



SCHOOL OF BUSINESS ECONOMICS AND LAW  
GÖTEBORG UNIVERSITY



# Privata försäljningar kontra börsintroduktioner

---

**-En studie av prisskillnader mellan privata bolagsförsäljningar och  
börsintroduktioner under perioden 1998-2005**

Seminariearbete C-nivå i  
Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Höstterminen 2008

Författare: Födelsedatum:

Tomas Fält 861001

Henrik Persson 820624

Handledare:

Anders Axvärn

## Abstract

There are many different reasons why companies are sold; regardless the reason a seller faces the question: how shall the company be sold in order to make as much profit as possible? To simplify the answer there are mainly two options, you either sell to a private company or person or to the public via an introduction on the stock market. Each year there are about ten public sales on Stockholmsbörsen (the Swedish main stock market) and above these are smaller companies continuously introduced on other Swedish stock markets like for example Aktietorget. When it comes to private acquisitions there are hundreds of deals taking place each year.

By a study of, principally, historical P/E-ratios we look for answers on the question: Is there any way in which sellers can foresee where he will receive the highest price for his company? The purpose is that this thesis can be of use in decision-making regarding the selling of companies. The thesis is mainly based on large quantities of data from both private acquisitions as well as stock exchange quotations which has been put together in diagrams, where P/E-ratios have been studied in a time series analysis. There are many ways in which the main question above can be penetrated. We start out from the P/E-ratio, preferably since it brings with it the possibility to compare acquisitions with each other, regardless of differences in scale and due to the fact that the amount of information gets manageable under present circumstances.

The results of the thesis shows, after analyzed, that differences in prices do exist between private acquisitions and stock exchange quotations. There is, however, no consequent difference whereas it differs pretty much over time. A connection between other variables and the development of the P/E-ratios (and their relative distance) can be seen in the result diagrams. The study shows that GNP-growth together with the number of buyouts from the stock market can be used to prognosticate general price levels for private acquisitions versus stock exchange quotations and the relative distance in price.

## Sammanfattning

Det finns många anledningar till varför bolag avyttras, oavsett anledningen ställs man inför frågan: på vilket sätt skall bolaget avyttras för att få så bra betalt som möjligt? I praktiken finns det förenklat två olika huvudalternativalternativ, antingen säljer man till en privat aktör eller till allmänheten via en börsintroduktion. Varje år sker det i genomsnitt ett tiotal nyintroduktioner på Stockholmsbörsen och utöver dessa noteras kontinuerligt mindre bolag vid andra börser som exempelvis aktietorget. När det gäller privata bolagsförsäljningar så rör det sig om hundratals uppköp varje år.

Genom en studie av, huvudsakligen, historiska P/E-tal söker vi svar på problemformuleringen: Finns det något sätt för säljaren att se om han får högst köpeskilling vid en börsintroduktion kontra en privat bolagsförsäljning? Syftet är att resultaten av vår undersökning skall kunna användas vid beslutsfattande inför avyttring av ett bolag. Rapporten är huvudsakligen baserad på stora mängder kvantitativ data från både privata bolagsaffärer och börsintroduktioner vilket har sammanställts i diagram, där P/E-tal över tid studerats i tidsserieanalyser. Det finns flera sätt på vilka frågeställningen kan penetreras men vi utgår alltså från P/E-tal, företrädesvis på grund av att det medför att olika företagsförvärv kan jämföras oavsett skillnader i storlek och att mängden information blir hanterbar under givna förutsättningar.

De resultat som studien mynnar ut i visar efter analys på att det existerar prisskillnader för privat bolagshandel kontra börsintroduktioner. Det föreligger dock ingen konsekvent prisskillnad utan den varierar ganska kraftigt över tid. Vi har urskiljt samvariation med andra parametrar för vilka samband har påvisats. Studien visar att BNP-tillväxt tillsammans med antalet avnoteringar på Stockholmsbörsen i viss mån kan användas för att prognostisera generella prisnivåer för privat bolagshandel kontra börsintroduktioner samt den inbördes ordningen.

## Förord

Inledningsvis vill vi tacka Viktor Siwertz vid Handelsbanken för all hjälp med att ta fram köpeskillingar för privata bolagsaffärer, vårt arbete hade inte varit möjligt utan din hjälp.

Vi vill även tacka Mats Kortfält vid HQ bank för mycket givande samtal, användbar information och viktiga kontaktuppgifter!

Inte att förglömma är alla de personer vi varit i kontakt med via föreläsningar, telefonsamtal, E-postdialoger och liknande, ni har alla varit till stor hjälp!

Slutligen vill vi ge ett stort tack till vår handledare Anders Axvärn för mycket givande dialoger, feedback och intressanta infallsvinklar.

Vi hoppas att Du som läsare kommer uppskatta rapporten.

TACK!

## Begreppsförklaring

De begrepp som, om de misstolkas, kan ge ett specifikt resonemang annan innebörd än den vi vill förmedla förklaras nedan.

### **Bolagshandel:**

Med bolagshandel syftar vi på företagsförvärv och/eller avyttring av företag.

### **Dolda värden:**

Med dolda värden menar vi värden som inte kvantitativt kan mätas utifrån Balansräkningen.

### **Principal-agent problem:**

Problem som uppstår när ledning och ägare är separerade och har olika mål eller preferenser.

### **Principal-agent kostnad:**

En kostnad som uppkommer till följd av principal-agent problem. Dessa uppstår till följd av ineffektivitet eller som en kostnad för att undvika problemen. Där alltså ägarna lägger resurser på att styra ledningen.

### **Exitstrategi:**

En strategi för hur en eller flera ägare skall avyttra sitt eller sina bolag.

### **Going concern**

En redovisningsprincip som säger att företag skall antas fortleva i all oändlighet.

## Innehållsförteckning

1 Inledning.....	1
1.1 Bakgrund .....	1
1.1.1 Hur vi kom i kontakt med problemet .....	2
1.1.2 Jämförelser och kontraster .....	2
1.2 Problem .....	4
1.2.1 Problemdiskussion.....	4
1.2.2 Tidigare studier.....	4
1.2.3 Problematisering .....	5
1.2.4 Problemformulering .....	6
1.3 Syfte.....	6
2 Metod .....	7
2.1 Ingress .....	7
2.2 Metodval .....	7
2.3 Datainsamling.....	9
2.4 Statistiskt oberoende och beroende .....	10
2.5 Att bearbeta data .....	10
3 Teoretisk referensram .....	11
3.1 Effektiva marknader .....	11
3.2 Finansiella marknader .....	11
3.3 Privata bolagsaffärer .....	12
3.4 Börsintroduktioner .....	12
3.5 Värdering.....	13
4 Empiriskt resultat och analys.....	15
4.1 Inledning.....	15
4.2 Parametrarnas påverkan .....	15
4.3 Datafördelning.....	15
4.4 Tidsserieanalyser .....	16
4.5 BNP-tillväxt .....	16
4.6 Sysselsättning .....	17
4.7 Inflation .....	18
4.8 Avnoteringar.....	18
4.9 Övrigt.....	19

5 Slutsatser från genomförda analyser .....	20
5.1 Svar på problemformulering .....	20
5.2 Rekommendationer till fortsatta studier .....	20
Källförteckning.....	22

## **Figurförteckning**

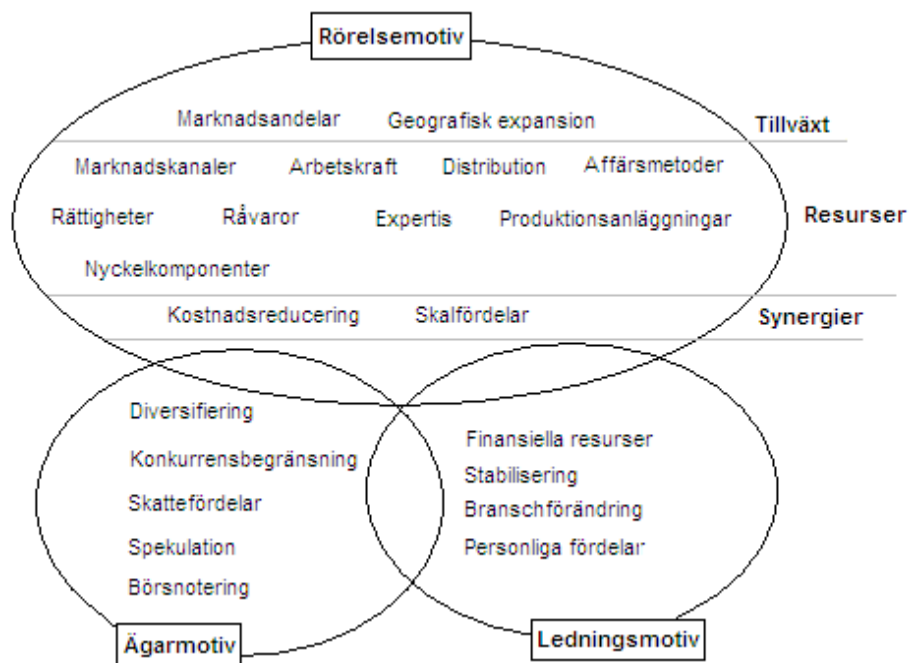
Figur 1.1 Motiv för företagsförvärv .....	1
Figur 1.2 Skillnader mellan börshandel och privat bolagshandel .....	3
Figur 3.1 Den fundamentala analysens huvudmoment .....	12
Figur 4.1 Vägda P/E-tal per år över tid.....	15
Figur 4.2 Fördelning av data avseende P/E-tal .....	16
Figur 4.3 BNP-tillväxt per år i Sverige.....	16
Figur 4.4 Inflationen per år i Sverige .....	17
Figur 4.5 Sysselsättning per år i Sverige .....	18
Figur 4.6 Avnoteringar från Stockholmsbörsen .....	18

# 1 Inledning

Detta kapitel behandlar: Bakgrund, problem och syfte. Vårt mål är att läsaren genom att läsa kapitlet skall förstå vad som föranlett studien och vad vi ämnar ta reda på.

