

## **Ägarens betydelse för ett företags värde**

## **The owner's significance for a company's value**

Examensarbete för kandidatexamen med huvudområdet företagsekonomi

Grundnivå 15 högskolepoäng  
Vårtermin 2022

Mattias Strömberg  
Sandra Erlandsson

Handledare: Christian Jansson  
Examinator: Henrik Linderöth

## Ägarens betydelse för ett företags värde

Examensrapport inlämnad av Mattias Strömberg och Sandra Erlandsson till Högskolan i Skövde, för Kandidatexamen (BSc) vid Institutionen för handel och företagande.

2022-05-15

Härmed intygas att allt material i denna rapport, vilket inte är vårt eget, har blivit tydligt identifierat och att inget material är inkluderat som tidigare använts för erhållande av annan examen.

Signerat: Mattias Strömberg

Mattias Strömberg

Sandra Erlandsson

Sandra Erlandsson

## Förord

Vi vill inleda denna uppsats med att tacka alla respondenter som tagit sig värdefull tid och deltagit i våra intervjuer vilket varit till stor hjälp för arbetets framfart.

Vi vill också rikta ett stort tack till vår handledare Christian Jansson för all vägledning och alla synpunkter under arbetets gång vilket stärkt vårt arbete. Slutligen vill vi tacka vår examinator Henrik Linderoth för värdefull feedback.

*Mattias Strömberg & Sandra Erlandsson*

## Sammanfattning

Företagsvärdering handlar om att uppskatta och beräkna det ekonomiska värdet på ett företag genom olika metoder och modeller. De finns dock en problematik med att de klassiska värderingsmetoderna utesluter en stor del av de icke-finansiella faktorerna. Dessa faktorer kan ha en betydande roll på företagets värde men utesluts då de inte finns något enkelt sätt att väga in deras betydelse i värderingsmodellerna. Flera tidigare studier lyfter fram humankapital som en av de viktigaste tillgångarna i ett företag. I små företag tenderar dessutom ägaren vara starkt kopplad till företaget. Detta beror på att ägaren ofta besitter förmågor och företagsspecifik kunskap som gör denne mycket betydelsefull för företaget och dess drift.

Syftet med rapporten är att undersöka vilken betydelse en ägare i små företag har på ett företags värde vid en försäljning. Den teorin som använts för att svara på rapportens syfte är den resursbaserade teorin och VRIO-ramverket, med ett urval av tre delar. Studien har en kvalitativ forskningsmetod och det empiriska materialet har samlats in genom semistrukturerade intervjuer med företagsvärderare.

Studien har visat att en ägare oftast ses som betydelsefull i små företag. Hur betydelsefull ägaren anses vara kan däremot variera beroende på ett antal olika faktorer. En ägare kan besitta kunskap och förmågor som gör denne värdefull, sällsynt och icke-imiterbar i det specifika företaget. Det finns flera olika tillvägagångssätt för att ta hänsyn till ägaren vid en företagsvärdering, gemensamt är dock att alla värderare tittar på vilken risk som uppkommer när ägaren lämnar företaget. Ju mer betydelsefull desto större blir risken och desto mer påverkas företagets värde. Av studien har det framgått att det är kriteriet icke-imiterbar som har allra störst påverkan huruvida hänsyn tas till ägaren vid värderingen eller inte. Studien visar också att det finns ett flertal problem och svårigheter när hänsyn ska tas till ägaren och vid värdering av små företag.

**Nyckelord:** Företagsvärdering, ägarens betydelse, småföretag, resursbaserad teori

## **Abstract**

Business valuation is about estimating and calculating the economic value of a company through various methods and models. However, there is a problem with the fact that classical valuation methods exclude a large part of the non-financial factors. These factors can have a leading role in the business' value but are excluded since there is no easy way to weigh in importance in the valuation models. There are several studies which lift human capital as one of the most important assets. Moreover, in small businesses, the owner tends to be strongly linked with the company. This is because the owner often has a skillset and domain specific knowledge which make them significant for the business and its operation.

The aim of the report is to investigate the impact of an owner in small firms on the value of a firm in the event of a sale. The theory used to answer the purpose of the report is the resource based theory and the VRIO-framework, with a selection of three parts. The study has a qualitative research method and the empirical material has been gathered through semi structured interviews with business valuers.

