeltalsanalysen hjälper den externa bedömaren att skapa sig en bild av företagets ekonomiska situation och kassaflödesanalysen är framför allt inriktad mot att bedöma företagets likviditet och finansiella flexibilitet (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 23). Baserar värderaren sin värdering på en fundamental analys genom kassaflöde har den på lång sikt en mätbarhetsmässig fördel i jämförelse med dem som värderar företag subjektivt på kort sikt med nyckeltalsanalys (Dittmann, Maug & Kemper 2004, s. 635).

### **3.4 Informationskällor**

Vid en värdering behövs mycket information – målföretagets affärshistoria, finansiell information, ägarskapshandlingar, produkt och serviceinformation, försäljning och marknadsdata, bankinformation, kontraktsinformation osv. Vid ett förvärv hyr båda företagen in varsin värderare och vid en fusion utses en värderare som arbetar för båda parterna. (Mastracchio & Zunitich 2002, s. 38-39)

Det grundläggande vid ett förvärv är att köparen och säljaren har ett ordentligt ramverk som säger vad affärsuppgörelsen innebär. Parterna ska ge varandra specifik och detaljerad information om respektive företag. Innan själva värderingen startar ska ett formellt konfidentiellt avtal upprättas. Avtalet ska bl.a. innehålla detaljer om att det ena företaget inte får kontakta det andra företagets kunder och att företaget inte får delge en tredje part information om affären. (Sinkin 2005, s. 63)

Kunden (företaget) måste, innan värderaren börjar arbeta, samla ihop information från de senaste fem åren som ska ligga till grund för värderingen (Mastracchio & Zunitich 2002, s. 39) och (Trugman 2002, s. 39):

- ❖ Årsredovisningar med noter.
- ❖ Förvaltningsberättelser, resultaträkningar och balansräkningar.
- ❖ All redovisning innehållande alla fordringar, skulder m.m.
- ❖ Varulagervärde och inventarier.

- ❖ Leverantörer, tillverkare och nyckelkunder.
- ❖ Företagets industri, geografi och marknad.
- ❖ Nyckelfunktioner och anställda i företaget.
- ❖ Marknadsplan och affärsplan.
- ❖ Publicerade artiklar i media.
- ❖ Vinster inom varje SBU.<sup>2</sup>

### 3.5 Värderingsprocessen

Företagsvärdering är en rigorös process med flera steg i hur information insamlas och hur värderaren når ett värde på företaget. Flöstrand (2006 s. 13) beskriver fem steg i värderingsprocessen:

1. Strategianalys → lär känna branschen.
2. Finansiell och icke finansiell analys → analysera informationen.
3. Specificera och prognostisera vinster → utveckla prognoser.
4. Prognoser → till en värdering, kräver en värderingsmetod.
5. Gör affärer baserad på värderingen.

Värderare bör även tala med företagets advokater, banker och anställda (Mastracchio & Zunitch 2002, s. 39). Värderarens roll med att värdera företaget är endast en aktivitet som ingår i överlåtelseprocessen. Även om denna roll är nog så ansträngande är denna aktivitet sedd ur en säljares/köparens perspektiv starkt begränsad. De två parterna är inblandade i hela värderingsprocessen (t.ex. en överlåtelseprocess) och steget från att värderingen redovisas till att exempelvis överlåtelsen av ett företag är klar kan vara ytterst komplicerad (Hult 1998, s.11).

När information är insamlad, verifierad och analyserad, förbereds en rapport. Rapporten baseras på historiska data och prognoser för tre till fem år framåt. Utmaningen hos värderaren ligger i att finna ett förhandlingsbart företagsvärde som även baseras på synergieffekter av affären. När värderingen är klar börjar förhandlingarna. Den värdering som väger tyngst vid förhandlingen är det företaget som eventuellt ska bli uppköpts värdering, vilken grundar sig på ökade vinster, minskade kostnader och bättre resursanvändning. Dock beror priset även på köparens motivation att köpa företaget. (Mastracchio & Zunitch, 2002, s. 39)

---

<sup>2</sup> Strategic business unit (t.ex. en avdelning, ett dotterbolag eller en produkt) (Nationalencyklopedin, 2007)

## 3.6 Värderingsmetoder

Företagsvärderingsmetoder kan delas upp i två olika grundmetoder: komplicerad och okomplicerad värderingsmetod. Komplicerad värderingsmetod är sådan som baserar sina siffror på nuvärdet av framtida prognostiserade värden, så som diskonterat kassaflöde (DCF) och residualvinstvärdering (RV). Okomplicerad värderingsmetod är en enklare heuristisk<sup>3</sup> metod baserad på företagets prestationsförmåga under enstaka tillfällen, i jämförelse med liknande företag. Okomplicerade värderingsmetoder är bl.a. vinstmultiplar så som P/E (aktiepris/vinst) och P/CF (aktiepris/kassaflöde). (Flöstrand 2006, s.12)

### 3.6.1 Avkastningsvärdering

Avkastningsmetoden bygger på en tidigare modell av diskonterat kassaflödesmetoden, där beräkningen utgår från fritt kassaflöde. Diskonteringsfaktorn i denna metod baseras ej på någon avkastningsräntemetod utan är formad subjektivt utifrån en investerares perspektiv (Dittmann, Maug & Kemper 2004, s. 617). Avkastningsvärderingsmetoderna har fyra gemensamma faktorer (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 51):

1. De baseras på förväntningar om framtiden.
2. De antar att företagets fortlevnad är evig.
3. De är teoretiskt väl underbyggda.
4. En diskonteringsränta måste skattas.

#### 3.6.1.1 Värdering grundat på företagets utdelningar

Genom att beräkna värdet på företagets eget kapital, nuvärdeberäknas alla framtida prognostiserade utdelningar. Utdelningarna är de verkliga utbetalningar som företaget gör till sina ägare. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 48)

#### 3.6.1.2 Diskonterat kassaflöde

Kassaflödet kan ses som det högsta belopp som företaget kan överföra till sina aktieägare utan att för den skull avstå från framtida tillväxt. Detta innebär att det är det belopp som finns kvar efter det att företaget fullgjort sina åtaganden samt genomfört nödvändiga investeringar. Skattningen av företagets kassaflöde kan delas in i tre moment (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, ss. 248-249):

---

<sup>3</sup> Självständigt sökande efter lösning (Nationalencyklopedin, 2007)



- Utgå från företagets nuvarande vinst. Om syftet är att aktievärdera, ska beräkningen utgå från nettoresultatet. Är syftet att företagsvärdera helheten beräknas kassaflödet från rörelseresultatet efter skatt eller från nettoresultatet justerat för räntekostnad.
- Se hur mycket företaget investerade för att skapa framtida tillväxt.
- Beräkna fritt kassaflöde, antingen till företaget eller till aktieägarna beroende på vad som ska värderas.

Vid diskonterat kassaflöde beräknas värdet på företagets eget kapital genom att alla framtida prognostiserade kassaflöden nuvärdesberäknas. Företagets kassaflöde är skillnaden mellan företagets inbetalningar och utbetalningar. Nuvärdeberäkningarna görs utifrån en diskonteringsfaktor som fastställs från en metod ur teorin om kapitalmarknaden, vilket inkluderar en uppskattad riskpremie. (Dittmann, Maug & Kemper 2004, s. 617)

### **3.6.2 Substansvärdemetoden**

Metoden går ut på att företagets värde skattas genom att ta bort företagets skulder från det totala värdet av tillgångarna, vilket resulterar i värdet på eget kapital eller ägarkapital. Garcia (2005, s. 46) menar att metoden är ett värde på aktieägare, kundfordringar, värdet på produkter i arbete och goodwill. Värdet erhålls genom att de enskilda tillgångarnas och skuldernas nettovärde beräknas (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, ss. 62-63).

En stor nackdel med substansvärdemetoden är att den utelämnar mervärde som företag kan skapa med de tillgångar som de äger. Substansvärderingen behandlar varje tillgång enskilt och beaktar inte synergieffekterna. Det är även oftast svårt för finansanalytiker att få tillgång till den information som krävs för att justera tillgångarna och skulderna till verkliga värden, varför det är mycket ovanligt att de baserar sina rekommendationer på en substansvärdering. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, ss. 302-303)

### **3.6.3 Jämförande värdering**

Vid en jämförande värdering baseras beräkningen av ett företags värde på marknadens bedömning av värdet på ett eller flera jämförbara företag. Värdet på en resurs uppskattas genom att studera hur marknaden prissätter liknande resurser, som t.ex. P/E-tal och P/CF-tal (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 58). Många värderare använder sig även av andra multiplar så som aktiepris dividerat med antalet kunder eller aktiepris dividerat med antalet anställda (Dittmann, Maug & Kemper 2004, s 618).

Det är dock enklast att tillämpa jämförande värdering om det existerar ett stort antal noterade bolag som är jämförbara med det företag som ska värderas (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 62).

### **3.6.4 EVA**

“Economic value added-metoden” (EVA) går ut på att allt kapital som är investerat i företaget fastställs och sedan fastställs företagets förväntade vinster i förhållande till kapitalkostnaden. Nuvärdet av dessa förväntade EVA läggs till det investerade kapitalet. Denna metod användes från början som en verksamhetsmättningsmodell för högre befattningshavares bonus och var en föregångare till residualvinstvärderingsmetoden. (Dittmann, Maug & Kemper 2004, s. 618)

### **3.6.5 Residualvinstvärdering**

Denna metod grundar sig på företagets värdeskapande. Det bokförda värdet på eget kapital är utgångspunkt för att beräkna värdet på företagets eget kapital plus nuvärdet av det värdeskapande som sker i form av residualvinster. Residualvinster är ett mått på det mervärde som skapas utöver de bokförda tillgångarnas förväntade avkastning. (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 50)

Den information som behövs för att implementera metoden är enligt Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002, s. 325):

- Företagets bokförda värde på eget kapital vid tidpunkten för värderingen.
- Vinstprognoser.
- Information om företagets utdelningsandel.
- Skattning av aktieägarnas avkastningskrav.

### **3.6.6 Metodernas likheter och skillnader**

De teoretiska forskarna Penman, McKinsey, Copeland, Koller och Murrin hävdar att de komplicerade metoderna är att föredra framför de okomplicerade, med motiveringen att bl.a. diskonterat kassflöde är överlägset P/E-metoden för att den visar en högt utvecklad och pålitlig bild av ett företags värde. Penman (2003, se Flöstrand 2006, s. 12) hävdar att vissa begreppsmässiga och metodiska problem föreligger med värdering gjord på vinstmultiplar. Det begreppsmässiga problemet är att metoden ger en beroendevärdering som står i relation till liknande företag och metoden blir cirkulär, alla jämförbara företags värden jämförs med sig själva (Flöstrand 2006, s.12). En fördel med värdering gjord på vinstmultiplar är att de speglar marknadens uppfattning och stämning. En nackdel med denna värdering är att den

inte reflekterar alla de faktorer som påverkar ett företags värde, t.ex. beaktas inte risk- och skuldsättningsgrad utan dessa antas vara desamma som för de jämförande företagen (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, ss. 61-62).

Barker (1999, se Demirakos, Norman & Walker 2004, s. 222) visar i sina studier att yrkeskategorierna investerare och finansanalytiker primärt använder vinstmultipeln P/E-metoden vid investeringsbeslut och i andra hand används diskonterade kassaflödesmetoden, teknisk analys<sup>4</sup> och betaanalys<sup>5</sup>. Bradshaw (2002, se Demirakos, Norman & Walker 2004, s. 222) och Nilsson, Isaksson & Martikainen (2002, s. 61) finner även i sina studier att fondförvaltare och analytiker som rekommenderar köp eller sälj, baserar sina köprekommendationer på P/E-metoden, förväntad tillväxt och säljrekommendationer grundat på kvalitativ fundamentalanalys. Dittmann, Maug & Kemper (2004, s. 609) fann dock att en betydande del av investerare använder diskonterat kassaflöde som värderingsteknik, men bara en liten del av dem använde indirekt kassaflödesmetod (baserad på WACC).