## 1.1 Bakgrund

Det finns många potentiella anledningar till varför ett företag avyttras eller förvärvas. Det kan exempelvis bero på ett generationsskifte, tillväxtstrategi, möjliga skalfördelar eller förhoppningen om positiva synergieffekter. Sevenius (2003, s. 44) delar in motiven för företagsförvärv i rörelsemotiv, ägarmotiv och ledningsmotiv enligt figur 1.1 nedan. Rörelsemotiven är i sin tur indelade i de tre underkategorierna tillväxt, resurser och synergier. Denna uppdelning syftar till att täcka in alla element i en köparens faktiska målformulering eller uttalade motiv.



Figur 1.1: Motiv för företagsförvärv (Sevenius 2003, s. 44).

Det finns flera investmentbolag vars verksamheter eller delverksamheter bygger på kontinuerlig bolagshandel. Målen för handeln kan variera men ofta hoppas förvärvaren kunna avyttra bolaget för en större köpeskilling än vad som betalades vid förvärvet. Andra mål kan exempelvis vara att öka lönsamheten inom en koncern genom stödfunktioner, att utplåna en konkurrent eller sådana av icke vinstdrivande karaktär. Det är svårt att utröna exakt hur många företagsförvärv som har genomförts i Sverige de senaste åren. Sevenius (2003, s. 28) framhåller dock att det rör sig om tusentals varje år. På Stockholmsbörsen nyintroducerades 169 bolag mellan år 1998 och 2005 (OMX-stockholmsbörsen 2008, liständringar). Utöver nyintroduktioner på Stockholmsbörsen har flera bolag även introducerats på de mindre börserna så som t.ex. Aktietorget. Genom börser världen över byter noterade företags aktier ägare i hög takt vilket ger en hög likviditet och därmed ökat värde. Vad gäller onoterade företag så utgör bolagshandel, där nästan 100 % av aktierna eller motsvarande delar av inkråmet förvärvas av en eller ett fåtal aktörer, en stor del av företagsförvärven. Men om börsen



ger ökat värde genom högre likviditet, varför genomförs då inte all bolagshandel via olika börser? Som vanligt föreligger både för och nackdelar med endera alternativen. En börsintroduktion skapar nästan uteslutande utökade möjligheter att få in riskkapital genom nyemissioner. Företaget blir även exponerat mot världen på ett helt annat sätt där investerare, analytiker och media kan hjälpa till att synliggöra dolda värden då det ställs högre krav på omfattningen och specifika innehåll av bolagens årsredovisningar. Värden som för utomstående ibland först går att se efter börsintroduktionen till följd av de högre krav på årsredovisningens utförande som följer i och med en börsintroduktion. En nackdel med många ägare, vilket nästan alltid är fallet för börsnoterade bolag, är att det kan föreligga målskillnader för bolaget mellan ägarna och ledningen. Vilket leder till kostnader då krafter drar åt olika håll. Alternativet är att forcera ledningen att dra åt samma håll som ägarna vilket leder till så kallade principal-agent problem. När en juridisk eller fysisk person äger 100 % av aktierna i ett onoterat bolag och så önskar fortsätta att göra finns ingen anledning att gå in på börserna. Det är inte heller möjligt då aktierna måste spridas på ett visst antal ägare beroende på vilken handelsplats bolaget vill noteras vid. Däremot kan det vid behov av nytt kapital vara ett alternativ till att låna pengar från banken, förutsatt att ägarna är beredda att sälja en så stor del av bolaget som krävs för börsintroduktion vid aktuell handelsplats.

### **1.1.1 Hur vi kom i kontakt med problemet**

Hösten 2008 startade en ny kandidatkurs vid Handelshögskolan i Göteborg i samarbete med 6:e AP-fonden. Hälften av eleverna var ekonomistuderande och resterande juridikstuderande. Under utbildningens gång ingick praktisk tillämpning av värderings – och företagsöverlåtelseproblematik utifrån ett ekonomiskt och juridiskt perspektiv. Den sista praktiska uppgiften var att föreslå en exitstrategi för en koncern som majoritetsägaren; 6:e AP-fonden, satt samman genom successiva företagsförvärv. Utifrån vår bedömning av vad koncernen skulle vara värd vid avyttringstillfället resonerade vi sedan om hur och till vem koncernen skulle avyttras. När avyttringen skulle ske grundade vi på hur koncernen skulle växa organiskt liksom genom ytterligare förvärv. Vi vägde även in makroaspekter såsom BNP och konkurrenssituation. Den huvudsakliga värderingsmetoden var diskontering av framtida fria kassaflöden till företaget, FKFF.

### **1.1.2 Jämförelser och kontraster**

Jämförande värdering är en annan värderingsmetod som kan vara relevant i dylika sammanhang. Det är vid jämförande värdering av ett privat företag vanligt förekommande att hitta liknande noterade bolag och jämföra nyckeltal mellan dessa och det privata företaget (Nilsson, Isaksson & Martikaninen 2002, s. 58). Vi anser att det kan finnas en risk att det föreligger systematiska skillnader i dessa nyckeltal mellan privata och börsnoterade bolag. Vilket skulle leda till en felaktig utgångspunkt för värdering, om inte hänsyn togs till detta. Om den enda värderingsmetoden som användes vid varje enskilt värderingstillfälle var att jämföra privata bolag med liknande börsnoterade anser vi inte att det skulle föreligga några systematiska skillnader då all prissättning skulle motsvara börsens. Några värderingsmetoder och andra skillnader mellan privata försäljningar och värdering på börserna framgår av figur 1.2 nedan.

Börsintroduktion	Privat
Analys/värderingsmetod	Analys/värderingsmetod
Jämförande värdering och nyckeltal Fundamentalanalys Teknisk Analys	Jämförande värdering och nyckeltal Fundamentalanalys
Skillnader som kan tänkas påverka priset	Skillnader som kan tänkas påverka priset
Alla investerare påverkar priset oavsett kunskapsnivå. Likviditeten är nästan alltid högre vilket ger högre värde på en tillgång. Principal-agent kostnader generellt högre	Nästan enbart professionella investerare vilka gör sina analyser lika varandra Principal-agent kostnader generellt mindre (ofta samma ägare som ledning)

Figur 1.2: Skillnader mellan börshandel och privat bolagshandel (Nilsson, Isaksson & Martikaninen 2002, ss. 20-24 & 58).

Utöver skillnader mellan börsintroduktioner och privata företagsförvärv har vi även uppmärksammat skillnader mellan akademins sätt att hantera värderingsproblematik kontra näringslivet. "Teknisk analys är hokus pokus" sade Sjögren<sup>1</sup>, samma åsikt framfördes av analytikern Bohlin<sup>2</sup>. Han framhöll dock att Teknisk analys i viss mån blir en självuppfyllande profetia då många agerar utifrån den. Teknisk analys har fått stor genomslagskraft på marknaden och många kända affärstidningar och i viss mån investmentbanker publicerar kontinuerligt analyser av hur olika aktier kommer utvecklas i framtiden utifrån denna analysmetod.

Placerare och akademiker har ofta olika uppfattning om vad som definierar en bra metod för aktieinvesteringar. Inom akademien söks efter samband som kan ges en förklaring medan placerarkollektivet inte bekymrar sig om varför en metod skulle kunna fungera, huvudsaken är att den fungerar. Om placerarkollektivet tror på någonting så kommer deras samlade agerande också att leda till att deras tro besannas. (Axvärn 2008, s. 3)

Visserligen behandlar Axvärn P/E-talet men vi anser att fenomenet är direkt applicerbart på alla värderingsmodeller och teorier som praktiskt används av investerare på marknaden.

Hur är då skillnader mellan akademien och näringslivet relevant för denna uppsats? Jo vi tror att en större andel av aktörerna vid bolagshandel utanför börsen har en bakgrund inom akademien än vad som gäller för aktörerna på börsen.

<sup>1</sup> Stefan Sjögren universitetslektor på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, föreläsning den 2 september 2008.

<sup>2</sup> Håkan Bohlin investment manager hos Sjätte AP-fonden, föreläsning den 17 oktober 2008.

## 1.2 Problem

### 1.2.1 Problemdiskussion

En stor del av förklaringen till de skillnader vi uppmärksammat ovan kan härledas från olika metoder för att värdera företagen på olika marknader. Företagsvärdering är ett område som det forskats mycket om, vilket gör det svårt att komma med något revolutionerande. Dessutom gör den teori vi lär oss ibland det svårare att se saker ur nya infallsvinklar. Att det finns olikheter liksom likheter mellan bolagshandel på respektive utanför börsen anser vi vara alldeles uppenbart. Att lista ut exakt vilka parametrar som påverkar vilka upplever vi vara lika svårt som att kartlägga exakt hur ett helt ekosystem hänger ihop. Vår ambition är därför att inledningsvis försöka rensa för subjektivitet och förutfattade meningar i den mån det är möjligt och söka efter mätbara kontraster mellan bolagshandel på börsen och privat. I bakgrunden slog vi bland annat fast att bolagshandel sker i stor omfattning och kontinuerligt utgör en stor del av företags tillväxtstrategier. Härvidlag finns det en efterfråga kring allt som rör värdering av företag där fokus torde ligga på "felvärderingar". Vi hävdar att marknaden inte är helt effektiv vid varje givet tillfälle, till skillnad mot en längre tidsperiod, vilket borde vara svårt att argumentera emot, särskilt med beaktande av det senaste årets finanskris. Vi har även lyft fram att det finns meningsskillnader mellan akademien och näringslivet. Samt att det finns flera faktorer och värderingsmetoder som kan orsaka skillnader i prissättning av företag på kontra utanför börsen.

Ju mer vi har studerat ämnet företagsvärdering och bolagshandel, desto fler frågor finner vi och dessa tycks öka i snabbare takt än svaren. När ett bolag skall avyttras står valet ofta mellan en börsintroduktion och en privat försäljning. Om frågeställningen är denna rör det sig oftast om väsentliga köpeskillningar. Bohlin<sup>3</sup> hävdar att en köpeskillning på minst en miljard var att föredra om en börsintroduktion på Stockholmsbörsen ens skulle komma på tal. Men finns det då någon prisskillnad vid bolagshandel på börsen kontra exempelvis private equity eller andra privata typer av företagsöverlåtelser? Är prisskillnaden i så fall konstant över tid? Kan något utrönas om hur den potentiella prisskillnaden varierar som ett resultat av exempelvis förändrad absolut samhällsvälfärd som t.ex. BNP-tillväxt? Eftersom denna uppsats tog sin början i problematik kring om ett specifikt bolag skulle avyttras genom en börsintroduktion eller genom försäljning till någon privat aktör så kommer vi inrikta oss på just nyintroduktioner på börsen kontra privata bolagsförsäljningar.