The study has found that an owner is often viewed as a valuable asset in a small firm. How impactful the owner is varies on a number of factors. An owner can have knowledge and abilities that make them valuable, rare and non-imitable. There are several approaches to taking the owner into account in a business evaluation, a common denominator is that all business valuers look at the risk that incurs when the owner would leave the company. The more impactful the higher the risk will be which affects the value of the business. The study shows that the criteria non-imitable has the highest impact when it comes to if the owner will be taken into account or not. The study also shows that there are several difficulties and problems when taking the owner into account when valuating small businesses.

**Keywords:** Business valuation, owner's significance, small companies, resource based theory

# Innehållsförteckning

<b>1.0 Inledning</b>	<b>7</b>
1.1 Problembakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Syfte	10
1.4 Frågeställning	10
1.5 Avgränsning	10
1.6 Disposition	11
<b>2.0 Teoretisk referensram</b>	<b>12</b>
2.1 Definition av små företag	12
2.2 Företagsvärdering	12
2.2.1 Vad är företagsvärdering?	12
2.2.2 Värderingsmetoder	13
2.2.3 Svårigheter vid företagsvärdering	13
2.2.4 Definition av värde vid företagsvärdering	14
2.3 Humankapitalets betydelse för företag	15
2.4 Resursbaserad teori	16
2.4.1 Vad är resursbaserad teori?	17
2.4.2 VRIO-ramverket som analysverktyg	18
2.5 Tidigare studier	21
2.6 Sammanfattning och analysmodell	22
<b>3.0 Metod</b>	<b>24</b>
3.1 Metodval	24
3.2 Datainsamling	24
3.2.1 Litteratursökning	24
3.2.2 Intervju	25
3.2.2.1 Urval av respondenter	25
3.2.2.2 Utformning och genomförande av intervju	26
3.3 Dataanalys	26
3.4 Validitet & trovärdighet	27
3.5 Etiska överväganden	28
3.6 Metodkritik	28
<b>4.0 Empiri</b>	<b>30</b>

4.1 Respondenter	30
4.2 Ägarens betydelse	31
4.3 Ägarens värdepåverkan	33
4.3.1 Hur tar man hänsyn till ägaren	33
4.3.2 Reducering av ägarrisken	35
4.4 Problem och risker vid bedömning av ägaren	35
4.5 Sammanfattning empiri	38
<b>5.0 Analys och diskussion</b>	<b>39</b>
5.1 Ägarens betydelse	39
5.2 Ägarens värdepåverkan	41
5.2.1 Hur tar man hänsyn till ägaren	41
5.2.2 Reducering av ägarrisken	43
5.3 Problem och risker vid bedömning av ägaren	44
5.4 Sammanfattning av analys och diskussion	46
<b>6.0 Slutsats</b>	<b>48</b>
6.1 Studiens slutsats	48
6.2 Studiens bidrag	49
6.3 Samhälleliga och etiska aspekter	49
6.4 Kritik mot studien	50
6.5 Förslag till vidare forskning	50
<b>7.0 Referenser</b>	<b>51</b>
<b>Bilaga 1- Intervjuguide</b>	<b>54</b>

# 1.0 Inledning

---

*I detta kapitel presenteras först problembakgrund med bakgrund till ämnet följt av en problemdiskussion där problemet som studien undersöker preciseras. Avslutningsvis presenteras syftet och frågeställningarna.*

---

## 1.1 Problembakgrund

Företagsvärdering innebär att man med hjälp av olika modeller och metoder fastställer värdet av ett företag. Vid värdering av företag finns det ingen optimal metod som fungerar i alla situationer utan det måste hela tiden ske en professionell avvägning mellan olika metoder med all tillgänglig data i företaget för att kunna fastställa ett värde (Caruso, 2020). Värdering av företag sker vid ett antal olika tillfällen, inte bara vid köp och försäljning av företag. Det kan vara viktigt i situationer som exempelvis vid sammanslagning av företag, vid utvärdering av ett företags strategi, vid kreditgivning, eller vid börsintroduktion. Det är således viktigt för flera parter och det är därför angeläget att det sker på ett korrekt och rättvisande sätt för att kunna visa det sanna värdet av ett företag (Nilsson et al., 2002).

Kunskapen inom området och hur värderare arbetar och genomför en värdering är begränsad. Det gäller alltifrån hur information samlas in och bearbetas till hur värderarens agerande ser ut vid överlåtelseprocessen. Anledningen till detta är att det empiriska underlaget för forskningen är svårt att komma åt eftersom värderingarna i stor utsträckning behålls parterna emellan och sällan publiceras. Detta gör att det saknas en gemensam praxis inom området om hur en värdering ska genomföras (Hult, 1998).