Demirakos, Norman & Walker (2004, s. 237) vidmakthåller slutligen att analytiker skräddarsyr sina värderingsmetoder beroende på omständigheterna och inom vilken bransch företaget verkar. P/E-metoden är stöttepelaren för alla värderingar, men diskonterade kassaflödesmetoder, tillväxtberäkningar och vinstberäkningar används också beroende på efterfrågan. Vidare visade deras studie på att residualvinstvärdering används i mycket begränsad omfattning, trots att analytiker använder redovisningsdata i jämförande studier och hybridmetoder.

Finansiella analytiker har fundamentala problem vid val av värderingsmetoder. Används olika metoder i ett och samma företag vid värdering ger de betydande olika resultat. Enligt Adserà & Viñolas (2003, s. 80) är de två vanligaste värderingsmetoderna EVA och diskonterat kassaflöde, vilka baseras på likvärdiga grundantaganden och borde generera exakt samma resultat. Adserà & Viñolas (2003, s. 80) visar på att det krävs vissa justeringar för att de likvärdiga matematiska värderingsmetoderna ska visa samma resultat. De ställer sig frågan om inte metoderna skulle kunna slås ihop till en, eftersom alla metoder i princip visar samma resultat.

---

<sup>4</sup> En analysmetod som fokuserar på marknadens verkliga värde av företagsaktien och hur den förändras över tiden (Nilsson, Isaksson & Martikainen 2002, s. 20).

<sup>5</sup> En riskkoefficient specifik för företaget. Analysen jämför olika företags beta i samma bransch (Nationalencyklopedin, 2007).

## 3.7 God värderingssed

Hult (1998, s.12) ställer sig frågan om det finns något bland värderare som kan betecknas som god värderingssed. Om det finns en sådan sed som tillämpas bland värderare, skulle många problem vara lösta. En god värderingssed borde innehålla instruktioner om vilka värderingsmetoder som ska användas, hur värderingsrapporten ska se ut, hur värderaren ska förhålla sig i värderingsprocessen m.m. Emellertid påverkas god värderingssed av normer. Med normer avses allt ifrån lagstiftning, praxis vid domstolar, uttalande av experter inom området till de normer som berör värderarens syn på sin egen roll. Värderaren är mån om sitt rykte och vill självfallet ligga i fronten bland sina värderingskollegor.

## 3.8 Teoretisk referensram

Syftet med uppsatsen är att identifiera, analysera och utvärdera vilka de vanligast förekommande företagsvärderingsmetoderna är för finansanalytiker, revisorer och jurister samt vilka faktorer som påverkar valet av metod. Ovan presenterade teorier har lett fram till uppsatsens teoretiska referensram (se figur 1) vilken ska hjälpa författarna att besvara uppsatsens problemformulering och belysa dess syfte. Uppsatsen tar ansatsen att värderarens roll är den beroende variabeln. De variabler som värderaren är beroende av är:

- Relativ företagsvärdering

Begreppet företagsvärdering är relativt. Värderaren påverkas i sin roll av om han måste inta ett objektiva förhållningssätt eller om han i sin bedömning kan vara subjektiv.

- Värderingssituationer

I sin roll som värderare påverkas värderaren av om värderingssituationen är frivillig eller ej samt vilket tillvägagångssättet (t.ex. fundamental analys eller due diligence) är vid värderingen.

- Informationskällor

Rollen påverkas av att värderaren har tillgång till olika slags information beroende på vad som värderas och åt vem värderingen utförs. Viktiga informationskällor är t.ex. årsredovisningar, bankinformation, kontraktsinformation och information om varulagervärde.

- Värderingsprocessen

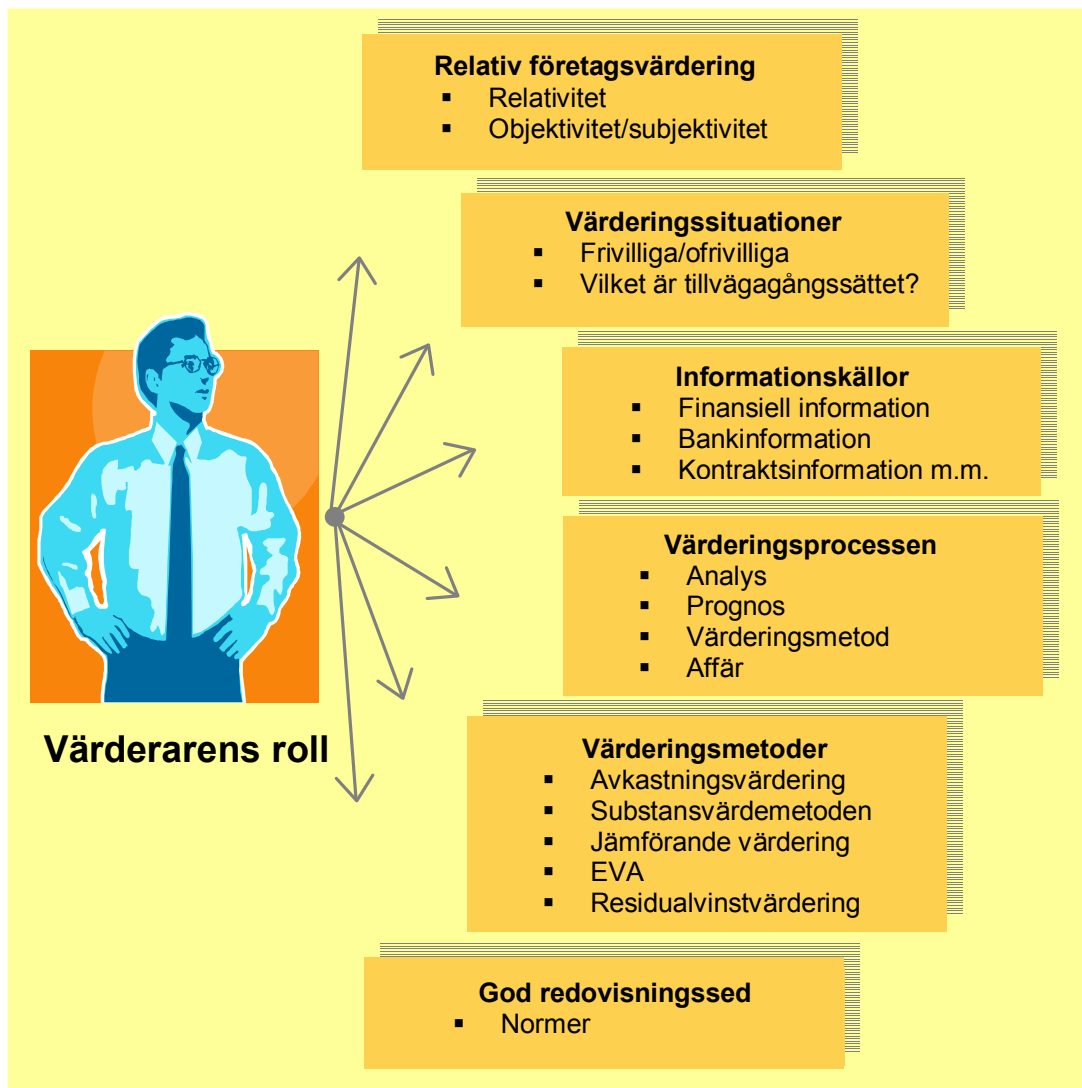
Värderingsprocessen påverkar värderarens roll i det avseende att det finns en viss ordning att följa. Först ska en analys genomföras, sedan ska en prognos beräknas utifrån denna analys och därpå väljs värderingsmetod. Processen leder fram till att ett objekt värderas, som förhoppningsvis avslutas med att en affär genomförs.

- Värderingsmetoder

För värderare finns det en uppsjö av värderingsmetoder att använda sig av. Den roll värderaren befinner sig i kan således påverka vilken metod han väljer att använda sig av.

- God värderingssed

Påverkar normer redovisningen?



*Figur 1. Teoretisk referensram*

Författarna antar att den beroende variabeln påverkas av de oberoende variablerna samt att de oberoende variablerna påverkar varandra sinsemellan. Valda teorier är relevanta för uppsatsen eftersom de kan härleda vilka som är de bakomliggande faktorerna till att finansanalytiker, revisorer och jurister handlar på ett visst sätt vid värdering av företags resurser.

## 4 Empiri

*Detta kapitel inleds med en beskrivning av finansanalytikerns, revisorns och juristens roller som företagsvärderare. Vidare sker en presentation av de faktorer som påverkar dem när de genomför en värdering. I slutet av kapitlet redovisas den genomförda enkätundersökningen.*

---

### 4.1 Finansanalytikerns roll

Peter Malmqvist arbetar som finansanalytiker och i hans roll ingår att värdera aktier för sina kunder (s.k. sell-side analytiker) och att vara rådgivare åt dem. Företagen som värderas är noterade börsbolag, vilka ska följa vissa lagar om finansiell rapportering. Syftet med rollen som finansanalytiker är att hitta vinnaren bland ett hundratal bolag, vinnaren är det bolaget som har en aktie med investeringspotential.<sup>6</sup>

#### 4.1.1 Den utredande rollen

Enligt finansanalytiker Malmqvist ska en finansanalytiker ha förståelse för de olika teoretiska värderingsmodeller som finns och kunna se sambanden mellan de viktiga parametrarna i de olika modellerna i sin utredande roll. Redovisningskunskap är av vikt för att förstå de publika finansiella rapporterna. Det krävs även erfarenhet för att kunna se hur olika placerare och investerare reagerar på de siffror som tas fram genom aktievärderingarna.<sup>7</sup>

#### 4.1.2 Avtal

Finansanalytiker Malmqvist värderar bolagets resurser på uppdrag av investerare och placerare som är kunder i företaget där han arbetar. Eftersom det är en tredje part som värderar bolaget upprättas inga avtal mellan bolaget och värderaren.<sup>8</sup>

### 4.2 Revisorns roll

En revisor är enligt revisor Göran Johansson vid en värderingssituation en syssloman som måste följa sysslomannalagen<sup>9</sup>. Som revisor uppskattar Johansson att han värderar företag ca 10-15 % av sin tid. Resten av tiden går åt till granskning och tilläggsuppdrag. Revisor Johansson värderar företag för tre grupper:

---

<sup>6</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>7</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>8</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>9</sup> Syssloman är en juridisk benämning på den som åtar sig att ombesörja annans angelägenheter. Regler i fråga om sysslomannens behörighet att ingå avtal för huvudmannens räkning finns i avtalslagen (Nationalencyklopedin, 2007).