### 1.2.2 Tidigare studier

Det finns gott om studier och rapporter som på ett eller annat sätt behandlar olika typer av bolagshandel. Det som mest liknar vår ämnesinriktning är ett index som revisionsfirman BDO tagit fram som heter PCIP (Private Company Price index) vilket är ett index för P/E-tal på privata bolagsaffärer i Storbritannien. Många publicerade rapporter försöker hitta variabler från vilka slutsatser om kursutveckling på börsen kan dras. Andra kritiserar eller prövar allmänt vedertagna nyckeltal. Några exempel på svenska studier följer nedan.

- Kan du strunta i P/E-talet?  
En företagsekonomisk rapport från Handelshögskolan i Göteborg  
Författare: Anders Axvärn (2008)

---

<sup>3</sup> Håkan Bohlin investment manager hos Sjätte AP-fonden, föreläsning den 17 oktober 2008.

Rapporten behandlar huruvida P/E-talet faktiskt säger något om en akties framtida avkastning. Sammanfattningsvis kommer Anders fram till att det troligen föreligger ett svagt samband mellan P/E-tal och den framtida avkastningen men att P/E-talet i så fall enbart förklarar en mycket lite del av denna avkastning. Anders framhåller även att P/E-talets användning knappast står i paritet med dess nytta till följd av dålig förankring i teorin.

- Vilka variabler har ett samband med aktiekursutvecklingen för nyintroducerade företag på börsen?

D-uppsats från Handelshögskolan i Göteborg

Författare: Jenny Andersson, Lars Björck och Niklas Kallis (2006)

Rapporten letar efter variabler som kan säga något om nyintroducerade företags aktiekursutveckling. Slutsatsen är att det är svårt att finna förklaringsvariabler som kan förklara hur bra nyintroducerade företag lyckades på Stockholmsbörsen. Företag som noterades mellan april och juni hade dock sämre kursutveckling än företag som noterades under övriga månader.

- Aktieutdelningars kurspåverkan

C-uppsats från Handelshögskolan i Göteborg

Författare: Klas Eriksson, Marcus Holgersson och Linus Palmkvist (2007)

Studien undersöker om det finns någon överavkastning under ex-dagen för de 30 mest omsatta bolagen på Stockholmsbörsen. Slutsatsen blir att det finns det dock en låg på 0,3 % för den undersökta perioden 2002 till 2006.

- IPO-tajming

D-uppsats från Uppsala Universitet

Författare: Johan Bunketorp (2005)

Uppsatsen behandlar bland annat möjligheten till ett samband mellan antal årliga IPO's (börsintroduktioner) och börsens utveckling och även vilka orsaker som skulle kunna ligga bakom ett sådant här samband. Slutsatsen av studien är att det i Sverige finns ett tydligt samband mellan antal årliga IPO's och börsens utveckling.

Även om ovan nämnda uppsatser enbart är ett urval, återspeglar de relativt bra inriktningen på de uppsatser och artiklar som finns. Vi har inte funnit några tidigare studier som behandlar vår problemställning, se nedan. Dock utgör Anders Axvärns rapport, *Kan du strunta i P/E-talet?*, ett underlag för denna studie då vår uppsats till stor del baseras på P/E-talet.

### 1.2.3 Problematisering

Frågeställningarna i stycket ovan är inga problem i sig. Bolagshandel medför kostsamma och tidsödande processer där olika värderingsmetoder appliceras för att sätta ett pris på bolaget. Tillgängliga värderingsmetoder svarar inte upp på frågan om var säljaren får bäst betalt. Vad som avgör om försäljningen sker genom en börsintroduktion eller en försäljning till privat aktör baseras istället ofta på magkänsla och bedöms från fall till fall. Det här tycker vi är ett problem i sig. Det saknas helt enkelt sätt på vilka man kan utröna om priset blir högst vid en börsintroduktion eller vid en privat bolagsförsäljning vid olika tidpunkter. När ett bolag skall avyttras är det inte bara

köpeskillingen som är avgörande utan alla kostnader förknippade med proceduren måste beaktas. Därför är det viktigt att man vid en jämförelse av prisskillnader fångar in storleksförhållandet mellan priserna.

#### **1.2.4 Problemformulering**

Finns det något sätt för säljaren att se om han får högst köpeskillning vid en börsintroduktion kontra en privat bolagsförsäljning?

För att få svar på problemformuleringen ovan behöver vi svara på ett antal delfrågor.

- Hur har prisnivåerna mellan börsintroduktioner och privata bolagsförsäljningar rört sig inbördes och hur stort var spannet vid varje givet tillfälle?
- Finns det parametrar som har systematiska samband med prisnivåerna och dess inbördes utveckling?
- Om det finns systematiska samband, kan dessa användas för att prognostisera prisnivåernas framtida utveckling?

#### **1.3 Syfte**

Syftet är att resultaten av vår undersökning skall kunna användas vid beslutsfattande inför avyttring av ett bolag.

## 2 Metod

---

*I detta kapitel behandlas bland annat metodval och tillvägagångssätt vid insamling, bearbetning och sammanställning av data. Ett resonemang kring användbarheten och validitet genomförs också.*

---

### 2.1 Ingress

Hänvisar till problemformuleringen i kapitel 1. Vi har för avsikt att leta efter systematiska samband mellan köpeskillingar för privat bolagshandel och börsintroduktioner, för att se var man får högst köpeskillning. Holme och Solvang (1997, ss. 151-155) framhåller hur människors utbildning, tidigare erfarenheter, värderingar och intressen styr deras val av problemområde när de skall genomföra studier. Vidare menar Holme och Solvang (1997, ss. 151-155) att en uppsatsskrivare ofta står inför en situation där det är svårt att finna ett enskilt uttryck eller enhet som på ett fullständigt sätt förklarar den variabel man vill undersöka. I de flesta samhällsvetenskapliga undersökningar blir alltså frågan om vad som skall mätas central. En stor del av den litteratur om forskningsmetodik som vi studerat tar dock sin början i hur vald information skall bearbetas. Valet av förklaringsvariabler sägs naturligtvis utgöra en central del men insamlingsfasen av densamma beskrivs ofta inte, i alla fall inte inom kvantitativa metoder. För kvalitativa metoder utgör intervjuer oftast en stor del och dessas utformning är av stor vikt vilket medfört att informationsinsamlingen beskrivits i allehanda metodlitteratur. Det finns dock undantag och en bok som faktiskt behandlar området informationssökning och var man kan finna data är "Från datainsamling till rapport" (Dahmström 2005, kap. 3 & 5). Men för att återgå till kvantitativa metoder och koppla åter till vår egen undersökning så har datainsamling för oss varit en flaskhals. Dessutom har vi inte funnit någon relevant metodlitteratur att ta hjälp av för att finna något verktyg som var tillämpbart. I just vårt fall kanske det inte heller är så konstigt då de data vi använt oss av till stor del hålls hemlig av företagen eller är svåråtkomlig, sådan problematik är inte Dahmströms teorier anpassade för. Vi anser dock likväl att metoder för denna typ av datainsamling torde kunna få lite mer utrymme i allehanda metodlitteratur.

### 2.2 Metodval

Studien kommer att baseras på kvantitativa data och en nackdel med siffror kan vara att människor ibland har en överdriven tilltro till allt som kan redovisas med siffror. Vi utgår från att det inte kommer vara möjligt att få med data från samtliga bolagsförsäljningar utan att vi får nöja oss med ett stickprov. Det är viktigt att bedöma validiteten i siffror, liksom att fundera kring felmarginaler och effekter av att vi endast kommer få ett stickprov ur en population att arbeta med. Varsamhet när det kommer till slutsatser baserade på siffror torde därför iakttas. (Holme & Solvang 1997, ss. 156-158). Vi behöver ett mått med vilket vi kan jämföra köpeskillingarna med varandra oberoende av det faktum att företagen är av olika storlek. Det finns flera möjliga lösningar och nedan följer de vi valde mellan:

**P / FKFF:** (Pris dividerat med fritt kassaflöde till företaget) innebär att periodiseringar och andra redovisningstekniska parametrar inte blir en påverkande faktor. Ledningen kan dock i viss mån påverka nyckeltalets storlek.

**PEG:** Vanlig kritik gentemot P/E-talet är ofta att det inte tar hänsyn till företagens prognostiserade vinsttillväxt. Följden kan bli att företag med låg tillväxt ser lågt värderade ut medan det motsatta gäller för tillväxtbolag. PEG-talet är kvoten mellan P/E-talet och tillväxten (g) och eliminerar därmed en svaghet som finns hos P/E-talet. Att använda PEG-talet i en större kvantitativ undersökning såsom

denna blir dock inte praktiskt hanterbart för oss och inte heller tillförlitligt då det är svårt och tidsödande att uppskatta respektive företags tillväxttakt. (JFS Bokföring 2007, Nya nyckeltal för aktier)

**P/S:** (Priset dividerat med försäljning) Enligt Berglöv<sup>4</sup> använder sig bland annat nätmäklare, Avanza, av den senast rapporterade omsättningen (alltså försäljning) och uppdaterar siffrorna dagligen som stöd till dess kunder. Att omsättningen används innebär implicit att redovisningstekniska störmoment inte påverkar nyckeltalet. Baksidan på myntet är enligt vår mening att inte heller hävstångseffekter beaktas. Både fasta kostnader i rörelsen liksom en kapitalstruktur där det finns lånade medel har stor inverkan på vinstens storlek längst ner i resultaträkningen.

**P/E:** (Priset dividerat med vinsten) Detta nyckeltal är vanligt förekommande för jämförande värdering till följd av dess enkelhet. En väsentlig nackdel ligger i företagens möjligheter att genom redovisningstekniska åtgärder justera vinsten genom exempelvis periodiseringar. Periodiseringar är dock ett försök att fånga faktiskt resursutnyttjande och värdeskapande och behöver således inte alltid vara negativt i sammanhanget.