Den saknade praxisen gör att bedömning som kräver antaganden av olika parametrar är minst lika viktig som själva värderingen enligt Bancel & Mittoo (2014). Beroende på vem som genomför en värdering kan skillnader i värdet uppstå utifrån värderarens bedömning vilket ställer krav på en subjektiv bedömning (Bancel & Mittoo, 2014).



Värdering av små och medelstora företag skiljer sig åt jämfört med värdering av stora företag. Små företag saknar ofta information både internt inom företaget men också vid marknadsjämförelser. Små företag saknar dessutom ofta affärsplan, prognoser samt köp och sälj avtal då de anser att det är slöseri med tid (Caruso, 2020). Detta gör det svårare att värdera små företag i och med att de flesta värderingsmetoder kräver att mycket information finns tillgängligt. Vid värdering av små företag anses det ännu viktigare att med sunt förnuft kunna fastställa både en korrekt värderingsteori samt kassaflöden. Desto större företagen blir desto säkrare är de prognoser och redovisningar som presenteras då de i större utsträckning utförs av mer kunniga personer och granskas av externa företag (Caruso, 2020).

## 1.2 Problemdiskussion

Små och medelstora företag är oftast mer specialiserade och leds och styrs främst av företagsägaren till skillnad från större företag. Den största skillnaden mellan små & medelstora företag och stora företag är företagets ledning (Bensch et al, 2013). Små och medelstora företag är starkt påverkade av sina ägare vilket inte går att undvika, ju mindre företaget är desto viktigare tenderar ägaren att bli. Detta framgår dessutom av Fédération des Experts Comptables Européens (2001) som menar att små och medelstora företag ofta har en stark koppling mellan sina ägare och ledning, vilket innebär att ägaren får en stark roll i företagets drift. Ägaren skapar därför en stark koppling till företaget och relationer av de tjänster och varor som kommuniceras ut till kund. Ägaren kan ses som en unik tillgång i ett företag och kan vara svår att imitera av en eventuellt ny ägare (Fédération des Experts Comptables Européens, 2001). Beslutsprocesserna är dessutom mycket snabbare i små och medelstora företag jämfört med större företag i och med att besluten inte behöver gå via lika många personer (Bensch et al., 2013).

En studie som tidigare gjorts av Bensch et al. (2013) fokuserar på värdering av små och medelstora företag. Studien visade att de allmänna värderingsmetoder som finns inte går att implementera fullt ut på små och medelstora företag. Det finns en komplexitet i företagsvärdering med att kunna definiera de faktorer som är värdedrivande i företaget. Dessa måste noggrant analyseras och tas i beaktning under värderingsprocessen, såsom exempelvis marknaden och andra påverkande faktorer som immateriella tillgångar. Svårigheten för små företag är att det kan finnas en informationsbrist som gör dessa svåra att identifiera. Genom användning av klassiska värderingsmetoder utesluts ofta en stor del av de immateriella

tillgångarna i företaget eftersom det inte går att implementera i de traditionella värderingsmodellerna (Bensch et al., 2013).

Tidigare forskning visar att studier angående företagsvärdering främst gjorts på större företag (Adams & Thornton, 2009). Vid värdering av ett företag finns flera olika modeller att tillgå. Enligt Huang et al. (2020) tar många av dessa modeller endast hänsyn till de finansiella delarna. De beskriver att detta blir problematiskt då det finns många icke-finansiella aspekter som kan ha stor betydelse för ett företags värde. I studien redogör de för svårigheterna som uppstår när nystartade företag ska värderas. Då det gäller ett nystartat företag har de inte lika mycket historisk finansiell data att använda sig av, dessutom anses den icke-finansiella informationen vara en av de viktigaste aspekterna i ett nystartat företag. De kom således fram till att genom att lyfta fram de icke-finansiella aspekterna förbättras värderingen. Trots att vi inte ska studera just nystartade företag visar denna artikel att icke-finansiella aspekter kan ha en stor betydelse för ett företags värde.