- Mellan aktieägarna (aktieägaravtal). Denna värdering är opartisk.
- Värdering av vad det säljande företaget är värt för det köpande företaget eller tvärt om.
- Rådgivare åt banker.<sup>10</sup>

Revisor Johansson hävdar att en revisor inte får svara på frågor från tredje part om vad ett företag är värt eftersom det finns en strikt tystnadsplikt när revisorn är vald av aktieägarna. Den interna informationen får revisorn inte heller prata om. Revisionen styrs av att revisorn ska uttala sig om väsentligheter och risk. Att påtala risker är därmed inget som en revisor kan undslippa. Revisorn måste kunna se hur företagets interna kontroll fungerar och utgår från att företaget tillämpar sådant som ryms inom god redovisningssed. Johansson menar att revisorns roll blir mer av en bekräftelse av att företagen gör rätt än att kontrollera så mycket annat. En revisor måste ha ett helhetsperspektiv för att kunna förstå processen, hur siffrorna kommit fram, bistå med hur de har kommit fram och i vissa fall även göra vissa saker själv. Sedan följer en analys av hela processen.<sup>11</sup>

#### **4.2.1 Den kommunikativa rollen**

En revisor är vald av stämman samtidigt som han kan ha fått ett utökat eller fördjupat uppdrag. Revisor Johansson menar att framgångsrika revisorer måste ha en social kompetens och kunna fungera som ett bollplank. Ibland kan han få ta en kommunicerande roll eftersom personer i företaget ibland inte pratar med varandra. En revisor måste klara av att ställa diagnoser och vara orädd för konflikter, därför krävs att han intar en oberoende ställning. Johansson menar att detta är lättare sagt än gjort och att själva kommunikationsdelen är en väldigt viktig del av hans arbete. Det ligger mycket psykologi i revisorsyrket och det är viktigt att ett resonemang byggs upp mellan revisorn och företaget. Resonemanget bygger på att företaget ska förstå vad revisorn menar, därför kan inte besked levereras hur som helst.<sup>12</sup>

Johansson har ända sedan han började som revisor undervisat i bl.a. studiecirkel och på högskolor vilket han upplever att han haft en enorm nytta av i sitt arbete. Dels håller han sig på detta sätt uppdaterad och dels hjälper det honom att underlätta kommunikationen med kunden. Vissa personer i en företagsledning kan verkligen avsky varandra och då menar

---

<sup>10</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>11</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>12</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

Johansson att han som revisor måste ta rollen som kommunikator för att kunna kommunicera med dessa personer och skapa en välbehövlig debatt.<sup>13</sup>

#### **4.2.2 Avtal**

Inom de större revisionsbyråerna finns reglerade avtal som styr värderingen, men detta använder sig inte Johanssons företag av. De lämnar i början av värderingen en prisindikation på vad arbetet kommer att kosta, sedan arbetar revisorerna aktivt och visar kunden hur de arbetar under processen. Om ytterligare fördjupade insatser behöver göras, rör det sig oftast om muntliga avtal.<sup>14</sup>

### **4.3 Juristens roll**

Per Sandell är jurist och arbetar som konkursförvaltare och enligt honom kan en jurist ha olika roller beroende på situation. Vid vanliga företagsöverlåtelser är juristens roll att granska och tolka kontrakt och avtal. Själva värderingen av ett företags resurser överlämnar juristen till en värderingsman.<sup>15</sup>

Enligt Sandell har juristen rollen som konkursförvaltare när ett företags resurser ska värderas vid konkurs. Alla borgenärer (de som har fordringar i konkursen) företräds av konkursförvaltaren. En konkursförvaltares roll styrs av myndigheter och konkurslagen, vilket gör att det finns klara och tydliga regler för hur ett företags resurser ska värderas när företag är i obestånd. Tillsynsmyndigheter godkänner och tillsätter ett begränsat antal konkursförvaltare. De krav som ställs på dem är kunskaper inom affärsjuridik och straffrätt.<sup>16</sup>

#### **4.3.1 Den sociala rollen**

Det är viktigt att konkursförvaltaren bibehåller sin roll enligt Sandell och inte övergår till någon annan rådgivande roll som jurist. Integriteten måste behållas och vid svåra frågor kan Sandell gömma sig bakom konkurslagen. Dock är det oftast personliga tragedier som ligger bakom händelsen, det är vanligt att personliga livsverk går i stöpet. De konkursdrabbade personerna kan vara instabila och befinna sig i ett pressat läge, vilket gör att konkursförvaltaren ofta spelar en stor social roll i processen och måste vara lyssnande och förstående mot människor.<sup>17</sup>

---

<sup>13</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>14</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>15</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>16</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>17</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.



### 4.3.2 Avtal

De enda avtal som upprättas är muntliga avtal som konkursförvaltaren Sandell gör vid eventuell upphandling av en extern värderingsman. Vid själva konkursen är det lagen som styr hur konkursöverlåtelsen ska gå till.<sup>18</sup>

## 4.4 Relativ företagsvärdering

Aktievärderingen är relativ enligt finansanalytiker Malmqvist. En sell-side analytiker vill ha ett så lågt värde på aktien som möjligt vid värdering, med potential att kunna öka i värde medan buy-side analytiker vill ha ett så högt värde som möjligt på aktierna.<sup>19</sup>

Revisor Johansson anser att det finns vissa värderingsmetoder som är subjektiva, t.ex. diskonterat kassaflöde. Det gäller genom den metoden att hitta en rimlig nivå på diskonteringsräntan och alla val som innebär en påverkan på slutprodukten blir därmed lätt godtyckliga. Det är inte lätt att göra ”rätt” antaganden när företagen letar efter en förstklassig obligationsränta eller genomsnittlig låneränta. Det kan lätt uppstå beräkningsmisstag och uppskattningsfel kan göras.<sup>20</sup>

Revisor Johansson hävdar vidare att experternas uttalanden om företagets värde många gånger överdrivs. Ofta sitter företag 1 och företag 2 och har en ganska tydlig bild av vad de vill sälja för och vad de kan tänka sig att köpa för, sedan får redovisningsekonomer och revisorer försöka spegla vad avtalet i själva verket innebär rent redovisningsmässigt.<sup>21</sup>

Vid en konkurs är konkursförvaltaren subjektiv i sin värdering enligt Sandell, eftersom han vill ha ut ett så högt värde som möjligt på de tillgångar som finns i företaget. Konkursförvaltaren agerar den säljande parten i konkursöverlåtelsen.<sup>22</sup>

## 4.5 Värderingssituationer

### 4.5.1 Frivilliga/ofrivilliga värderingssituationer

På uppdrag av sin arbetsgivare eller utifrån eget uppdrag gör finansanalytiker Malmqvist en frivillig värdering, vanligtvis av ett bolags aktier. Bolaget som värderas har sällan någon

---

<sup>18</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltaren, 2007-04-19.

<sup>19</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>20</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30

<sup>21</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>22</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltaren, 2007-04-19.

vetskap om att värderingen görs. Dock kan Malmqvist kontakta bolaget om han har frågor, men han får endast tillgång till offentlig information. Vid värderingen måste Malmqvist utgå från att de finansiella rapporterna är i god ordning och överensstämmer med verkligheten.<sup>23</sup>

När revisor Johansson värderar kan värderingen vara av både frivillig och ofrivillig karaktär. Den frivilliga värderingen uppstår när ett företag antingen ska köpa eller sälja delar av sitt eget företag eller vid köp av ett annat företag. Det är också väldigt vanligt att Johansson hjälper till med vissa delar i aktieägaravtal, där en värdering av aktierna görs i samråd med revisorn. Den ofrivilliga värderingen uppstår oftast vid varulagervärdering där det finns en inventeringsförordning som styr. Johansson menar att utgångspunkten måste vara att företag är ärliga och att de vill visa en rättvisande bild av sitt resultat och sin ekonomiska ställning. Däremot är de kanske mindre villiga att göra djupdykningar bland de resurser som tas i anspråk när de utför sina inventeringar. Ibland måste revisorn frysa hela företaget (inga resurser får omsättas) för att kunna genomföra denna djupare sorts inventering.<sup>24</sup>

För konkursförvaltare Sandell uppstår värderingssituationen när företaget inte har något rörelsekapital och därmed inte kan betala sina skulder. Då hamnar företaget i obestånd och företaget ansöker om konkurs. Värderingen blir vid en konkurs ofrivillig. Konkursförvaltaren måste enligt lag värdera alla tillgångar oavsett vad obeståndsföretaget säger. Dock är det av vikt att Sandell har en dialog med ägare eller styrelsen och försöker värdera sanningshalten i det som sägs. Situationen med obeståndet kan således förändras. Det händer att det finns mer tillgångar i företaget än skulder, dock saknas rörelsekapital varför företaget är i obestånd. Konkursen kommer då att sluta med ett överskott efter att de fasta tillgångarna är sålda och skulderna betalade.<sup>25</sup>

#### **4.5.2 Due diligence/fundamental analys**

Det viktigaste tillvägagångssättet för finansanalytiker Malmqvist vid värdering av bolag är att använda sig av en finansiell del av en fundamental analys. Värderingen sker enligt honom utifrån ett relativorienterat perspektiv där syftet är att hitta det bolag som har störst potential att öka i värde i jämförelse med andra noterade börsbolag. Om det skulle saknas vinstprognoser för bolaget, måste en djupare analys göras för att få förståelse och kunskap om bolaget.<sup>26</sup>

---

<sup>23</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>24</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>25</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>26</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

Revisor Johansson kopplar ihop due diligence med frivilliga värderingssituationer och menar att detta tillvägagångssätt kan ses som en frivillig del. När Johansson väljer tillvägagångssätt för värderingen gör han först en bedömning av vilka som är de största resurserna värdemässigt och tar sedan reda på vilka redovisningsprinciper och värderingsprinciper som är tillämpliga i företaget. Vid förskingringar missar revisorn många gånger att göra en fysisk inventering av andra tillgångar än varulager, d.v.s. anläggningstillgångar. Dessa tillgångar kan ha ”fått fötter” eller aldrig funnits. Johansson tror därför att det är viktigt att vara fundamental.<sup>27</sup>

När konkursförvaltare Sandell ska värdera ett större och komplexare företags tillgångar anlitar han ofta en extern värderingsman vilken är godkänd av Handelskammaren. Värderingsmannen har stor erfarenhet av försäljning av materiella tillgångar som maskiner och fordon. Sandell har ett etablerat nätverk med olika värderingsmän som tar uppdrag beroende på vilket slags företag som ska värderas, dock värderar konkursförvaltaren själv mindre företag. Enligt Sandell värderar han mindre företag som exempelvis konsultföretag med ett fåtal anställda med bara bord och stolar som materiella tillgångar.<sup>28</sup>

## 4.6 Informationskällor

De viktigaste parametrarna när information ska tas fram om ett bolag är enligt finansanalytiker Malmqvist:

- bolagets egna vinstprognos för de närmaste två åren
- de senaste tre årens delårsrapporter och årsredovisningar

Malmqvist utgår från och förlitar sig helt och hållet på att de publika finansiella rapporterna är framtagna enligt god redovisningssed. Den största delen av den insamlade informationen är dock publika prognoser som samlas in, vilket är uppgifter som alla människor har tillgång till.<sup>29</sup>

Den främsta informationskällan för revisor Johansson är företagets finansiella rapportering, d.v.s. ekonomisystemet. Han använder sig av både extern och intern information. Den externa informationen har fördelen att företagsledningen tagit ställning och skrivit under och ställer sig bakom informationen. Den interna kan å andra sidan ge en betydligt större helhetsbild. Som vald revisor får Johansson obegränsad tillgång till denna information.