Tidsramen för denna uppsats medförde att P/E alternativt P/S var de mest hanterbara då både vinst och omsättning kan hämtas direkt från aktuella årsredovisningar. Vi anser att vinsten speglar den faktiska lönsamheten bättre än omsättningen. Därför föll vårt val på P/E-talet. Nyckeltalet används här efter som ett mått för köpeskillningarnas inbördes storlek per företagsenhet. För att kunna analysera eventuella prisskillnader, dvs P/E-talen, så jämför vi dem med ett antal förklaringsvariabler för att svara upp mot problemformuleringen i kapitel 1. Vi har valt att använda oss av BNP-tillväxt, antal bolagsförsäljningar, inflation och sysselsättning. Vårt tillvägagångssätt kan närmast liknas vid en så kallad multivariat analys, där en beroende variabel skall förklaras av ett antal oberoende. I vårt fall är den beroende variabeln prisspannet mellan P/E-talen för privat bolagshandel kontra börsintroduktioner.

Vi använder oss av viktade P/E-tal för respektive år och avyttringsform. Vi motiverar detta med ett exempel:

- Ponera att P/E-tal för 2 privata bolagsförsäljningar skall jämföras med 2 börsintroduktioner.
- 1 av de privata är det ena ett litet bolag och har  $P/E=10\ 000$ . Det andra bolaget är 200 gånger större men har  $P/E=10$ . De två börsintroduktionerna är två lika stora bolag med  $P/E=20$ .
- Om man enbart använder medelvärdet av dessa två får man  $P/E=5005$ , för privata, vilket blir enormt missvisande för den totala bolagsvolymen. Och ett  $P/E=20$ , för börsintroduktionerna.
- Om siffrorna istället viktas får man ett ungefärligt  $P/E=60$ , för privata och  $P/E=20$  för börsintroduktioner.
- Om vi vill jämföra privata P/E-tal kontra detsamma för börsintroduktioner per såld bolagsenhet så speglar alltså viktade P/E-tal bättre den genomsnittliga prisnivån för varje år.

Det finns flera metoder som står till buds för dylika undersökningar och samlingsnamnet för ett antal sådana är just ovan nämnda multivariat analys. Exempel på några tillvägagångssätt är mätning av genomsnittseffekter, fördelningsanalyser, regressionsanalyser, tidsserieanalyser, stiganalyser och

---

<sup>4</sup> Jonas Berglöv kund support Avanza Bank, telefonsamtal den 13 november 2008.

samspeleanalyser (Holme & Solvang 1997, ss. 265-285). Vi ämnar inte förklara dessa närmare förutom att kort berätta hur vi valt att gå tillväga och varför. Inledningsvis kretsade våra tankegångar kring tidsserier och regressionsanalyser. Det slutgiltiga valet kom att bero på ett antal faktorer som exempelvis, vilket perspektiv vi ville framhålla (fokus), hur mycket data vi samlat in, validiteten i informationen samt framförallt hur väl vi ansåg att metoden skulle hjälpa oss att svara upp mot frågeställningen. En regressionsanalys hade i vårt fall blivit en multipel sådan, där en beroende variabel tolkas som en funktion av ett antal oberoende. (Aczel & Sounderpandian 2006, s. 493). Nättorp<sup>5</sup> påstår att en regression är som att dra ett jämt streck genom ett kluster av slumpmässiga värden och att man om man gjorde så oftast fick samma resultat som vid en korrekt genomförd regressionsanalys. Förutsatt att det överhuvudtaget föreligger någon korrelation givetvis. Om man kan se skillnader och samband med blotta ögat kan man ju då fråga sig vad det fyller för syfte att göra en sådan överhuvudtaget. Fördelen med regressionsanalyser är dock uppenbar. Förutsatt att man använt sig utav ett tillfredsställande konfidensintervall så är den relativt exakt och lätt att tyda. Den innehåller alltså i sig själv få eller inga subjektiva parametrar och är således ofta ett ypperligt verktyg för att tolka kvantitativa data. (Aczel & Sounderpandian 2006, s. 493). Med tanke på den relativa osäkerheten man alltid får vid ett stickprov kände vi inte något behov av att räkna fram exakta korrelationer och vår ambition att överblicka helheten gjorde att vi mer och mer tittade mot tidsserieanalyser. I tidsserieanalyser letar man ofta efter trender och cykliska mönster och liknande för att förutspå en framtida utveckling.

## 2.3 Datainsamling

Vi beskriver med anledning av den brist på lämpliga metoder för datainsamling, som vi nämnde i början av detta kapitel, med egna ord kort nedan hur vi metodmässigt genomfört datainsamlingen. Resonemanget kretsar i huvudsak kring: Vad vill vi veta? Vad behöver vi för att ta reda på det? Var finns informationen? Hur får vi tag på den?

De data vi behövde utgjordes till största delen av köpeskillingar för mängder av bolagsförsäljningar. Vi började med att leta upp alla företag vi kunde hitta som regelbundet bedriver bolagshandel. Därefter kontaktade vi företagen som bedrev bolagshandeln och bad om att få ta del av köpeskillingar för förvärvade bolag. Vi märkte ganska tidigt i arbetsgången att de allra flesta inte ville lämna ut någon information alls. Efter ett långt febrilt sökande bland företag och årsredovisningar tipsade Kortfält<sup>6</sup> oss om en databasen Mergermarket (Mergermarket 2008) som större investmentbanker och liknande prenumererade på. Tyvärr hade HQ-bank ingen prenumeration just för tillfället men vi blev istället hänvisade till Handelsbanken. Efter visst trevande kom vi så i kontakt med Siwertz<sup>7</sup>, han, liksom de som hjälpt oss så långt, var mycket tillmötesgående och kunnig på området. Vi fick till slut en lista med närmare fem tusen bolagsförsäljningar på den svenska marknaden med köpeskilling, namn på företagen som sålts, namn på de förvärvande företagen och vilka typer av försäljningar det varit fråga om. Tidsperioden var år 1985 till och med år 2008. Köpeskillingar framgick dock för drygt 40 % av de bolagsförsäljningar som ingick i listan. För att kunna ta fram P/E-tal för respektive bolagsförsäljning sökte vi sedan efter årsredovisningar vilket var lättare sagt än gjort. Företag byter namn, går i konkurs, blir uppköpta eller flyttar utomlands och eftersom vi

<sup>5</sup> Bengt Nättorp universitetslektor vid Högskolan i Borås, föreläsning den 14 november 2007.

<sup>6</sup> Mats Kortfält chef för HQ Banks Corporate Finance avdelning, telefonsamtal den 3 december 2008.

<sup>7</sup> Viktor Siwertz från Handelsbanken Capital Markets, telefonsamtal den 8 december 2008.



inte heller hade tillgång till organisationsnummer så fick vi helt enkelt lägga ner otroligt mycket tid på att söka till höger och vänster, mestadels använde vi oss av databasen Affärsdata och pressmeddelanden. Vår handledare Anders Axvärn varnade oss faktiskt för att det är oerhört svårt och tidskrävande att få fram dylik information och det fick vi alltså sannerligen erfara. Till slut hade vi dock tagit fram omkring 15 till 35 P/E-tal per år för privata bolagsförsäljningar mellan åren 1998-2005. Årsredovisningar fanns inte att tillgå från tidigare år och på grund av tidsramen för denna uppsats fick vi nöja oss med tidsspannet ovan. Pris för nyintroduktioner på börsen för perioden var inte heller någon dans på rosor. På Nasdaq OMX hemsida hittade vi en lista över vilka bolag som börsintroducerats under åren. Introduktionskurserna för dessa saknades men flertalet gick att finna via skatteverkets hemsida. Årsredovisningar letade vi efter på samma manér som för privata dylika via databasen Affärsdata (Affärsdata 2008). Sökandet var dock inte lika omständligt som för privata bolag och vi kunde få fram P/E-tal för de flesta nyintroduktioner. Andra parametrar som vi ämnar använda som jämförande parametrar såsom BNP-tillväxt och inflation hämtade vi från Statistiska Centralbyråns hemsida.

## 2.4 Statistiskt oberoende och beroende

Ett statistiskt samband sägs föreligga mellan två variabler om värdet på en av dem regelmässigt sammanfaller med den andra. Värt att notera är att faktorer kan samvariera utan att det föreligger något faktiskt samband mellan dem. Det är skillnad på en slumpmässig samvariation och ett verkligt samband. Ett samband föreligger i själva verket när samvariationen går att koppla samman till relevant teori och ett teoretiskt resonemang (Holme & Solvang 1997, ss. 292-293). När vi skall bearbeta insamlad och beräknad data strävar vi därför efter att i möjligaste mån finna samband och inte samvariation.

## 2.5 Att bearbeta data

Vi har sammanställt viktade P/E-tal årsvis för privata bolagsförsäljningar och för börsintroduktioner. Sedan har vi fört in respektive parameter i olika grafer för att lätt kunna överblicka helheten. Samma metod har vi använt för de förklaringsvariabler som vi har valt att använda, det vill säga grafer baserade på medelvärden för varje år. Att visualisera variabler kan vara till stor hjälp när samband och trender söks och är ibland den bästa metoden i sig (Garson 2002, ss. 148-149). Vi har valt att visualisera variablerna i form av grafer. I dessa grafer jämför vi P/E-talen för respektive avyttringsmetod med valda förklaringsvariabler.

### 3 Teoretisk referensram

---

*Kapitlet tar upp relevanta teorier och tillvägagångssätt för att öka förståelsen för bolagshandel. Avslutningsvis ger vi några exempel på tidigare studier som genomförts med liknande ämnesinriktning.*

---

#### 3.1 Effektiva marknader

Ett vanligt spörsmål bland investerare och forskare är huruvida kapital –och finansmarknaderna är effektiva eller inte. Berk och Demarzo (2007, s. 459) talar om hur marknadseffektiviteten delar egenskaper med "lagen om ett pris". Lagen om ett pris säger mycket förenklat att arbitragemöjligheterna utplånar sig själva i och med att det resursflöde som följer utjämnar aktörernas tillgångar (Fregert & Jonung 2005, s 236). Resultatet blir att tillgång kontra efterfrågan är oberoende av fysisk marknadsplats. Många hävdar att samma fenomen bidrar till att bolagshandel i allmänhet och aktiemarknaden i synnerhet är effektiv. En effektiv marknad i stark form skulle teoretiskt innebära att de priser till vilka bolag eller bolagsandelar handlas alltid rörde sig i paritet med faktiskt värdeskapande i respektive bolag. Likheten med lagen om ett pris ligger alltså i det faktum att vissa aktörer på marknaden alltid utnyttjar felaktig prissättning och på så vis justeras samtidigt priserna på längre sikt. En förutsättning är ju då dock att de investerare, som inte insåg att aktien varit felaktigt värderad, efter ett tag inser detta (Berk & Demarzo 2007, ss. 59-60). Vi tycker även att tidsperspektivet är intressant och vill påstå att alla marknader är effektiva om tidshorisonten är tillräckligt lång. På samma sätt tycker vi att det är självklart att ineffektivitet stundom förekommer. Skall man driva det längre blir resonemanget närmast av filosofisk karaktär.