Maiti & Vuković (2020) hävdar att det är viktigt för investerare att ta hänsyn till humankapital när de överväger att göra en investering. De menar att de som beaktar de mänskliga tillgångarna skulle få informationsmässiga fördelar gentemot andra som endast ser på de finansiella talen. Mänskliga tillgångar är dock svåra att mäta och de nämner att ingen av de tillgängliga metoderna gör detta.

Marcello & Pozzoli (2019) har i sin studie tagit upp svårigheter som kan uppstå vid värdering av små och medelstora företag. I dessa företag är ofta ledningen i högre grad styrda/beroende av ägaren jämfört med hur förhållandet ser ut i större bolag. I många fall är även ledningen och ägaren synonyma. Ägaren är därför starkt förknippad med verksamheten och har stor betydelse för vad som kommuniceras ut till kunderna. Det kan exempelvis handla om att personen sitter på en viss kunskap som är av stor relevans för kundnöjdheten. De menar således att ett företags värde kan vara beroende av ägarens kapacitet och att denne kan ses som en immateriell tillgång. Vid en försäljning är det därför relevant att ställa sig frågan om den nya ägaren kommer kunna upprätthålla eller efterlikna värdet som den tidigare ägaren skapat.

I Bensch et al. (2013) studie om värderingsmetoder på små och medelstora företag har det framkommit att det finns vidare behov av forskning att göra inom området. De påvisade i sin

studie att ägaren har en stor påverkan på styrningen och driften av företagen och konstaterar att ägaren har en stor betydelse för företaget. Det såg att det saknas studier om hur man värderar den verkställande ägaren och hur dennes subjektiva egenskaper kan skildras från företaget på ett objektivt sätt.

## 1.3 Syfte

Syftet med rapporten är att undersöka vilken betydelse en ägare i små företag har på ett företags värde vid en försäljning.

## 1.4 Frågeställning

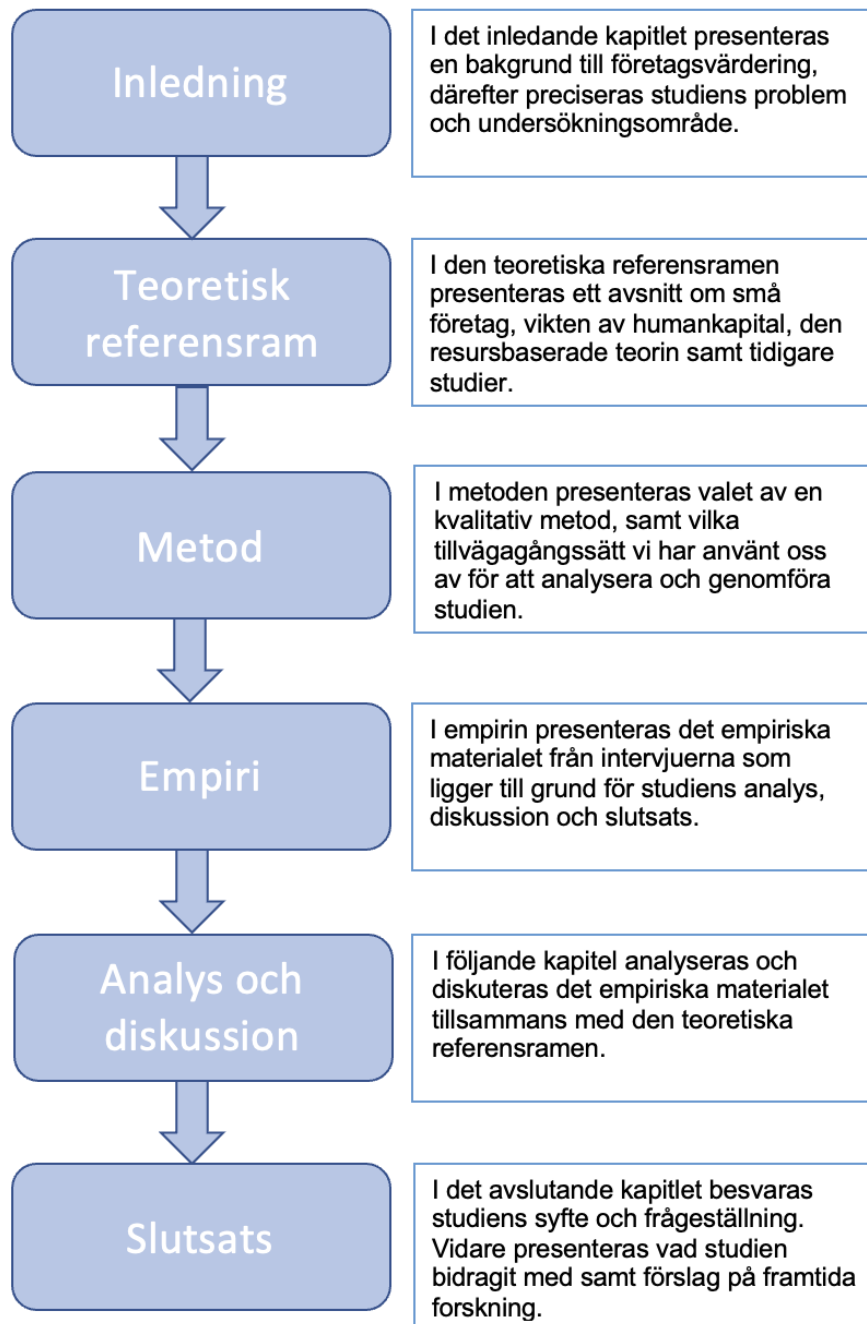
För att uppnå syftet med studien kommer följande två frågor att besvaras.