---

<sup>27</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>28</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>29</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

Andra informationskällor som revisorn använder sig av är olika slags bekräftelser. Revisorskundens företag skriver t.ex. till sina kunder och ber dem bekräfta fodringarna och till leverantörerna och ber dem bekräfta leverantörsskulder. Genom skatteverket går det även att få intyg om att företaget inte har offentliga skulder i form av skatter eller avgifter. Kreditgivare kan bekräfta engagemang och säkerhet och stämmer av mot myndigheter att de påstådda uppgifterna stämmer, t.ex. mot Bolagsverket.<sup>30</sup>

Konkursförvaltare Sandells informationsbehov vid värdering av ett konkursdrabbat företag är en intern fullständig förteckning över företagets tillgångar. Sandell säger att det är viktigt att veta om egendomen är avbetalad eller inte. Vidare får det inte finnas några andra inskränkningar gällande det immaterialrättsliga så som exempelvis förbud att överlåta viss typ av egendom som värdepapper eller aktier. Datorer är ett vanligt exempel på problem gällande inskränkningar, eftersom programvaran i datorn ej får överlåtas, vilket gör att resursen blir värdelös då programvaran i dem inte går att sälja. Vid bristande information vid fastighetsöverlåtelser kan miljöproblem uppstå, exempelvis om vissa tillgångar avyttras kan miljöfarligt avfall hamna i naturen. Vid fastighetsöverlåtelser tar konkursförvaltaren alltid kontakt med kommunens miljökontor.<sup>31</sup>

## 4.7 Värderingsprocessen

Värderingsprocessen följer för finansanalytiker Malmqvist den utvalda metodens process. Han använder sig av jämförande värdering och värderingsprocessen har han arbetat fram utifrån egen erfarenhet. Relevant information tas fram för att göra värderingen, t.ex. offentliga finansiella rapporter med vinstprognoser och egna branschprognoser. Dock kan värderingsprocessen förändras beroende på situationen. Vid en annan värderingssituation än att värdera aktier kan Malmqvist använda sig av andra värderingsmetoder, vilket gör värderingen situationsstyrd.<sup>32</sup>

Även för revisor Johansson är värderingen av företag situationsstyrd. Vid aktievärdering är värderingen styrd av tidpunkten för när aktierna ska värderas och när ett företag ska säljas är värderingen styrd av själva händelsen. När Johansson är klar med sin värdering presenteras den slutgiltiga rapporten i revisionsberättelsen. Om det inte finns några anmärkningar i revisionsberättelsen förväntas han enligt god revisorssed föreslå stämman att besluta ge

---

<sup>30</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>31</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>32</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

styrelsen ansvarsfrihet. I annat fall ska revisorn uttala sig om förvaltningen, resultat- och balansräkningen, ansvarsfriheten och dispositionen av resultatet. Johansson menar att när han innehar sin roll som revisor förändras den inte om situationen förändras, dock kan rollen skilja sig yrkesmässigt beroende på situation.<sup>33</sup>

När ett företag befinner sig i obestånd ansöker företaget om konkurs och konkursförvaltare Sandell går då in som en ny juridisk person och tar över alla tillgångar och värderar dem. Meningen är att tidigare ägare och styrelse ska bort från tillgångarna så fort som möjligt för att resurserna inte ska försvinna. Sandell värderar tillgångarna efter de uppgifter som finns att tillgå och anlitar en extern värderingsman om det är svårvärderade tillgångar. Saknas viktiga informationskällor så får konkursförvaltaren värdera tillgångarna efter bästa förmåga eller låta marknaden värdera egendomen genom att annonsera ut den.<sup>34</sup>

## 4.8 Värderingsmetoder

Jämförande värdering är den mest vanligt förekommande värderingen för finansanalytiker Malmqvist där P/E-metoden vanligtvis används. Fördelen med metoden är enligt Malmqvist att den ger det bästa prognosunderlaget för det kommande året och är en naturlig ansats för finansanalytiker. Detta eftersom alla berörda börsnoterade bolag enligt lag måste redovisa bl.a. nyckeltalet vinst. Nackdelen med metoden är när börsen går bra och alla noterade bolag har ett högt aktievärde. Om en bolagsvärdering görs vid detta tillfälle där P/E-metoden används, kommer de jämförande bolagen att visa ett högt aktievärde och alla bolag riskerar att bli övervärderade. Ingen hänsyn tas i metoden till marknadsräntor och inflation, vilket gör att finansanalytikern oftast missar bolagens verkliga värde vid denna övervärdering.<sup>35</sup>

Det förekommer att finansanalytiker Malmqvist använder sig av diskonterat kassaflöde som värderingsmetod, vilken baseras på rörelseresultatet. Fördelen med metoden är att den delar upp företaget i en operationell och en finansiell del vid en värderingsanalys. Metoden används vanligen då företag som har stora finansiella tillgångar och skulder ska värderas samt om en del av en koncern ska värderas.<sup>36</sup>

---

<sup>33</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>34</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

<sup>35</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>36</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

Enligt revisor Johansson finns det en begränsning i lusten att betala för den insats som görs. Att få ut så mycket som möjligt med så liten insats som möjligt är vad de flesta vill. Först när behovet av en fördjupad granskning uppstår applicerar företagen en tyngre värderingsmetod. En tyngre metod kan vara ett tredjepartsuttalande eller sakligt utlåtande, t.ex. att höra med skattejuristen att allt står rätt till. Johansson menar att det gäller att hitta en värderingsmetod som gör det begripligt och som gör att kunden förstår vad han talar om. En första ansats kan bli att förklara för företaget vad balansräkningen står för vid en viss tidpunkt, d.v.s. vad substansvärdet är. En annan variant är att titta på avkastningsvärdet som är en föregångare till kassaflödesanalysen vid värdering ägarna sinsemellan eller mellan köpare och säljare. Den fundamentala analysen bör användas på tunga tillgångsposter.<sup>37</sup>

Den metod som blir mer och mer förhärskande är enligt revisor Johansson kassaflödesanalysen. Den fungerar bra på fastighetsvärdering men den blir svårare att använda när maskiner och inventarier ska värderas. Dessa funktioner försöker Johansson istället bryta ut i enheter. Ett exempel är ett företag som för några år sedan gjorde ett förvärv av en enhet och där revisorn idag tror att det finns ett nedskrivningsbehov – företaget ges då i uppgift att styrka att de inte har ett nedskrivningsbehov och detta påverkar i sin tur kassaflödet. Kassaflödet är mycket användbart men ibland förstår inte alla företag vad som menas med detta och då väljer Johansson att prata om bruttovinster per försäljning av produkt eller tjänst istället.<sup>38</sup>

Enligt konkursförvaltare Sandell är den vanligaste metoden vid konkurser substansvärdering. Den används för att få en ungefärlig uppfattning om vad företagets tillgångar är värda. Enligt Sandell bygger substansvärdemetoden på verkligt värde av tillgångar och skulder och bortser från eventuell goodwill. Dock är värdering av skulder inte så intressant ur hans perspektiv då det är tillgångarna som är viktigast för att täcka skulderna. Nackdelen med substansvärdemetoden är enligt Sandell att värdet blir lågt i förhållande till om immateriella tillgångar skulle räknas med. Om en restaurang går i konkurs är oftast inte de materiella tillgångarna (t.ex. stolar och bord) värda så mycket, men själva restaurangrörelsen och dess rykte om god mat kan vara värd betydligt mer. Fördelen med metoden är att den ändå ger ett minimivärde på företaget som konkursförvaltare kan utgå ifrån och sedan får marknaden avgöra priset om restaurangen säljs ut.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>38</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>39</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

Vid andra värderingssituationer som exempelvis när en konkursöverlåtelse redan är gjord och konkursförvaltare Sandell ändå ska granska företagets värde (s.k. återvinning till konkursboet) kan andra metoder användas. Vid granskningen måste Sandell ställa sig frågan om företagets ursprungliga värde var korrekt eller om det behöver justeras. Då görs en slags värdering på samma sätt som en revisor gör och det tittas då på företagets omsättning och vinst.<sup>40</sup>

## 4.9 God värderingssed

Begreppet god värderingssed är inget som finansanalytiker Malmqvist förespråkar, det finns ingen grund för att det skulle vara möjligt att få fram normer och riktlinjer för god värderingssed. Han menar att antingen företräder värderaren säljaren eller köparen. Företräds säljaren av företaget vill värderaren få fram ett så högt värde som möjligt och företräds köparen vill värderaren få fram ett så lågt värde som möjligt.<sup>41</sup>

För revisor Johansson innebär god värderingssed något som skulle kunna accepteras av en stor grupp användare av värderingsmetoderna och som skulle leda till ungefär samma slutsats. Utfallet kan bli olika beroende på hur variablerna antagits, men sättet att värdera på ska vara acceptabelt för en stor krets värderingsanvändare.<sup>42</sup>

## 4.10 Enkätundersökningen

Syftet med den utförda enkätundersökningen (se bilaga 2) var att ta reda på vilken som är den vanligaste metoden vid företagsvärdering och varför denna metod väljs. Enkäten skickades ut till 100 personer, fördelat jämnt på de tre yrkeskategorierna, och svarsfrekvensen blev 36 %. Gruppen ”annan” består av två ekonomer, en koncernredovisningschef, en portföljförvaltare och en konsult. I tabell 1 redovisas andelen av de tillfrågade som arbetar med företagsvärdering. 24 personer har svarat ”ja” på denna fråga och de är dessa personers svar som kommer att ligga till grund för vidare presenterad information.

	Ja	Nej	Totalt
Finansanalytiker	7	2	9
Revisor	8	4	12
Jurist	6	4	10
Annan	3	2	5
<b>Totalt</b>	<b>24</b>	<b>12</b>	<b>36</b>

*Tabell 1. Antalet personer arbetande med företagsvärdering*

<sup>40</sup> Intervju med Per Sandell, konkursförvaltare, 2007-04-19.

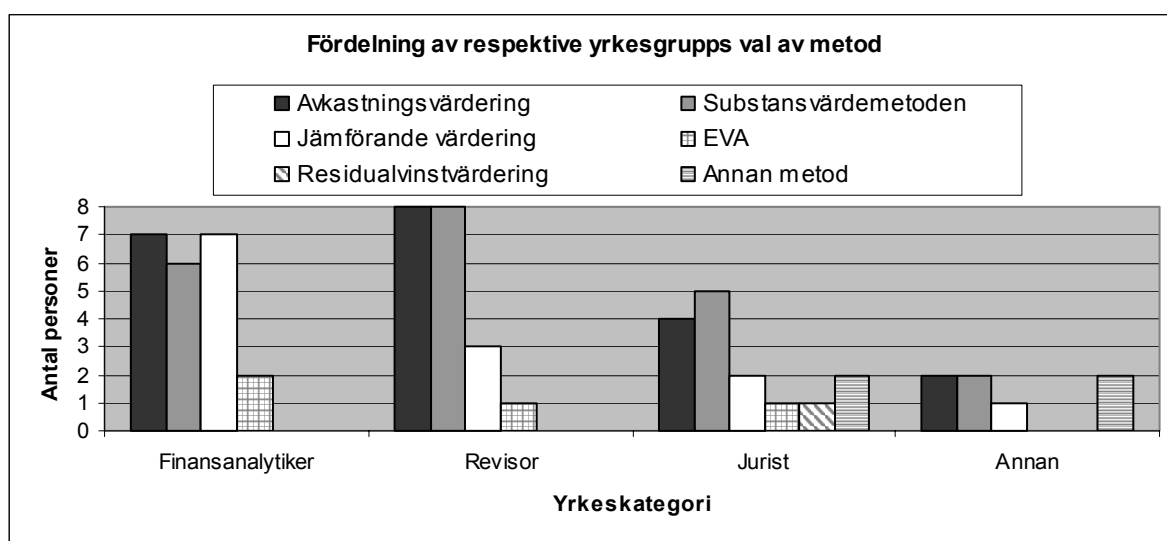
<sup>41</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>42</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

## 4.10.1 Vanligaste värderingsmetoden bland alla tillfrågade

Nästa fråga i undersökningen rörde vilken värderingsmetod som personerna använde i sitt arbete. De som svarat har haft möjlighet att ange flera svarsalternativ på samma fråga. Här visade det sig att avkastningsvärdering och substansvärderingsmetoden hade betydligt mest användare. Totalt svarade 87,5 % att de använde avkastningsvärdering, även substansvärderingsmetoden fick lika många svar. 17 % svarade att de använde EVA medan 54 % svarade att de använde jämförande värdering. Residualvinstvärdering var det enbart en person (4 %) som använde sig av och 17 % svarade att de använde sig av ett annat alternativ.