Sjögren<sup>8</sup> framförde att den effektiva marknaden hör till ett av de grundläggande antagandena på vilka den finansiella teorin vilar. Det framfördes även att antagandet om den effektiva marknaden ofta delas in i tre former; svag form där all historisk information återspeglas i priset, semistark där priset baseras på all publicerad information och slutligen stark form där all information som överhuvudtaget existerar ligger som grund för prissättningen. Vi kommer inte att behandla detta vidare men vi anser att teorierna kring den effektiva marknaden är viktiga att ha i bakhuvudet. Inte minst då ett av de grundläggande antagandena för teknisk analys är att marknaden inte är effektiv (Optimal Börs 2008, Vad är teknisk analys?) liksom att privat bolagshandel kontra börshandel, enligt oss, inte nödvändigtvis behöver ha samma effektivitet. Eventuella skillnader kan vara ett resultat av exempelvis likviditet och omsättningshastighet.

#### 3.2 Finansiella marknader

Finansiella marknader kan indelas i primärmarknader och andrahandsmarknader (sekundärmarknader). De primära finansiella marknaderna är marknaden för nyemission, vilket innebär att företag, myndigheter, etc. lånar upp kapital genom att sälja (emittera) värdepapper till olika investerare. (Wramsby & Österlund 2004, s. 239)

Vidare skriver de att sekundärmarknadens roll efter företagets nyemissioner är att möjliggöra handel med värdepapper mellan investerare. Dessa primära och sekundär marknader finns både vid privata och publika bolagsförsäljningar och den stora skillnaden mellan dem är var pengarna hamnar, i

---

<sup>8</sup> Stefan Sjögren universitetslektor på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, föreläsning den 2 september 2008.

företaget eller hos ägarna. Ett företags aktier vid en börsintroduktion kan alltså vara en ren sekundärmarknadsförsäljning eller en kombination. För privata företag kan avsaknaden av kontinuerlig handel med dess aktier göra nyemissioner svåra att genomföra. För investeraren spelar det inte någon roll om aktierna förvärvas via primär eller sekundärmarknaden, resultatet blir detsamma. För oss är det på sekundärmarknaden som aktuell bolagshandel äger rum. Vi fortsätter nedan med en kort beskrivning av formerna för privata företagsförsäljningar respektive nyintroduktioner på börsen.

### 3.3 Privata bolagsaffärer

Privat bolagshandel genomförs oftast genom så kallade Controlled auctions eller traditionellt förhandlade affärer. En Controlled auction kan liknas vid ett auktionsförfarande där en investmentbank eller liknande hjälper till för att nå ut till så många potentiella köpare som möjligt, investmentbanken agerar alltså företagsmäklare. Vanligtvis skickas information ut i form av en "teaser" varefter köparkandidaterna får agera. Förhandling sker alltså sedan med flera parter samtidigt. Fördelarna för säljaren är bland annat att många potentiella köpare konkurrerar med varandra vilket med stor sannolikhet bör hjälpa till att pressa upp priset. En annan stor fördel med Controlled auction är att man som ägare på ett smidigt sätt kan välja bort köpare som ställer krav på garantier och andra åtaganden. Nackdelarna med detta tillvägagångssätt är att det medför relativt höga transaktionskostnader. Vilket beror på att proceduren till stor del handhas av expertkonsulter som måste genomföra en omständligare process jämfört med motsvarande procedur vid en traditionellt förhandlad affär, Diefke<sup>9</sup>.

Även vid en traditionell förhandlad affär används inte sällan, en eller flera mellanhänder vilka hjälper till vid förhandlingar och ger konsulttjänster. Skillnaden mot en Controlled auction är att förhandlingen oftast sker med en enda potentiell förvärvare. Traditionella affärer medför större möjligheter till informationsutbyte då sekretess utåt lättare bibehålls till följd av att insynen endast tillfaller en aktör. Resultatet blir kostnadsfördelar, bättre möjligheter att kontrollera informationsflödet och således även önskad sekretess. Ofta brukar man förhandla fram en så kallad "break up fee" som måste betalas av den part som väljer att dra sig ur en påbörjad förhandling. En nackdel är att bristen på konkurrens mellan potentiella köpare leder till att man som säljare kan gå miste om köpare som är beredda att betala mer än den aktör som man förhandlar med, Nyberg<sup>10</sup>.

### 3.4 Börsintroduktioner

Inför en börsintroduktion finns det många saker som måste förberedas. Man måste till att börja med uppfylla de krav som ställs för den specifika marknadsplats som man vill notera sig vid. Dessa krav kan variera ganska mycket mellan olika marknadsplatser. Kraven kan bland annat vara på bolagets storlek, antal aktieägare med flera. Det vanliga inför en börsintroduktion är att man tar hjälp av en företagsmäklare, till exempel en investmentbank eller en fondkommissionär. En av de mest centrala delarna vid en börsintroduktion är värderingen av bolaget. Värderingen genomförs aldrig av bolaget själv eller av dess ägare utan det sköts istället av en investmentbank eller en fondkommissionär som sköter hela introduktionen. Det är inte ovanligt att ett team av flera investmentbanker eller fondkommissionärer bildas vid stora börsintroduktioner för att sköta hela processen. (Tolleryd & Frykman 2000, s. 18)

---

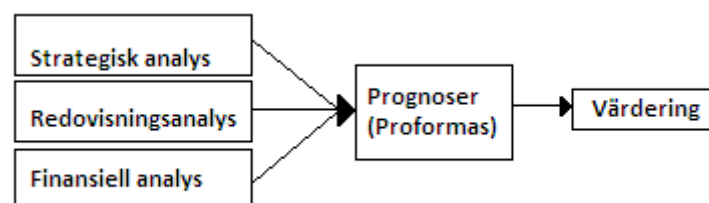
<sup>9</sup> Henric Diefke partner vid advokatbyrån Mannheimer Swartling, föreläsning den 11 september 2008.

<sup>10</sup> Clas Nyberg partner vid advokatbyrån Mannheimer Swartling, föreläsning den 12 september 2008.

### 3.5 Värdering

Inledningen på kapitel 1 tar upp ett antal anledningar till att bolagshandel äger rum, se figur 1.1 Motiv för företagsförvärv. Behovet av att värdera företag har i mångt och mycket sin utgångspunkt i bolagshandeln men finns även i många andra situationer, exempelvis vid kreditgivning, taxering, arv eller gåva, analyser av företagsstrategier och samgåenden mellan företag. Vid värdering av publika bolag finns det per definition ett pris som aktierna handlas för vilket ger en referenspunkt. Målet för aktievärderingen blir därför ofta att utröna om priset till vilket bolaget handlas är ”korrekt”. Vid handel med privata företag finns inte något marknadspris som referenspunkt, istället kan liknande publika företag användas som referens. På börsen omsätts aktierna i högt tempo och det är ofta små bolagsandelar som byter ägare åt gången. De flesta ägarna kan således inte påverka bolaget i större utsträckning än att kanske rösta med sin minoritetsandel. Handel med privata företag utgörs i mycket större utsträckning av stora delar av, eller hela, företagsförvärv vilket ger fler möjligheter att styra hela företaget utefter eget intresse. Eftersom ägare och ledning oftast är samma individ/individer är principal-agent fenomenet vanligtvis inte något problem i privata företag. På den publika sidan är separation mellan ägare och ledning nästan alltid ett ofrånkomligt faktum. Publika företag vill som regel redovisa ett så högt resultat som möjligt. Vad gäller privata företag så är det ofta inte så utan ägaren och ledningen (som ju ofta var samma individ) kanske föredrar att ta ut vinsten i lön och redovisa ett så lågt resultat som möjligt. Vilket tillvägagångssätt som är mest förekommande varierar över tid och beror bland annat på vilka regler som gäller, skattesatser och periodiseringsmöjligheter (Nilsson, Isaksson & Martikaninen 2002, ss. 15-19). Några skillnader både vad gäller vilka värderingsmetoder som används liksom andra skillnader mellan privata och publika företag visas i figur 1.2. De olika värderingsmetodernas specifika utformning ligger utanför syftet med denna uppsats men några aspekter och olikheter är ändå relevanta för undersökningen varför vi har valt allt lyfta fram vissa nedan.

Figur 1.2 visar som sagt diverse likheter och olikheter mellan privat kontra publik bolagshandel. Fundamental analys, som ingår i figur 1.2, är förenklat en metod genom vilken man strävar efter att se ett företags fundamentala värde genom att granska årsredovisningar och göra omvärldsanalyser enligt figur 3.1. Tillgänglig information bedöms och om nödvändigt ändras den om den som värderar tycker att den inte speglar verkligheten, vilket kan vara fallet till följd av periodiseringar och andra redovisningstekniska möjligheter. Insamlad och bedömd data används sedan för att göra så kallade proformamodeller vilket kan liknas vid en sorts budget, alltså en uppskattning av framtiden. Utifrån dessa kan man sedan diskontera framtida kassaflöden och därigenom få en uppskattning på företagets värde.



Figur 3.1: Den fundamentala analysens huvudmoment (Nilsson, Isaksson & Martikaninen 2002, s. 21).