- Hur tas ägaren i beaktning vid en företagsvärdering i en försäljningssituation?
- Vilka problem och svårigheter kan uppstå vid en sådan bedömning?

## 1.5 Avgränsning

Studien avgränsas till att endast undersöka små företag. Anledningen till detta är att en undersökning som skulle omfatta både små och medelstora företag skulle bli för stor. Det kan också vara svårt att jämföra små och medelstora företag med varandra då det kan vara stora skillnader på exempelvis ledning och antal anställda. Av problemdiskussionen framgår dessutom att mindre företag tenderar att vara mer beroende av sin ägare, därav föll valet på just små företag.

## 1.6 Disposition



Figur 1: Egen illustration

## 2.0 Teoretisk referensram

---

*I detta kapitel presenteras vår teoretiska utgångspunkt. Vi kommer först definiera små företag, sedan kommer en grund till företagsvärdering presenteras. Därefter kommer humankapital, resursbaserad teori och tidigare studier presenteras. Slutligen redogörs studiens analysmodell.*

---

### 2.1 Definition av små företag

För att få klassas ett företag som småföretag ska antalet anställda ligga inom intervallet 10-49 st. Företaget får heller inte ha en balansomslutning eller omsättning som överstiger 10 miljoner euro per år (Svenskt näringsliv, u.å).

Företaget måste också anses vara fristående från andra större företag. Det får inte äga mer än 25% i ett annat företag eller ha en ägare som äger mer än 25% i sitt företag utan att ta hänsyn till detta vid fastställande av företagets storlek (Europeiska kommissionen, 2015). År 2019 var 99,9 procent av alla företag i Sverige små eller medelstora företag och det finns ungefär 35 000 st små företag registrerade i Sverige (Svenskt näringsliv, u.å).

## 2.2 Företagsvärdering

### 2.2.1 Vad är företagsvärdering?

Företagsvärdering handlar om att försöka uppskatta och beräkna det ekonomiska värdet på ett företag (Hult, 1998). Caruso (2020) beskriver företagsvärdering som en process där ett företags värde uppskattas genom tillämpning av olika värderingsmodeller. Något som bör beaktas är att värde och pris visserligen är relaterade till varandra, men det är inte samma sak. Det enda sättet att bestämma ett pris är att sälja eller köpa ett företag. Priset uppgår således till den summa som någon är villig att betala för företaget (Caruso, 2020).

### **2.2.2 Värderingsmetoder**

För att värdera ett företag används olika typer av värderingsmetoder. Hult (1998) skriver att det finns mängder med metoder att tillgå. De vanligaste metoderna är avkastningsvärdering, substansvärdering och jämförande värdering. Metodernas tillvägagångssätt skiljer sig åt då de tar hänsyn och utgår från olika faktorer. Nilsson et al. (2002) beskriver substansvärdering som en metod som utgår från företagets egna kapital efter justeringar. Avkastningsvärdering bygger på prognoser på ett företags framtida avkastning. Vid användandet av en jämförande värdering jämförs det aktuella företaget med liknande företag på marknaden. Vilken metod som används kan bero på hur stort företaget är, vad syftet med värderingen är, vilken information som finns tillgänglig, vem som gör värderingen och i vilken situation den görs i. Caruso (2020) beskriver att det inte finns någon perfekt metod, utan endast användbara metoder. Även en användbar metod kan dock tillämpas på fel sätt och bli missvisande. Det krävs ofta att flera metoder används tillsammans för att det beräknade värdet ska återspegla verkligheten så bra som möjligt. Caruso (2020) skriver sedan att grunden för att värdera ett företag är att jämföra ett företags fakta, omständigheter och resultat med andra liknande företag.