### 4.10.1.1 Utfall per respektive yrkeskategori



Figur 2. Fördelning av respektive yrkesgrupps val av metod

Vid en närmare titt på respektive yrkesgrupp visar det sig att alla sju finansanalytiker som svarat att de värderar företag använder både avkastningsvärdering och jämförande värdering. Sex av dem använder också substansvärderingsmetoden och två stycken använder EVA. När det gäller revisorerna använder alla åtta som svarat att de arbetar med värdering avkastningsmetoden och substansvärderingsmetoden. Tre revisorer använder också jämförande värdering och en revisor har uppgett att han använder EVA. Bland juristerna är substansvärderingsmetoden vanligast, fem av sex jurister använder denna metod. Fyra av dem använder avkastningsvärdering och två stycken har svarat att de använder jämförande värdering, EVA och residualvinstvärdering används av en jurist. Två jurister har svarat att de använder andra metoder. Dessa metoder beskriver de som ”pizzeriametoden (t.ex. 30 % av omsättningen)” och ”samtliga metoder i kombination med en bedömning av långsiktighetsvärdering av immateriella värden”. I gruppen med ”annan” yrkeskategori har två av tre svarat att de använder avkastningsvärdering och substansvärderingsmetoden, en av dessa



två personer använder också jämförande värdering och har även svarat att han tittar på framtida investeringsutrymme eller t.ex. på hur mycket balansräkningen kan skuldsättas för att uppnå en viss tillväxt. Den tredje personen har svarat att han använder RealBiz eftersom han anser att övriga uppräknade metoder saknar intellektuell grund. I figur 2 illustreras denna information grafiskt.

#### **4.10.2 Faktorer som påverkar valet av metod**

De som deltagit i enkätundersökningen har sedan fått svara på frågan om varför de väljer att använda sig av en specifik värderingsmetod. Även här har de svarande haft möjlighet att ange flera svarsalternativ. Alternativen de kunde välja mellan var:

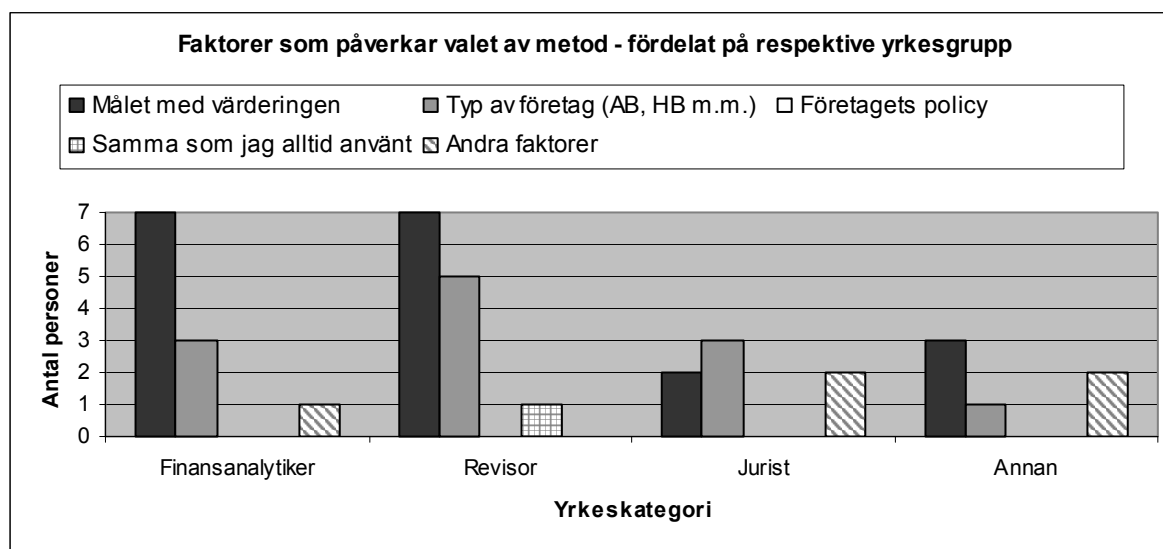
- Målet med värderingen
- Vilken sorts företag det är som ska värderas (AB, HB, onoterat m.m.)
- Företagets policy
- Använder den som jag alltid använt
- Andra faktorer

Här visade det sig att målet med värderingen var den vanligaste orsaken till varför en specifik metod valdes. 79 % av de svarande angav detta svarsalternativ. Hälften av de svarande (50 %) angav alternativet vilken sorts företag det är som ska värderas. En person (4 %) uppgav att han använde samma metod som han alltid använt medan det inte var någon som svarade att faktorn var företags policy. 21 % av de tillfrågade svarade att det fanns andra faktorer som avgjorde varför de valde en viss metod.

##### **4.10.2.1 Utfall per respektive yrkeskategori**

Efter en närmare granskning av respektive yrkesgrupp visar det sig att alla sju finansanalytiker använder faktorn målet med värderingen. Tre av dem tar hänsyn till vilken typ av företag det är som ska värderas och en person har angett att han väljer den metod som är lämplig med utgångspunkt i vad det är för ett värderingsobjekt och efter syftet med värderingen. Av de tillfrågade revisorerna använder sju av åtta personer faktorn målet med värderingen. Fem revisorer väljer metod efter typen av företag som ska värderas och en person anger faktorn att han använder samma metod som alltid. Personen tillägger att han använder olika metoder för olika företag och väger flera metoder mot varandra vid en eventuell försäljning eller ett köp. Juristerna skiljer sig från de andra yrkeskategorierna när det gäller påverkansfaktorer. Den faktor som fått flest svar är typen av företag med tre svar, målet med värderingen har fått två svar. Två av juristerna har angett andra faktorer, den ena tittar till

köparens nytta när han väljer metod och den andra har uppgett svaret att han väljer den metod som han behärskar. I gruppen ”annan” yrkeskategori har tre personer svarat att de väljer metod beroende på målet med värderingen, en av dessa tre personer tar även hänsyn till vilken sorts företag det är som ska värderas. Andra faktorer som nämns är att val görs beroende på vilken sektor som ska värderas och beroende på vilken fas företaget befinner sig i. I nedanstående stapeldiagram visas informationen grafiskt.



Figur 3. Faktorer som påverkar valet av metod – fördelat på respektive yrkesgrupp

### 4.10.3 Övriga kommentarer från deltagarna

Personerna som deltog i enkätundersökningen fick under fråga fem möjlighet att tillägga eller ytterligare förklara och utveckla sina ståndpunkter. Nedan följer ett sammandrag av de intressantaste kommentarerna, fördelat på respektive yrkeskategori.

#### 4.10.3.1 Finansanalytikern

- Vanligen utgör en avkastningsvärdering huvudmetoden för värdering och i mån av lämpliga jämförelseobjekt kompletteras denna med en jämförande värdering som avstämning. Den metod under kategorin avkastningsvärdering som oftast tillämpas är diskonterade kassaflödesanalysen men för vissa typer av bolag, t.ex. finansiella bolag som omfattas av kapitaltäckningsregler, kan en utdelningsbaserad avkastningsvärdering vara mer lämplig.
- För att en jämförande värdering skall utgöra en lämplig huvudmetod krävs att det finns tillräckligt likartade noterade bolag (eller offentligt kända transaktioner) eller, om jämförbarheten inte är tillräckligt hög, att erforderliga justeringar görs. För vissa typer av bolag, såsom nystartade, små eller mycket nischade bolag, är det ofta svårt att hitta relevanta jämförelseobjekt/-transaktioner.

- Substansvärdeometoden kan vara lämplig för vissa typer av bolag, t.ex. fastighetsbolag eller investmentbolag, där det finns kända marknadsvärden på tillgångarna. Substansvärdering helt baserad på bokförda tillgångar minus skulder är vanligen inte en lämplig metod om syftet är att fastställa ett marknadsvärde.

#### **4.10.3.2 Revisorn**

- Återbetalning av köpeskillingen sker genom förväntade framtida överskott. Tyngdpunkten ligger således på avkastningsvärdet. Substansvärdet är mer en ”riskdämpare”. Om soliditeten avviker från en normal sådan sker tillägg respektive avdrag från avkastningsvärdet.

#### **4.10.3.3 Juristen**

- P.g.a. att det vanligen är konkurser som värderas, väljs oftast substansvärdeometoden eftersom det enbart är delar av ett företag som värderas.
- Ingen affär är den andra lik. Hänsyn måste tas till köparens förväntan inför dennes eventuella förvärv.
- Som obeståndsjurist i rekonstruktion arbetar och jämför juristen ofta ”going concern”-värden med slaktvärden vid konkurser.

#### **4.10.3.4 Annan**

- Värde är en upplevelse hos iakttagaren, och kan inte tillskrivas ett företag eller ens uttryckas i monetära termer. Varje metod som resulterar i ett monetärt belopp är således per definition fel. Det är viktigt att skilja på pris och värde.

## 5 Analys

*I detta avsnitt analyseras empirin med utgångspunkt från den teoretiska referensramen. Först analyseras intervjuerna, kapitlet avslutas sedan med en analys av enkätundersökningen.*

---

### 5.1 Värderarens roll

Enligt Hult kan värderarens roll förändras under processens gång beroende på dennes kompetens och erfarenhet, t.ex. genom att gå från objektivitet till subjektivitet i sin roll. Revisor Johansson menar att en revisor måste ha olika avgörande egenskaper för att kunna lyckas i rollen som god revisor, så som exempelvis objektivitet, social kompetens och att förstå företagets önskemål. Rollen kan dock förändras och bli av mer subjektivt kommunicerande karaktär. Detta skiljer sig från finansanalytiker Malmqvist och konkursförvaltare Sandells roller där det är viktigt att behålla samma roll från början till slut. Sandell måste bevara sin integritet utan att anta en subjektiv roll. Han kan dock inför olika värderingssituationer anta granskande, tolkande eller värderande roller.

Sell-side analytiker hörs ofta rekommendera vissa sorters aktier för köp eller försäljning och finansanalytiker Malmqvists syfte med rekommendationerna i enlighet med teorin är att hitta vinnaren för sina kunder. Revisor Johansson har också en rådgivande roll när han värderar företag vid fusioner eller förvärv. I likhet med Malmqvist tar han reda på vad det köpande respektive säljande företaget är värt. Juristens roll skiljer sig dock utifrån det rådgivande perspektivet. I enlighet med teorin är konkursförvaltare Sandell aldrig rådgivare i sin roll utan arbetar utifrån ett riskperspektiv, dvs. på vilket sätt företaget påverkas av befintliga avtal.