Jämförande värdering med olika nyckeltal är vanligt förekommande och ett vanligt sådant nyckeltal är P/E-talet. Olika nyckeltal kan fylla olika syften vid olika sammanhang och användas fristående eller exempelvis som en del i en fundamental analys. Vi nämnde tidigare i detta kapitel att lagen om ett

pris och den effektiva marknaden hänger ihop. Lagen om ett pris innebär även implicit att två företag med samma förväntade framtida kassaflöden torde få identisk prissättning. Om det går att beräkna framtida kassaflöden kan jämförande värdering tyckas onödig, men två företag som i övrigt tycks vara identiska antas ofta ha potential att generera vinster i likartad storleksordning. En jämförande värdering med hjälp av olika nyckeltal, där P/E-talet är ett av de vanligaste, anses därför vara användbart. En fördel med metoden är även att den går att använda trots storleksskillnader i de företag som jämförs. Dock är det nödvändigt, som vi nämnt i kapitel 2, att vikta P/E-talet så fort det är flera företag som skall jämföras med ett eller flera andra. En nackdel är att negativa vinster enligt de flesta gör just P/E-talet oanvändbart. (Berk & Demarzo 2007, s. 262) En annan fråga är från vilken tidsperiod vinsten skall mätas. Svaret beror givetvis på syftet, men vid aktievärdering använder många ett historiskt snittvärde och det gör även stora nätmäklare såsom till exempel Avanza enligt Berglöv<sup>11</sup>. Axvärn (2008, s. 16) menar att sambandet mellan historisk och framtida vinsttillväxt är svagt samt att professionella aktörers prognoser för framtida vinsttillväxt förvånansvärt ofta är felaktiga. Tidningen Aktiespararen publicerar en aktieguide i varje nummer där bland annat två olika P/E-tal står med. Det ena använder aktiekursen dividerat med medelvärdet av olika analytikers vinstprognoser för innevarande år. Det andra utgörs av kvoten mellan aktiekursen och medelvärdet av olika analytikers vinstprognoser för nästkommande räkenskapsår.

Som nämnts ovan är P/E-talet ett av de mest använda nyckeltalen, om inte det mest använda. Detta trots att många i dag är överens om att vinst inte är det ultimata att räkna på när man ska uppskatta framtida avkastning hos ett bolag. Det som trots sina brister gör det så pass populär är bland annat enkelheten i att räkna fram P/E-talet. (Tolleryd & Frykman 2000, s. 24)

---

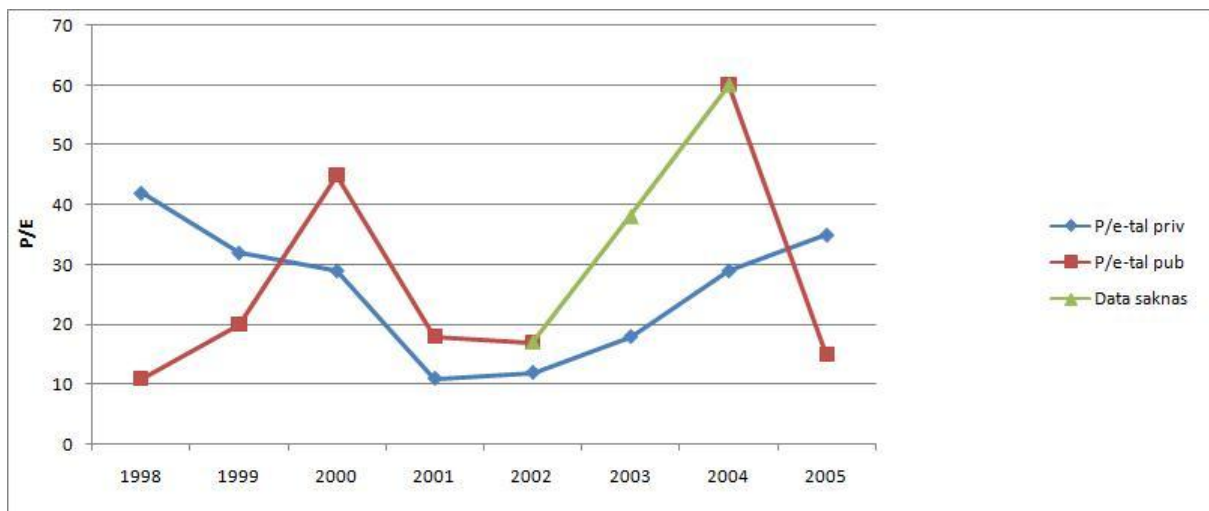
<sup>11</sup> Jonas Berglöv kund support Avanza Bank, telefonsamtal den 13 november 2008.

## 4 Empiriskt resultat och analys

I det här kapitlet presenteras utfallen av de data som vi har samlat in och sammanställt, vilken redovisas i grafer med tillhörande analys.

### 4.1 Inledning

Vid en närmare granskning av figur 4.1 nedan syns det tydligt att spannet mellan P/E-talen för privata bolagsförsäljningar kontra nyintroduktioner varierar relativt kraftigt över tid. Men det framgår även att P/E-talen inte konsekvent är högre för börsintroduktioner vilket är en vanligt förekommande förutfattad mening. De mest intressanta åren under perioden är åren 1998 till och med 2002 vilket dels beror på att datamängden varit tillfredsställande liksom att den inbördes utvecklingen varit intressant. För att underlätta läsarens förståelse för resonemanget nedan har vi valt att löpande benämna år 1998 till och med år 2002 för tidsserie A, år 2003 till och med år 2005 för tidsserie B. Antalet P/E-tal har under tidsserie B generellt legat på en lägre nivå, således är inte tillförlitligheten jämnt fördelad över aktuell tidsperiod.



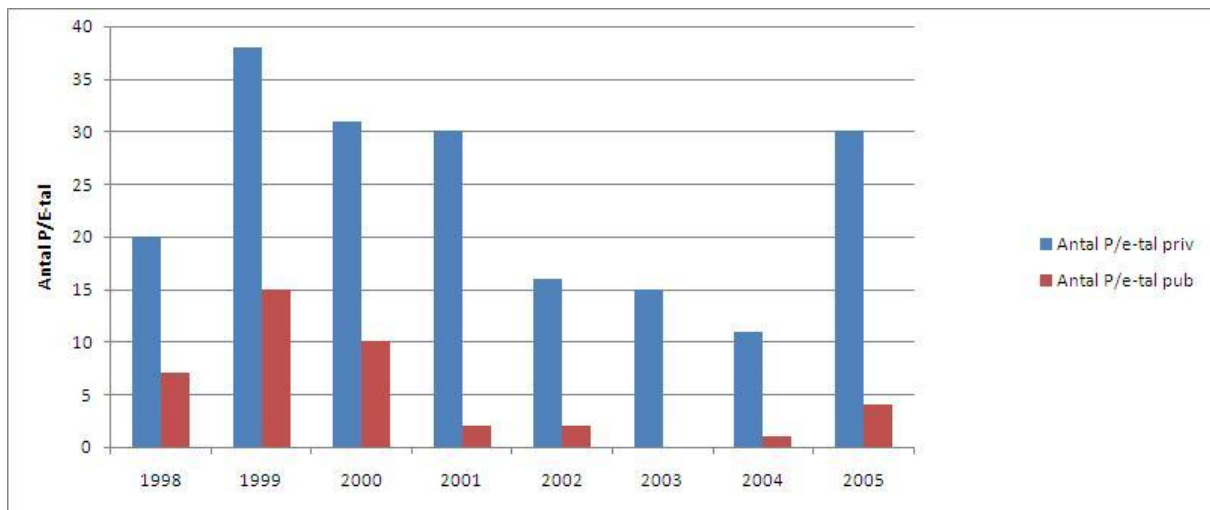
Figur 4.1: Visar utvecklingen av vägda P/E-tal, per år. Blå kurva representerar privata bolagsaffärer, den röda kurvan representerar börsintroduktioner och grönt streck visar att data saknas.

### 4.2 Parametrarnas påverkan

Som vi nämnde i kapitel 2 så kan man finna samvariation mellan de mest häpnadsväckande variabler på grund av slumpen. Vår ambition är istället att finna samband och måste således motivera samvariationen med ett teoretiskt resonemang i enlighet med stycket: "Statistiskt oberoende och beroende" i kapitel 2.

### 4.3 Datafördelning

Den ursprungliga mängden köpeskillingar med vilka vi ämnade räkna fram P/E-talen för privata bolagsförsäljningar var stor. Som vi nämnt i kapitel 2 var det inte möjligt att finna årsredovisningar för majoriteten av de aktuella bolagen. Härvidlag blev datamängden som skulle analyseras mindre och antalet P/E-tal visas i figur 4.2 nedan.

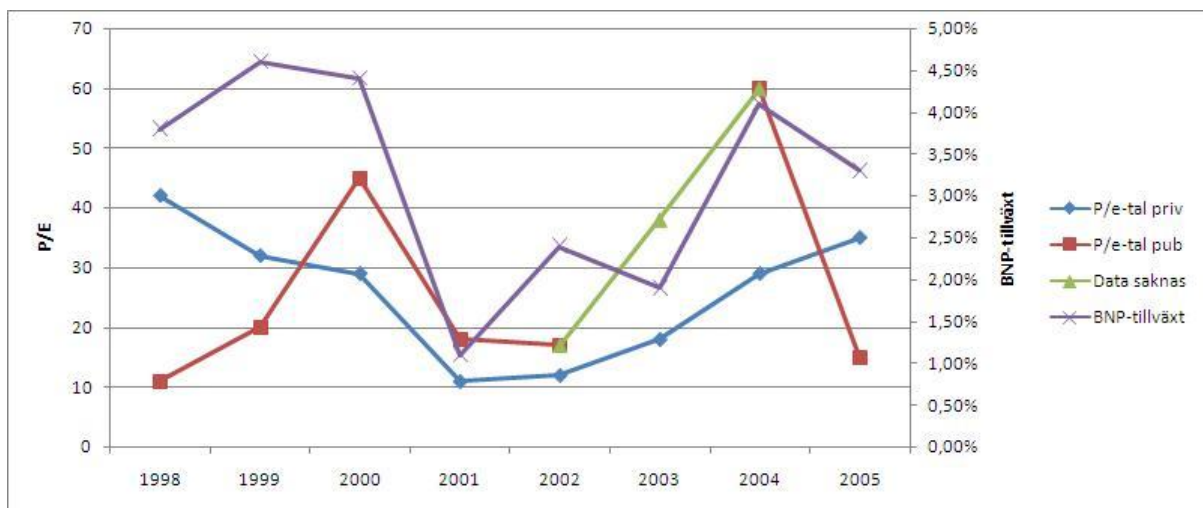


Figur 4.2: Visar fördelning av data avseende P/E-tal, de blå stolparna antalet P/E-tal för privata bolagsaffärer som ingår i vår undersökning. De röda stolparna representerar på motsvarande sätt antalet P/E-tal för nyintroduktioner på Stockholmsbörsen. Observera att detta inte speglar det totala antalet bolagsförsäljningar utan endast de bolag där det varit möjligt att finna köpeskillingar och/eller årsredovisningar för beräkning av P/E-tal.