### **2.2.3 Svårigheter vid företagsvärdering**

En svårighet med företagsvärdering enligt Caruso (2020) är att få tillgång till all den information som behövs. Många gånger kan företag inte tillhandahålla värderaren all den information de vill ha på grund av att de inte har upprättat eller sparat sådana dokument. Detta är extra vanligt i små företag.

Gemensamt för de olika metoderna är att de ofta bygger på att tolka information. Detta menar Hult (1998) gör att det inte är möjligt att sätta ett absolut värde på ett företag. Anledningen till detta är att olika intressenter tolkar den tillgängliga informationen på olika sätt. Värdet beror således på vem som gör den och hur denne har tolkat informationen.

Caruso (2020) belyser att ytterligare en svårighet med företagsvärdering är att den bygger på antaganden. Många värderingsmetoder kräver att vi kan förutse vad som kommer hända i framtiden för att kunna fastställa vad företaget är värt idag. Dessa antaganden bygger på den information som finns tillgänglig, är informationen bristfällig försvårar detta processen.

Värderingsprocessen är således mycket komplex då den är helt beroende av att vissa antaganden görs.

## 2.2.4 Definition av värde vid företagsvärdering

Hult (1998) skriver att värdet kan ses som relativt. Med detta menas att värdet kan skilja sig åt beroende på vem som tillfrågas. För en person kan något ses som mycket värdefullt medan det ur någon annans synvinkel inte alls ses som särskilt värdefullt.

Matschke et al. (2020) skriver att det inte går att sätta ett specifikt värde på ett företag. Anledningen till detta är, precis som (Hult 1998) hävdar, att värdet kan variera beroende på person, men ser också att det kan bero på situation. De menar således att företagsvärdering är ändamålsberoende och poängterar att det inte finns ett sant värde eller enbart en lämplig metod. Eftersom värdet kan variera beroende på person anser Hult (1998) att det är viktigt att både köpare och säljare har en realistisk och objektiv syn på företagets värde. Skulle parternas uppfattning av värdet skilja sig åt alltför mycket är det stor risk att affären inte kommer att fullföljas. För säljaren av ett företag är värderingen ett viktigt verktyg för att på ett trovärdigt sätt argumentera för ett så högt försäljningspris som möjligt. Säljaren har dessutom ett lägsta pris, dvs. det pris där det inte är lönsamt att sälja företaget. Detsamma gäller för köparen som har ett pris som denne inte tänker gå över. Om säljarens lägsta pris och köparens högsta pris överlappar varandra på något ställe är det enligt Hult (1998) någonstans i detta område försäljningspriset kommer uppgå till (Bild 1).

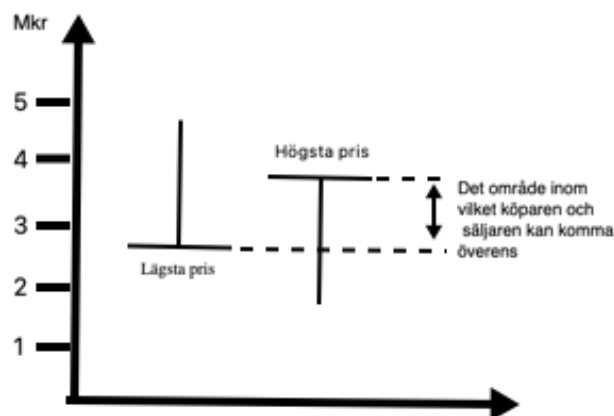


Bild 1: Företagets värdegap. (Hult, 1998)

Företagsvärdering är en komplex process, Caruso (2020) beskriver att det finns många anledningar till att det exakta värdet aldrig kommer kunna tas fram. Den största orsaken till detta är de antaganden som måste göras om framtiden. Caruso (2020) redogör för att om inte ens en person som varit ägare i ett litet företag i 20 år kan förutspå hur nästa års kassaflöde kommer se ut, hur ska då en värderare kunna göra detta? Caruso (2020) uttrycker sig *“I would rather be approximately right as opposed to perfectly wrong.”* (kap. 15). Detta innebär således att det är omöjligt att ta fram ett exakt värde, istället handlar det om att ta fram ett värde som speglar verkligheten någorlunda rätt. Det är därför viktigt att även ta hänsyn till icke-finansiella aspekter då de har en stor påverkan på ett företags värde.