Teorin säger att värderarens uppdrag regleras utifrån ett avtal, vilket antingen är muntligt eller skriftligt. Revisor Johansson och konkursförvaltare Sandell använder sig endast av muntliga avtal vid sina värderingar. Johansson ger kunden en prisindikation på vad uppdraget kommer att kosta och följer upp detta under arbetets gång. Sandell upprättar avtal vid upphandling av eventuell extern värderingsman, för övrigt styrs värderingsuppdraget av lagen och inga avtal upprättas. Finansanalytiker Malmqvist använder sig inte av någon form av avtal då han i egenskap av tredje person värderar företaget. Vid bl.a. den opartiska värderingen av aktieägaravtal säger teorin att det är viktigt att revisorn har kännedom om branschen och värderingsprocesserna. Både Johansson och Sandell har ett helhetsperspektiv över företaget

och förstår dess processer. Där skiljer det sig mot Malmqvist som dock har kännedom om branschen men inte ett helhetsperspektiv över företaget.

## 5.2 Relativ företagsvärdering

Enligt teorin skiljer sig begreppet företagsvärdering och dess innebörd. Vissa anser att företagsvärderingen är subjektiv och vissa att den är objektiv. Finansanalytiker Malmqvist och konkursförvaltare Sandell menar att företagsvärdering är subjektiv. Malmqvist anser att begreppet är relativt så till vida att han vill ha ett så lågt värde på företaget som möjligt och motparten vill ha ett så högt värde som möjligt. Sandell agerar också på säljsidan och även han vill få ut så mycket av företaget som möjligt till sina borgenärer. Revisor Johansson anser dock att många intressenters uttalanden om företagets värde många gånger överdrivs. Ofta sitter företagen vid ett förvärv och har en ganska tydlig bild av vad de vill sälja för och vad de kan tänka sig att köpa för. Detta skiljer sig mot teorin som hävdar att prissättning på ett företag är objektiv.

## 5.3 Värderingssituationer

Teorierna säger att frivilliga och ofrivilliga värderingssituationer kan uppstå av olika anledningar som t.ex. att företaget ska delas upp, aktieägare vill veta värdet på företaget, finansiell planering, skatteplanering eller konkurs.

Finansanalytikerns värderingssituationer är alltid frivilliga och företaget har oftast ingen vetskap om att deras företag värderas. Värderingen utgår från offentlig information och både finansanalytiker Malmqvist och revisor Johansson förutsätter att de finansiella rapporterna är i god ordning och överensstämmer med verkligheten. Johanssons värderingssituation kan skilja sig mot konkursförvaltare Sandells och finansanalytiker Malmqvists och vara frivillig när ett företag ska köpas eller säljas, eller ofrivillig när han exempelvis ska värdera ett varulager där en inventeringsförordning styr. Sandells värderingssituation är alltid ofrivillig när ett företag är i obestånd. Dock måste förvaltaren hela tiden värdera sanningen i det som ägaren säger precis som Johansson gör när han reviderar bolag.

Finansanalytiker Malmqvist gör en fundamental analys utifrån offentlig information i likhet med revisor Johansson som går tillväga på samma sätt förutom att han även har tillgång till intern information. Konkursförvaltare Sandells tillvägagångssätt vid värdering sker genom en due diligence utifrån både offentlig och intern information.

Finansanalytiker Malmqvist värderar företag utifrån den strategiska och finansiella delen i en fundamental analys. I enlighet med teorin identifierar Malmqvist utifrån ett relativorienterat synsätt de framgångsfaktorer som ger företaget vinst och analysen visar även vilka risker som är förenade med företagets verksamhet. Riskaspekten har också konkursförvaltare Sandell med sig när en due diligence görs. Då gör han en noggrann och detaljerad genomgång, i enlighet med teorin, av företagets interna och externa information med aspekten på legaliteten i avtal. Revisor Johansson skiljer sig då han värderar företag utifrån i huvudsak redovisningsanalysen inom den fundamentala analysen.

## 5.4 Informationskällor

Det behövs mycket information vid en företagsvärdering; verksamhetsinformation, finansiell information, affärshistoria, ägarskapshandlingar, kontrakt och avtalsinformation.

Finansanalytiker Malmqvist tar fram tillgänglig extern information om bolagets vinstprognos för de närmaste två åren och de senaste tre årens årsredovisningar. Detta skiljer sig gentemot revisor Johansson som också samlar in företagets årsredovisning, men bara för det specifika räkenskapsåret. Mycket information finns att hämta i årsredovisningar, förutom förvaltningsberättelsen finns även upplysningar om fordringar, skulder och varulagervärde. Konkursförvaltare Sandell har även han intresse av informationen gällande varulagrets värde. I enlighet med teorin får Johansson och Sandell tillgång till intern information, denna information kan bestå av t.ex. upplysningar om leverantörer, tillverkare, nyckelkunder, nyckelfunktioner, anställda, marknadsplaner och affärsplaner. Företagets tillgångar och skulder är ändå det viktigaste för Sandell då han måste veta om egendomen är avbetalad eller inte.

## 5.5 Värderingsprocessen

Värdering av företag är en omfattande process som sker i flera steg beroende på avsikten med värderingen. I värderingsprocessen inledning behöver finansanalytiker Malmqvist inte vanligtvis lära känna branschen med en strategianalys då informationen oftast redan finns. På samma sätt går revisor Johansson och konkursförvaltare Sandell direkt till den insamlade finansiella och icke finansiella informationen och analyserar den. Dock skiljer sig början av värderingssituationen för Sandell då företaget överläts till ny juridisk person och han tar över alla tillgångar och skulder. Malmqvist och Sandells värderingsprocess är oberoende

situationen, de vet vilken roll de har och vad de ska värdera. Johanssons värderingsprocess är beroende på situation om han ska värdera företag eller granska de finansiella rapporterna.

I den finansiella analysen värderar konkursförvaltare Sandell tillgångarna efter de uppgifter som finns att tillgå. Saknas viktiga informationskällor får Sandell värdera tillgångarna efter bästa förmåga eller låta marknaden värdera tillgången. På samma sätt använder sig också finansanalytiker Malmqvist och revisor Johansson av finansiell analys då värderingen är styrd av tidpunkten för aktievärderingen respektive vid försäljning av företag när själva händelsen äger rum.

Vidare väljer finansanalytiker Malmqvist nyckeltalsanalys som en värderingsmetod för att värdera bolagets aktier och efter utvärderingen avgör Malmqvist om köp eller säljrekommendation ska ges. Enligt teorin hjälper analysen den externe bedömare att skapa sig en bild av företagets ekonomiska situation. Genom nyckeltalsanalysen gör Malmqvist en jämförande värdering där processen har utarbetats utifrån egen erfarenhet. Dock kan värderingsprocessen förändras beroende på värderingssituationen och andra analysmetoder kan användas.

## 5.6 Värderingsmetoder

Enligt teorierna använder finansanalytikern i huvudsak P/E-metoden som värderingsmetod och diskonterat kassaflöde används i andra hand. Till skillnad mot finansanalytikern använder revisorn diskonterat kassaflöde i första hand och konkursförvaltaren förordar substansvärdemetoden för sina ändamål.

I likhet med teorin använder finansanalytiker Malmqvist vanligtvis jämförande värdering med hjälp av P/E-metoden. Vid avsaknad av företagens vinstprognoser gör han en fundamental analys. Under vissa omständigheter använder dock Malmqvist kassaflödesanalysen då han ska värdera stora finansiella tillgångar och skulder eller om en koncern ska värderas. I enlighet med teorierna använder han metoden för att kunna se vilka belopp som finns kvar efter det att företaget fullgjort sina åtaganden samt genomfört nödvändiga investeringar.

P/E-tal är det vanligaste nyckeltalet trots att teorin menar att begreppsmässiga och metodiska problem finns med denna typ av nyckeltal. Problematiken ligger i att metoden ger en beroendevärdering som står i relation till liknande företag och metoden blir cirkulär, företag

jämförs med sig själva. Vidare menar teorin att finansanalytiker har fundamentala problem vid val av värderingsmetoder. Används olika metoder i ett och samma företag vid värdering ger de betydande olika resultat.

Fördelen med jämförande värdering är att den speglar marknadens uppfattning och stämning gällande företaget och börsen. Metoden är även enklast att tillämpa om det existerar ett stort antal noterade bolag som är jämförbara med det företag som ska värderas. Enligt finansanalytiker Malmqvist ger den honom det bästa prognosunderlaget för det kommande året och är en naturlig ansats, detta beroende på att alla börsbolag enligt redovisningspraxis är skyldiga att redovisa olika nyckeltal. Nackdelen med metoden är enligt Malmqvist när börsen går bra och alla noterade bolag har ett högt aktievärde, då får även det värderade företaget ett högt värde som kanske inte överensstämmer med verkligheten.

Den metod revisor Johansson använder i första hand är den diskonterade kassaflödesanalysen som han anser blir mer och mer dominerande, dock brukar företag inte förstå metoden och Johansson brukar istället tala om bruttovinster per försäljning av produkt eller tjänst. Fördelen med diskonterat kassaflöde är enligt finansanalytiker Malmqvist att metoden delar upp företaget i en operationell och en finansiell del vid en analys. Revisor Johansson ser fördelen med metoden vid värdering av fastigheter. Teoretikerna anser att metoden är att föredra då den visar en högt utvecklad och pålitlig bild av ett företags värde. Nackdelen med metoden är enligt Johansson att den blir svår att använda när maskiner och inventarier ska värderas. När Johansson värderar brukar han bryta ned maskiner och inventarier i enheter för att lättare kunna använda metoden. En nackdel är också att nedskrivningsbehov av immateriella tillgångar påverkar kassaflödet. Johansson menar också att metoden är subjektiv och att detta leder till svårigheter i att hitta rätt nivå på diskonteringsräntan.

Även konkursförvaltare Sandell handlar i enlighet med teorierna och använder substansvärdemetoden som sin primära värderingsmetod. Sandell har dock angivit att han bortser från goodwill när han beräknar det verkliga värdet. Enligt revisor Johansson är det viktigt att hans kunder förstår värdet på företaget och använder vid dessa tillfällen substansvärdemetoden för att förklara vad balansräkningen står för vid en viss tidpunkt. Fördelen med substansvärdemetoden är enligt teorin att den ger en direkt bild av företagets tillgångar och skulder. Konkursförvaltare Sandell påtalar även fördelen att den bygger på verkligt värde av tillgångar och skulder och bortser från eventuell goodwill, vilket en



konkursförvaltare inte har behov av att veta. Vidare ger metoden ett minimivärde på företaget som Sandell kan utgå ifrån och sedan får marknaden avgöra priset på egendomen vid utförsäljning. Nackdelen med metoden är enligt Sandell att värdet blir för lågt på företaget i förhållande till om immateriella tillgångar skulle räknas med. Enligt teorin är nackdelen att metoden utelämnar mervärde som företag kan skapa med dessa tillgångar som de äger. Metoden behandlar varje tillgång enskilt och beaktar inte synergieffekterna. För finansanalytiker Malmqvist skulle det vara svårt att använda metoden då han inte kan få tillgång till nödvändig information som krävs för att justera tillgångarna och skulderna till verkliga värden. Därför är det ovanligt att Malmqvist baserar sina rekommendationer på substansvärdet.

## 5.7 God värderingssed

Enligt revisor Johansson skulle god värderingssed innebära något som skulle kunna accepteras av en stor grupp användare av samma värderingsmetod, vilket skulle kunna leda till ungefär samma slutsats. Finansanalytiker Malmqvist hävdar dock att god värderingssed ej går att upprätta genom normer eller riktlinjer. I hans värderingssituationer företräder han antingen säljaren eller köparen. Företräds säljaren av företaget vill Malmqvist få fram ett så högt värde som möjligt och företräds köparen vill han få fram ett så lågt värde som möjligt.