#### 4.4 Tidsserieanalyser

Avsnitten som följer utgör den huvudsakliga analysen av insamlad och sammanställd data. I kapitel 2 framgår att vi har för avsikt att göra tidsserieanalyser som baseras på köpeskillingar per bolagsenhet. Detta återspeglas i de viktade P/E-tal vars nyttjande vi motiverar i kapitel 2. Tidsserieanalyserna baseras på figurer där förklaringsvariablerna jämförs med P/E-talen för både privat bolagsförsäljning och börsintroduktioner i enlighet med: "2.6 Att bearbeta data".

#### 4.5 BNP-tillväxt

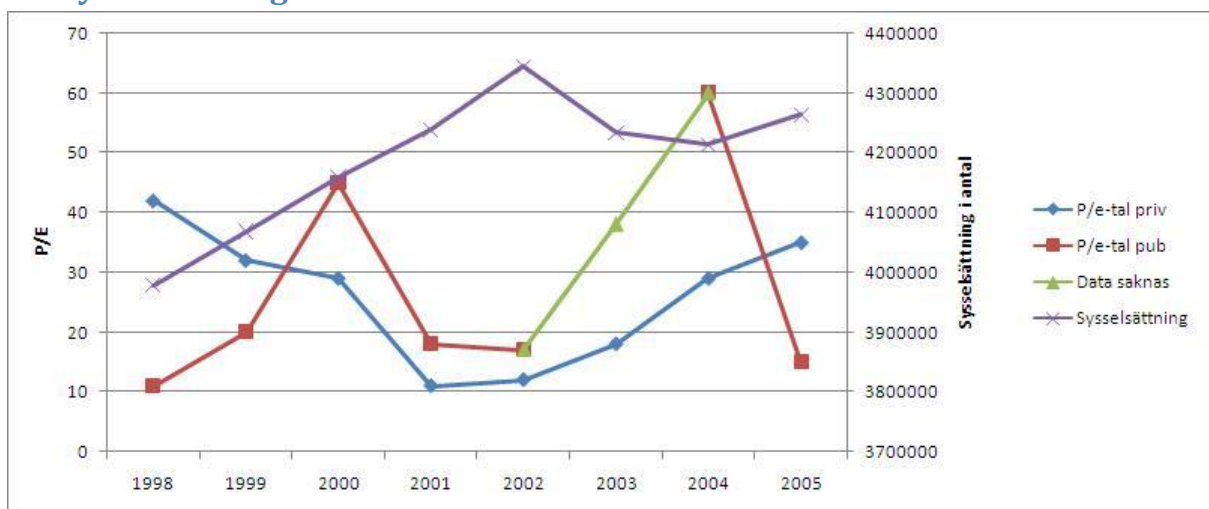


Figur 4.3: BNP-tillväxt per år i Sverige (SCB 2008, nationalräkenskaper).

BNP-tillväxten för hela perioden rör sig i stort sett i paritet med P/E-talens utveckling. En intressant koppling mellan BNP-tillväxten och P/E-talens inbördes utveckling är att låg BNP-tillväxt tycks ge mycket små variationer i P/E-talen för privata bolagsförsäljningar kontra börsintroduktioner. Spannet mellan kurvorna för P/E-talen har däremot varierat kraftigt när BNP-tillväxten är hög. Värt att poängtera är att P/E-talen för vare sig börsintroduktioner eller privata bolagsförsäljningar konstant är

högre än den andra, utan de rör sig i vågor under perioder av hög BNP-tillväxt. Enligt Gustavsson<sup>12</sup> blir många stora aktörer på marknaden handlingsförlamade under oroliga tider som till exempel under rådande finanskris, detta gäller även företagsledning. Oroliga tider och en osäker framtida världsutveckling gör det svårare att värdera bolag och då torde det inte vara så konstigt om diskonterade framtida kassaflöden baserade på proformamodeller inte används i lika stor utsträckning som vid goda tider. I teorin är det svårt att värdera bolag när de har negativa kassaflöden och/eller en kort historia eller då omvärlden är osäker. Att göra en prognos av framtiden från vilken man diskonterar kassaflöden blir alltså svårare när fler och fler bolag redovisar negativa vinster (Nilsson, Isaksson & Martikaninen 2002) Alla störmoment för värdering gör även att jämförande värdering blir mer och mer attraktiv. Vilket i sig kan vara en förklaring till att P/E-talen för privata bolagsförsäljningar liksom börsintroduktioner ligger på samma nivå under perioder av låg BNP-tillväxt. Dessutom anser vi att det inte vore så konstigt om fler bolag värderas via substansvärdering vid oroliga tider då förutsättningen "going concern" sätts i gungning. En substansvärdering kan sägas vara mer försiktig än att diskontera framtida kassaflöden så till vida att inga subjektiva bedömningar om tillväxt påverkar värderingen. Däremot finns naturligtvis viss subjektivitet även i en substansvärdering men den torde inte få lika stor genomslagskraft då mindre vikt läggs vid uppskattade framtida värden.

#### 4.6 Sysselsättning



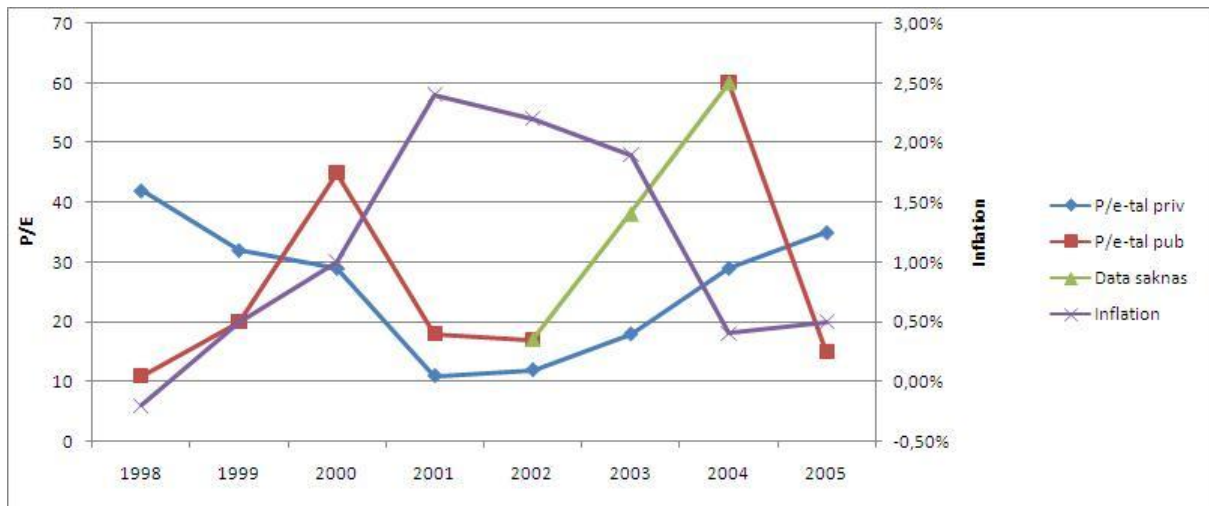
Figur 4.4: Sysselsättning per år i Sverige (SCB 2008, arbetskraftsundersökningar).

Kan då arbetslösheten i samhället säga någonting om P/E-förhållandet i figur 4.4? Den inverterade arbetslösheten, det vill säga sysselsättningen, har sin pik år 2002. Ett motsatsförhållande råder för aktuella P/E-tal under samma år. Vi finner detta intressant då vi, förvisso en smula fördomsfullt, trodde att låg sysselsättning borde medföra låga generella P/E-tal på marknaden. Tanken grundar sig i att vi trodde att en låg sysselsättning är en indikation på att det går dåligt för företagen vilket i sin tur bör leda till låga P/E-tal. Vi ser i övrigt ingen intressant samvariation varför vi inte heller ämnar söka några direkta samband.

<sup>12</sup> Enligt Ehrling Gustavsson<sup>12</sup>, VD för 6:e AP fonden



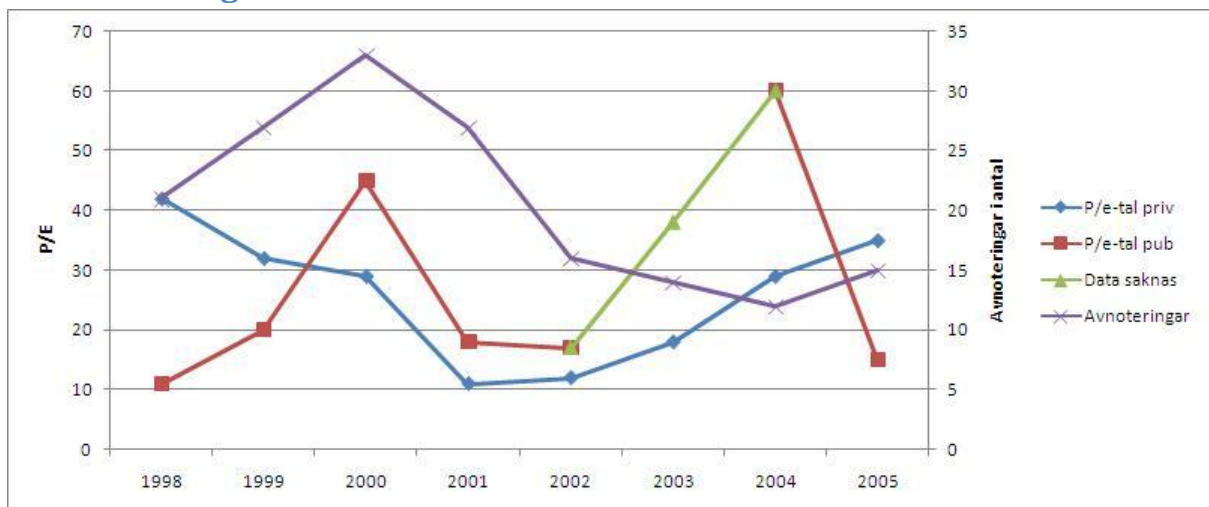
## 4.7 Inflation



Figur 4.5: Inflationen per år i Sverige (SCB 2008, Konsumentprisindex).