Enligt teorierna finns inga klara lagregler om hur bolag ska värderas vid tvingande värdering. De rättsvärdande myndigheterna har ett behov av att god värderingssed införs och klarläggs. Konkursförvaltare Sandells påstående skiljer sig dock då han menar att en konkursförvaltares roll styrs av myndigheter och konkurslagen vilket gör att det finns normer och riktlinjer för hur ett företags resurser ska värderas när företag är i obestånd.

## 5.8 Enkätundersökningen

Enligt enkätundersökningen är de två metoder som används i störst utsträckning avkastningsvärdering och substansvärdemetoden. Det visade sig även att den jämförande värderingen har en hel del användare. Dock bör EVA och residualvinstvärdering ses som ovanliga eftersom de har få brukare.

Vid närmare granskning av respektive yrkeskategori framkom tre intressanta särdrag:

- Den jämförande värderingen är överlägset störst bland finansanalytiker där den har lika många användare som avkastningsvärdering och är större än

substansvärdeметoden. Hos de andra yrkeskategorierna är den jämförande värderingen relativt liten.

- Avkastningsметoden och substansvärdeметoden användes av alla revisorer. Dock använde några revisorer flera värderingsметoder så som jämförande värdering och EVA.
- Bland juristerna är den förhärskade metoden substansvärdeметoden. Detta är den enda yrkeskategori där denna метод är störst. Det är också bara bland juristerna någon svarat att de använder residualvinstvärdering.

Att den jämförande värderingen är störst bland finansanalytiker är dock inte anmärkningsvärt då teoretikerna Barker och Bradshaw tidigare tagit fram belegg för att detta är den primära metoden vid företagsvärdering för denna yrkeskategori. Dock krävs det här att det finns tillräckligt likartade jämförelseobjekt, annars bör avkastningsvärdering utgöra huvudметод. Något som emellertid inte stämmer överens med teorierna är det faktum att sex av åtta finansanalytiker använder substansvärdeметoden, medan teorierna säger att detta är en ovanlig метод i denna yrkeskategori då det finns svårigheter i att få tillgång till den information som krävs för att justera tillgångarna och skulderna till verkliga värden. Problemet verkar inte heller finnas bland juristerna då metoden är välanvänd bland dessa personer. Detta beror antagligen på att det ofta är konkurser, och då enbart en del av företaget som värderas. Att substansvärdeметoden är lika stor som avkastningsvärderingen bland revisorer bör även det ses som lite uppseendeväckande.

När det gäller faktorer som påverkar valet av метод fick alternativet ”målet med värderingen” absolut flest röster, men även vilken typ av företag som ska värderas spelade roll. Bland finansanalytikerna var det mer än dubbelt så vanligt att det förstnämnda alternativet valdes medan det bland revisorerna var relativt jämnt mellan alternativen. Hos juristerna var alternativet med typen av företag t.o.m. större än målet med värderingen. Att företaget eller dess policy på något sätt påverkade valet var det ingen som svarade, utan valet verkar helt påverkas av situationen. Detta speciellt hos revisorerna som inte angivit någon annan anledning än de som på förhand gick att kryssa i.

## 6 Resultat

*I detta kapitel presenteras uppsatsen resultat. Resultatet utgår från analysen och svarar mot uppsatsen syfte.*

---

*”Syftet med uppsatsen är att identifiera, analysera och utvärdera vilka de vanligast förekommande företagsvärderingsmetoderna är för finansanalytiker, revisorer och jurister samt vilka faktorer som påverkar valet av metod”*

### 6.1 Uppsatsens resultat

- Finansanalytiker Peter Malmqvist använder sig i första hand av metoden jämförande värdering när han värderar och tar då oftast hjälp av P/E-metoden. Även kassaflödesanalys är något Malmqvist använder, men oftast under speciella omständigheter som t.ex. när en hel koncern ska värderas.
- Revisor Göran Johansson använder primärt kassaflödesanalysen, speciellt när det gäller värdering av fastigheter är denna metod att föredra. Johansson tar även hjälp av substansvärdemetoden när balansräkningen ska förklaras på ett mer ingående sätt.
- Juristen och konkursförvaltaren Per Sandell använder främst substansvärdemetoden eftersom den ser till det verkliga värdet av tillgångar och skulder och bortser från eventuell goodwill.
- Enkätundersökningen visar att avkastningsvärdering och substansvärdemetoden används i störst utsträckning bland alla yrkeskategorierna. Bland finansanalytikerna är den jämförande värderingen och avkastningsvärderingen störst men även substansvärdemetoden har många användare. Bland juristerna är den största metoden substansvärdemetoden. Avkastningsvärdering och substansvärdering används av alla revisorerna. Dock använder några revisorer andra värderingsmetoder så som jämförande värdering och EVA.
- Faktorer som påverkar valet av värderingsmetod:
  - Relationen till kunden.
  - Situationsstyrda element.
  - Tillgången till information.
  - Närheten eller avståndet till branschen.
  - Enkätundersökningen visade att de två största faktorerna till val av metod var målet med värderingen respektive typen av företag som ska värderas.

## 7 Slutsats

*I detta kapitel drar författarna ett antal generella slutsatser som svarar mot uppsatsens problemformulering. Därefter presenteras författarnas egna reflektioner. Kapitlet avslutas med förslag till framtida forskning.*



*”Vad är avgörande för att en specifik företagsvärderingsmetod väljs?”*

### 7.1 Slutledningar

Den största bakomliggande anledningen till varför en viss värderingsmetod väljs beror på situationen. Det finns många olika anledningar till varför ett företag ska värderas och värderingen kan vara av både frivillig och ofrivillig natur. För vem värderar finansanalytiker och varför är frågor som har betydelse vid val av värderingsmetod. Det primära i finansanalytikers val av värderingsmetod grundar sig på vad som ska värderas, t.ex. delar av ett företag eller en aktie. Värderingen är alltid frivillig då de utgår från offentlig information. Finansanalytiker gör en fundamental analys och väljer sedan den värderingsmetod de bedömer ska passa syftet med värderingen utifrån egna erfarenheter och preferenser på bästa sätt.

Det primära i värderingen för revisorer är vad som ska värderas och utifrån vilken roll objektet ska värderas. Otydligheten i rollen härskar för revisorer då rollen kan förändras under processen. För revisorer kan både frivilliga och ofrivilliga situationer uppstå och de måste då anpassa sig efter dessa situationer. Även revisorerna gör en fundamental analys, men tar oftast bara hjälp av redovisningsanalysen då de även har tillgång till intern information.

Även för jurister är en av de avgörande faktorerna för val av värderingsmetod situationsberoende. Vilken typ av företag som ska värderas och varför är andra huvudfaktorer vid värdering. Jurister har oftast klara mål med värderingen och vet att konkursboet ska generera så mycket pengar som möjligt. Riktlinjerna för värderingen är klar och juristernas roll tydlig. För jurister är värderingssituationen alltid ofrivillig situation då ett företag hamnat i obestånd. Värderingen görs många gånger genom en due diligence och riskaspekten är en viktig del som jurister måste ta hänsyn till.

Situationen styr alltså valet av metod. Finansanalytiker väljer i första hand jämförande värdering, revisorer väljer kassaflödesanalysen och jurister väljer substansvärdeметoden eftersom det är de metoder som på bästa sätt kan hjälpa dem i deras roller att göra en så bra värdering som möjligt utifrån situationen. Skulle dessa metoder ej vara tillräckliga för att lösa situationen, gör de en ny bedömning och väljer därefter en annan metod.

Det är dock inte bara situationen som påverkar valet av värderingsmetod. Närheten till kunden skiljer sig åt beroende på vem värderaren är och vem han värderar åt. En annan av anledningarna till varför en specifik värderingsmetod väljs beror på vilken sorts relation de inblandade parterna har. Revisorer tillåts vara objektiva och kan därmed inta en annan slags position, de tillåts vara sociala och kan inta en rådgivande roll. Finansanalytiker eller jurister måste däremot vara subjektiva i sina bedömningar och har i och med detta inte samma närhet till sina kunder. Utifrån relationerna väljs den värderingsmetod som bedöms passa de inblandade på bästa sätt.

Tillgången till information kan vara av ett avgörande slag för vilken värderingsmetod som väljs. Finansanalytiker har bara tillgång till extern information vilket påverkar deras valmöjligheter radikalt. Revisorer har tillgång till betydligt mer information, både extern och intern, och kan därför välja mer fritt mellan metoderna. Detta gäller även jurister som har tillgång till den interna informationen. Det speciella med jurister är att de ofta inte behärskar så många metoder och därför använder de alltid samma information om företagets tillgångar och skulder trots att de har tillgång till betydligt mer information. Informationstillgången kan sägas vara sammanlänkad med situationen och relationen till kunden. Olika kunder och olika situationer kräver olika mycket information, men informationen måste även kunna förstås.

En annan viktig aspekt av det hela är vilken närhet eller vilket avstånd värderaren har till branschen. Beroende på yrkesroll skiljer sig avståndet till branschen. Finansanalytiker har inte tillgång till intern information vilket innebär att de ej har samma närhet till branschen som revisorerna och juristerna, som har den interna informationen tillgänglig.

Varken finansanalytiker, revisorer eller jurister lär känna branschen i ett tidigt skede eftersom denna information ofta redan finns. Värderingsmetod väljs istället efter att värderaren gått igenom den finansiella och icke finansiella informationen och analyserat denna. För jurister

kan ytterligare ett scenario yttra sig om de inte klarar av att genomföra värderingen, i dessa fall tar de hjälp av marknadens kompetens.

## 7.2 Författarnas egna reflektioner

Det mest intressanta särskiljande drag författarna upptäckt är de skillnader som kan ses mellan teori och den genomförda enkätundersökningen. Uppsatsen antyder att frivilliga värderingssituationer skulle ge utrymme för fundamentala analyser i form av prognoser och statistik med värderingsmetoderna diskonterat kassaflöde och jämförande värdering. Vice versa skulle ofrivilliga värderingssituationer generera användningen av konkreta och enkla värderingsmetoder så som substansvärdeметoden, där tillgångar och skulder klart är definierade. Detta antagande motsäger sig i uppsatsens enkätundersökning då juristernas ofrivilliga värdering gör att de tillämpar både substansvärdeметoden, avkastningsvärdering och jämförande värdering. Trots att dessa skiljer sig gällande konkreta siffror och påhittade siffror (prognoser). Finansanalytiker och revisorers frivilliga värderingssituationer skapar här spelrum för val av metod. Enligt teorierna är substansvärdeметoden något som knappt existerar bland finansanalytiker medan denna uppsats enkätundersökning visar att sex av sju finansanalytiker använder sig av metoden. Även det faktum att kassaflödesметoden används i lika stor utsträckning som den jämförande värderingen är något författarna reagerat på. Till skillnad mot revisorer har finansanalytiker endast tillgång till extern information, vilket borde innebära olika val av metod. Men icke, de båda yrkena använder sig i huvudsak av samma värderingsметoder.

De olika värderingsметoderna skiljer sig stort både vad det gäller grundläggande uppbyggnad, antaganden om framtiden och statistik. Metoderna utgår från olika perspektiv och har olika mål med resultatet. Trots detta finns det ingen substans i hur de olika yrkesgrupperna väljer värderingsметод. Exempelvis använder finansanalytiker P/E-методен utifrån redan befintliga siffror som vinstprognoser, dock gör de ingen egen fundamental analys vilket kan leda till att viktig information missas som kan leda till att värderingen blir värdelös.

## 7.3 Förslag till fortsatt forskning

Ett intressant uppslag för vidare forskning skulle kunna vara att studera de två yrkesrollerna buy-side analytiker och sell-side analytiker. Hur skiljer sig deras tillvägagångssätt, valet av värderingsметод och varför? Dessa roller skiljer sig ur en intressant aspekt, där buy-side analytikern vanligtvis är anställd hos en fondförvaltare och värderar resurser internt och för

fondförvaltarens räkning, medan sell-side analytikern värderar för att en kund ska köpa eller sälja en aktie. Målet med respektive yrkesrolls värdering skiljer sig och att analysera detta är ett förslag till fortsatt forskning.

## 8 Kritisk granskning

*I detta kapitel diskuteras hur validiteten och reliabiliteten i uppsatsen utföll. Avslutningsvis argumenterar författarna för uppsatsens generaliserbarhet.*

---

### 8.1 Validitet

Författarna anser att validiteten i uppsatsen förefaller god. Denna bedömning görs eftersom författarna tycker att de personer som blivit intervjuade haft god kunskap inom det berörda ämnesområdet. De intervjuade hade en klar bild av hur deras tillvägagångssätt var och kunde förmedla detta på ett bra sätt. Enkätundersökningens validitet bedöms även den vara någorlunda hög då den på ett enkelt sätt, med få enkla frågor, mätte väsentliga variabler för uppsatsens vidare bekommande. Det som i efterhand konstaterats är att det hade varit att föredra en gradering av svarsalternativen. Detta för att på ett direktare sätt få ett svar på vilken metod och varför värderaren använder denna metod i första hand.

Intervjuerna med respektive yrkesroll genomfördes ej enligt planerna. Det var tänkt att alla intervjuer skulle vara av personlig karaktär men då detta inte kunde genomföras med finansanalytikern och juristen användes istället telefonintervju. En svaghet med detta är den extra information som det går miste om när den intervjuade under en personlig intervju får möjlighet till eftertanke. En styrka som kan ses i den valda metoden är att författarna enbart utgick från ett få antal frågor för att få en så öppen dialog som möjligt. Detta gjorde att respondenterna kunde tala fritt och ”från hjärtat” eftersom de då inte blev styrda av att ge den korrekta formuleringen av svaret.

Innan respektive intervju genomfördes skickades de frågor författarna hade för avsikt att ställa med e-post till respektive respondent. Detta kan ses som både positivt och negativt. Negativt i det avseendet att respondenten ges tid till att förbereda svar, men författarna ansåg att de positiva aspekterna övervägde detta. På detta sätt kunde respondenten få en överblick om vad intervjun skulle komma att handla om och ges möjlighet att ta fram information som författarna sedan kunde få nytta av.



## 8.2 Reliabilitet

Författarna anser att reliabilitet i uppsatsen är låg. Även om svarsfrekvensen från enkätundersökningen var över förväntan, kan ej en generell tillförlitlighet läggas i svaren då urvalet grundades på ett bekvämlighetsurval. En ny undersökning skulle eventuellt visa ett annat resultat.

De intervjuade personerna upplevdes av författarna som betrodda, då de gav ett seriöst och intellektuellt intryck. Finansanalytikern är ofta anlitad som expert inom finansiella frågor i media, revisorn har skrivit boken om svensk redovisningspraxis i börsnoterade bolag och han föreläser även vid högskolor och universitet. Juristen är en av tre utsedda konkursförvaltare i Södermanlands län.

Under intervjuerna användes en bandspelare. Författarna är medvetna om att detta kan ha hämmat respondenten i dennes svar men författarna ansåg att detta förfarande ändå är det ultimata för att kunna koncentrera sig på frågorna vid intervjutillfället och för att kunna återge respondenterna på ett korrekt sätt.

## 8.3 Generaliserbarhet

De skiftande svaren bland yrkeskategorierna gör det svårt att generalisera vilka värderingsmetoder respektive yrkesgrupp använder sig av. Dock kan de avgörande faktorerna för valet av värderingsmetod vara en vägledning för fortsatt forskning då de undersökta yrkeskategorierna är rörande överens om att valet av värderingsmetod är situationsstyrt.

# Källförteckning

- Adserà, Xavier & Viñolas, Pere (2003). *A financial and economic approach to valuation*. Financial Analysts Journal, vol. 59, nr. 2.
- Cheng, Yingmei, Liu, Mark H. & Qian, Jun (2006). *Buy-side analysts, sell-side analysts and investment decisions of money managers*. Journal of Financial and Quantitative analysis, vol. 41, nr. 1.
- Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack (2000). *Valuation, measuring and managing the value of companies*. McKinsey & company, Inc: John Wiley & Sons, Inc.
- Demirakos, Efthimios G., Strong Norman C. & Walker Martin (2004). *What valuation models do analysts use?* Accounting Horizons vol. 18, nr. 4, ss. 221-240.
- Denscombe, Martyn (2000). *Forskningshandboken – för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*. Lund: Studentlitteratur.
- Dittmann, Ingolf, Maug, Ernst & Kemper, Johannes (2004). *How fundamental are fundamental values? Valuation methods and their impact on the performance of German venture capitalists*. European Financial Management, nr. 4, ss. 609-638.
- Ekström, Staffan. (2000). Värdering av företag i den nya ekonomin. *Balans*, nr 4/2000, ss. 11-15.
- Flöstrand, Per (2006). *Valuation relevance, the use of information and choice of method in equity valuation*. Doktorsavhandling/Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Garcia, Kyle (2005). *Deferred Compensation and the Valutaion of Professional Practices*. CPA Journal, vol. 75, nr 1, ss. 46-47.
- Haines, Lisa (2007-02-05). *Growth and value labels are misleading, warns consultant*. Financial news online. (Elektronisk). Tillgänglig om man är registrerad: <<http://www.efinancialnews.com/archive/keyword/Valuation/1/content/1047135657>> 2007-02-08 kl. 10.39.
- Hult, Magnus (1998). *Värdering av företag*. Arlöf: Liber AB.
- Johannessen, Asbjørn & Tufte, Per-Arne (2002). *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*. Malmö: Liber AB.
- Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur.
- Mastracchio, Nicholas J. & Zunitch, Victoria M. (2002). *Differences between M&A*. Journal of Accountancy, vol. 194, nr. 5.
- Nationalencyklopedin (2007). Ordbok. (Elektronisk). Tillgänglig: <[www.ne.se](http://www.ne.se)> 2007-04-30 kl. 15.56.

- Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur.
- Patel, Runa & Davidson, Bo (1994). *Forskningsmetodikens grunder – att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur.
- Sinkin, Joel (2005). *Due Diligence before buying or selling an accounting practice*. The CPA Journal, vol. 75, nr. 2, ss. 62-63.
- Trost, Jan (2001). *Enkätboken*. Lund: Studentlitteratur.
- Trugman, Gary R. (2002). *Signed, Sealed, Delivered*. Journal of Accountancy, vol 194. nr. 5.

# Bilagor

## Bilaga 1 Intervjufrågor

### Värderarens roll

- Vem värderar ni åt/för? Av vilken anledning? Vilken roll har du?
- Vilka kunskaper krävs av dig som värderar ett företag?
- Upprättas någon form av avtal vid värderingsuppdraget?
- Beskriv hur värderingsprocessen ser ut för er. Kan värderarens roll förändras under processens gång?
- Finns det andra uppgifter (social roll etc.) som värderaren gör förutom det som är avtalat?

### Värderingssituationer

- Är värderingssituationerna frivilliga/ ofrivilliga?
- Vilket tillvägagångssätt (*due diligence/fundamental*) använder ni vid värdering av företag?
- Vilken information behövs när ni värderar? Vilken är den viktigaste informationskällan?

### Värderingsmetoder

- Vilka/vilken metod använder ni vid värdering av företagets resurser?
- Vad påverkar valet av metoder?
- Använder ni olika metoder beroende av värderingssituation? (*Anser ni att värderingen är relativ/ej relativ?*) (*subjektiv och objektiv*)

### Finansanalytikern

- Vilken sorts analytiker definierar du dig som, buy-side/sell-side?

### Juristen

- Hur arbetar du som värderare utifrån ett riskperspektiv? (avtal, kunder, patent)

### Allmänna

- Hur tror ni att er värdering skiljer sig gentemot t.ex. en revisor, jurist eller finansanalytiker? Olika antaganden eller normer?
- Vad innebär god värderingssed för dig? (*instruktioner om värderingsmetoder, hur ska värderingsrapport se ut, hur ska värderaren förhålla sig i processen*)

## Bilaga 2 Enkätundersökning

1. Vilken är din yrkestitel?

Revisor

Finansanalytiker

Jurist

Annan

2. Arbetar du med värdering av företags resurser?

Om du svarar Ja, vänligen försätt med resterande frågor. Vid nej - tryck skicka.

Ja

Nej

3. Vilken/vilka värderingsmetoder använder du dig av ?

Avkastningsvärdering  
(t.ex. diskonterat kassaflöde)

Substansvärdeметoden  
(bokförda tillgångar/skulder)

EVA

Jämförande värdering  
(t.ex. P/E-tal)

Residualvinstvärderingsmetoden

Annan

4. Varför väljer du denna metod?

Jag väljer metod beroende på:

Målet med värderingen

Vilket sorts företag det är som ska värderas (AB, HB, Onoterat m.m.)

Företagets policy

Använder den som jag alltid använt

Andra faktorer

5. Är det något du vill tillägga eller ytterligare förklara och utveckla?

Tack för att du tagit dig tid!

Om svaren ej går att skicka, var god spara dokumentet och skicka det till:  
enkatsvar@comhem.se

O.S.A. senast 20 april

Det kan krävas Acrobat Reader 7.0 för att kunna svara på denna enkät.

Skicka

# Appendix

## Värderingens skillnader mellan yrkesgrupper

Enligt Malmqvist skiljer sig värderingen av ett bolags resurser mellan revisors- och finansanalytikers yrken. En finansanalytiker värderar en likvid tillgång (aktie), vilken kan omsättas när som helst. En revisor arbetar med att värdera delar av ett företag som exempelvis att värdera aktierna i ett dotterbolag, dessa aktier har inte för avsikt att säljas. Gällande normer och antaganden, kommer värderingen även där att skilja sig. En revisor kommer att få ett lägre värde eftersom det inte finns någon likvid tillgång att värdera. Om en revisor är rådgivare åt en köpare eller säljare av ett företag blir situationen mer lik en finansanalytiker vid värdering av företaget.<sup>43</sup>

En finansanalytiker tittar på vad framtiden ger sett ur en aktieplacering. Denna är styrd av vad kursutvecklingen, avkastningen, värdetillväxten och riskerna säger. Finansanalytikern måste på ett fundamentalt sätt se på omvärlden. Är företaget styrt av branschen? Även företagsledning och personalstyrkan är faktorer som finansanalytikern måste ta hänsyn till. Finansanalytikern drar en slutsats av det som är redovisat, det som borde vara redovisat och det som inte är redovisat.<sup>44</sup>

Konkursförvaltaren ser att företaget har många skulder som ska betalas och han ska ta fram så mycket tillgångar som möjligt för att kunna betala dessa. Konkursförvaltaren måste följa förmånsrättslagen som styr turordningen för vilka fordringsägare som ska få betalt. Vidare lämnar konkursförvaltaren en förvaltarberättelse som visar vad han gjort. Även detta är situationsstyrt av hur olika antaganden görs. Revisorer anlitas ofta av konkursförvaltare i samband med en ekonomisk utredning för att se om det finns några återvinningsbara transaktioner.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Intervju med Peter Malmqvist, finansanalytiker, 2007-04-12.

<sup>44</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.

<sup>45</sup> Intervju med Göran Johansson, revisor, 2007-03-30.