Den svenska inflationen har från år 1998 till och med år 2005 i stort sett rört sig i en inverterad paritet med BNP-tillväxten. En samvariation torde således även föreligga mellan inflationen och P/E-kurvorna. Dock anser vi att det är svårt att utröna huruvida det föreligger något samband mellan de båda då det är svårt att motivera samvariationen med några relevanta teorier.

## 4.8 Avnoteringar



Figur 4.6: Avnoteringar från Stockholmsbörsen (OMX-stockholmsbörsen 2008, liständringar). Konkurer och listbyten är inte inräknade i urvalet.

År 1998-1999 ägde privat bolagshandel rum på en högre prisnivå än vad som gällde för börsintroduktioner samma år. En avnotering genom försäljning till annat företag skulle alltså innebära möjligheter till en förtjänst om värderingen skulle baseras på motsvarande köpeskillingar för företagsförvärv på den privata marknaden. År 2000 var spannet näst intill identiskt som året innan men då låg istället P/E-talen för börsintroduktioner över de privata. Antalet avnoteringar under tidsserie A, se figur 4.6, var som flest just år 2000. Ägare som vill sälja sitt bolag skulle säkerligen vilja veta hur prisnivåerna för privat bolagshandel kontra börsnoteringar ligger. Köpeskillingar för börsintroduktioner är offentlig information som är oftast är relativt enkel att inhämta. På den privata

sidan är det svårare på grund av många faktorer, se kapitel 1 och 2. Teoretiskt borde det ske flest avnoteringar 1998-1999 till följd av prisspannet, men då det är svårt och ofta omöjligt att följa privata köpeskillningar i realtid vore det ju inte helt konstigt att anta att det släpar lite. Det är förmodligen därför som det sker flest avnoteringar år 2000 medan det sedan bottnar under tidsserie B. Att det minsta antalet avnoteringar sker just år 2004 då P/E-talen för börsintroduktioner var som högst visar också på att det kan finnas ett samband, en samvariation föreligger i alla fall onekligen. Att betänka är dock som vi tidigare nämnt att tillförlitligheten för tidsserie B tyvärr inte är lika god som för tidsserie A. Men kan vi då använda antalet avnoteringar för att se hur P/E-talen rör sig inbördes? Detta var ju en väsentlig underfråga i vår problematisering. Tyvärr kan vi inte med säkerhet svara på det med det vi kan säga är att en större mängd avnoteringar visar på större rörelser i P/E-spannet där privata priser är högre. Det omvända gäller för låga antal avnoteringar och de mest intressanta åren i jämförelsen är 1998-2000. Enligt Berglöv<sup>13</sup> tar det tid att avnotera ett bolag och när det väl annonseras om avnotering är det ytterligare en tidsfördröjning innan själva avnoteringen äger rum. Om en investerare kan se att många företag kommer att avnoteras inom en period framöver, borde han inte då också kunna dra slutsatsen att han i egenskap av säljare kan få mer betalt om han säljer till en privat aktör? Eller det motsatta för ett lågt antal avnoteringar. Genom denna jämförelse skulle dessa slutsatser kunna dras men en större mängd data över en längre tidsperiod hade varit önskvärt för att öka tillförlitligheten.

#### 4.9 Övrigt

Under tidsserie A förelåg en varierande skillnad i P/E-tal mellan 0 och 30. Tidsserie B uppvisade också denna tendens men tillförlitligheten är som vi tidigare nämnt förhållandevis bristfällig på grund av den mindre mängd data vilken tidsserie B baseras på. P/E-talens nivåer varierar också kraftigare för nyintroduktioner än vad som är fallet för den privata sidan under båda tidsserierna.

---

<sup>13</sup> Jonas Berglöv kund support Avanza Bank, telefonsamtal den 13 november 2008.

## 5 Slutsatser från genomförda analyser

---

Här följer kortfattat och koncist vad vi kommit fram till i analysen vilket utgör svaren på problemformuleringen i kapitel 1 samt rekommendationer till fortsatta studier.

---

### 5.1 Svar på problemformulering

Slutsatserna från genomförda analyser sammanfattas nedan som svar på problemformuleringen, där delfrågorna besvaras först.

- Hur har prisnivåerna mellan börsintroduktioner och privata bolagsförsäljningar rört sig inbördes och hur stort var spannet vid varje givet tillfälle?

I figur 4.1 framgår det tydligt hur prisnivåerna (P/E-talen) utvecklats under studerad tidsperiod liksom hur stort spannet har varit.

- Finns det parametrar som har systematiska samband med prisnivåerna och dess inbördes utveckling?

Vi har funnit att vissa parametrar har utvecklats i en samvariation med prisnivåerna där vi har kunnat argumentera för att systematiska samband föreligger.

- Om det finns systematiska samband, kan dessa användas för att prognostisera prisnivåernas framtida utveckling?

De mest tydliga slutsatserna man kan dra är att en hög BNP-tillväxt gett större variation mellan privata och nyintroducerade bolags P/E-tal. Samt att antalet avnoteringar faktiskt skulle kunna användas som ett hjälpmedel för att prognostisera den inbördes ordningen.

#### **Finns det något sätt för säljaren att se om han får högst köpeskilling vid en börsintroduktion kontra en privat bolagsförsäljning?**

Med bakgrund i svaren på delfrågorna kan man dra slutsatsen att det torde vara möjligt. En kombination av BNP-tillväxt och antalet avnoteringar skulle absolut kunna ge en fingervisning som skulle kunna användas som del i ett beslutsunderlag inför en avyttring.

Dock vill vi, som beskrivs i kapitel 2, åter igen belysa det faktum att nyttjad indata endast är ett stickprov och således inte återspeglar hela populationens värden. De slutsatser som vi har dragit från våra tidsserieanalyser är inte heller någon exakt vetenskap och detta bör man ha i åtanke om de slutsatser vi här har dragit skall nyttjas i praktiken.

### 5.2 Rekommendationer till fortsatta studier

En flaskhals för denna uppsats har varit svårigheten att finna data. Vi skulle själva valt en längre tidsperiod för undersökningen om vi haft mer tid och resurser. Att ägna tid åt detta och leta efter fler samband tycker vi skulle vara ytterst intressant.

Att genomföra en studie med samma problemformulering som vår där även flera länder ingår samt jämförs skulle vara intressant. Dock bör nog tidsramen och andra resurser vara betydligt mer omfattande än våra för att detta skall vara möjligt att genomföra.

Det vore intressant att se om det på något sätt är möjligt att kvantitativt mäta de transaktionskostnader som uppstår vid olika typer av företagsförvärv. Kanske en studie där statistik samlas för vad investmentbankerna tar betalt i genomsnitt samt hur mycket tid och resurser som går åt från de säljande ägarna.

## Källförteckning

- Aczel, Amir D. & Sounderpandian, Jayavel (2006). *Complete business statistics*. USA: Mcgraw hill
- Axvärn, Anders (2008). *Kan du strunta i P/E-talet?: P/e-talets användbarhet för prediktion av aktiers avkastning: En studie på den svenska aktiemarknaden under perioden 1979-2006*. Göteborg: Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
- Berk, Jonathan & Demarzo Peter(2007). *Corporate finance: Pearson international edition*. USA: Pearson education
- Dahmström, Karin (2005). *Från datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*. Lund: Studentlitteratur
- Far förlag (2007). *Internationell redovisningsstandard i Sverige: IFRS/IAS*. Stockholm: Far förlag AB
- Fregert, Klas & Jonung, Lars (2005). *Makroekonomi: Teori, politik & institutioner*. Lund: Studentlitteratur
- Garson, G David (2002). *Guide to writing empirical papers, thesis and dissertations*. USA: Marcel dekker Inc.
- Holme, Idar, Magma & Solvang, Bernt, Krohn (1997). *Forsknings metodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen Teppo (2002). *Företagsvärdering: med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur
- Sevenius, Robert (2003). *Företagsförvärv: en introduktion*. Lund: Studentlitteratur
- Tolleryd, Jakob & Frykman, David (2000). *Värdering av tillväxtföretag: En handbok med modeller och metoder anpassade för tillväxtföretag*. Stockholm: Kungl. Ingengörsvetenskapsakademien
- Affärsdata (2008) Företagsinformation (Elektronisk)  
Tillgänglig:< <http://www.ad.se/info.php?foretag>> (2009-01-08)

- JFS bokföring (2007). *Nya nyckeltal för aktier*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:<[http://www.jfsbokforing.se/Nyheter/P\\_FE.pdf](http://www.jfsbokforing.se/Nyheter/P_FE.pdf)> (2009-01-02)
- Mergermarket (2008) Historical Deals (Elektronisk)  
Tillgänglig:< <http://www.mergermarket.com/>> (2009-01-08)
- OMX Nordic Exchange (senast uppdaterad 2009). *Liständringar*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:<<http://www.omxnordicexchange.com/nyheterochstatistik/corporateactions/andringarilistan/>> (2009-01-08)
- Optimal börs (senast uppdaterad 2008). *Om teknisk analys*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:< [http://www.optimalbors.se/teknisk\\_analys.htm](http://www.optimalbors.se/teknisk_analys.htm)> (2009-01-08)
- Statistiska centralbyrån (senast uppdaterad 2009). *Arbetskraftsundersökningar*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:<[http://www.scb.se/statistik/AM/AM0401/2008M04/AM0401\\_2007M03\\_DI\\_01\\_SV\\_Syssel\\_ar.xls](http://www.scb.se/statistik/AM/AM0401/2008M04/AM0401_2007M03_DI_01_SV_Syssel_ar.xls)> (2009-01-08)
- Statistiska centralbyrån (senast uppdaterad 2009). *Konsumентprisindex*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:<[http://www.scb.se/templates/tableOrChart\\_33831.asp](http://www.scb.se/templates/tableOrChart_33831.asp)> (2009-01-08)
- Statistiska centralbyrån (senast uppdaterad 2009). *Nationalräkenskaper*. (Elektronisk)  
Tillgänglig:<[http://www.scb.se/statistik/NR/NR0103/2008K03A/Kvartalstabeller%201993-2008\\_3.xls](http://www.scb.se/statistik/NR/NR0103/2008K03A/Kvartalstabeller%201993-2008_3.xls)> (2009-01-08)