## 2.3 Humankapitalets betydelse för företag

Humankapitalet utgör en viktig del hos ett företag och det har en stor påverkan på ett företags värde. För att få fram en rättvisande bild av företaget menar således Maiti & Vuković (2020) att hänsyn bör tas till humankapitalet vid en företagsvärdering.

Definitionen av vad humankapital är skiljer sig något beroende på vem som tillfrågas, det finns således ingen enhetlig definition. Osinki et al. (2017) beskriver humankapital som bland annat kompetens, kapacitet, prestation, värderingar och erfarenhet. Özer & Çam (2016) menar dock att humankapital kan ses som färdigheter, talanger och kompetens hos anställda eller hos ägaren i företaget, men att det inte juridiskt sett ägs av företaget. De skriver därför att humankapital kan ses som något som en person tar med sig när hen kommer till företaget respektive lämnar företaget.

Tidigare studier har visat att humankapital har en direkt påverkan på företagets prestation (Özer & Çam, 2016). Abduli (2013) påstår dessutom att humankapital kan ses som den huvudsakliga källan till konkurrenskraft.

Företag där de anställda är skickligare och har mer kompetens än de anställda hos de konkurrerande företagen kommer troligtvis att lyckas bättre. Då de anställda har högre kompetens kan företaget urskilja sina produkter eller tjänster gentemot konkurrenterna genom exempelvis nya innovationer, vilket kan resultera i konkurrensfördelar. Att investera i humankapital kan således ses som mycket lönsamt (Pasban & Nojehdeh, 2016).



Idag är allt fler företag så kallade kunskapsföretag. Med detta menas att företagens huvudsakliga tillgångar består av humankapital, de är således helt beroende av de anställdas kompetens. De anställdas prestationer har en direkt påverkan på företagets lönsamhet. Desto bättre de presterar, desto lönsammare blir företaget (Osinski et al., 2017).

Ibland tas även kundrelationer upp när det pratas om humankapital. I tjänsteföretag där en anställd ska lösa ett problem hos en kund kan starka kundrelationer uppstå. Om den anställde visar upp god kompetens och social förmåga kommer troligtvis kunden att få ett stort förtroende för den anställda. Förtroendet är dock riktat direkt mot den anställde som utfört tjänsten och inte till företaget i sig. Detta kan bli problematiskt då den anställde väljer att sluta. I vissa fall leder det till att företaget förlorar kunden (Biong & Ulvnes, 2011).

Vad gäller ägaren i ett företag ingår denna, precis som övriga anställda, i kategorin humankapital. Mahoney & Kor (2015) skriver att den ursprunglige grundaren eller ägaren ofta är en kritisk källa till något som kallas företagsspecifik kunskap. Med företagsspecifik kunskap menas den kunskap som grundar sig på erfarenheter från företaget. Det skapas genom att ägaren tillbringar tillräckligt med tid i företaget, det vill säga får erfarenhet om bland annat de anställdas förmågor och begränsningar samt företagets resurser och kapacitet. Ägaren besitter ofta en särskild kunskap om företagets syfte, dess resurser och möjligheter.

Denna typen av kunskap beskrivs av Mahoney & Kor (2015) som en tyst kunskap. Det är en kunskap som inte syns men som är av stor relevans för företaget. Kunskapen om exempelvis de anställdas förmågor gör det möjligt för ägaren eller chefen att kunna allokera och matcha olika uppgifter med rätt anställd för att öka effektiviteten. Den företagsspecifika kunskapen gör det dessutom lättare att fatta rätt beslut då personen i fråga är mycket väl insatt i företaget. Mahoney & Kor (2015) skriver att de exempelvis mycket lättare kan bedöma potentialen i olika typer av projekt och därefter välja att satsa på det som mest sannolikt gör företaget mer konkurrenskraftigt. Denna typ av kunskap som ägaren besitter är således väsentlig för företagets lönsamhet och gör ägaren till en viktig resurs i ett företag.

## **2.4 Resursbaserad teori**

En ägare i små företag är ofta väl insatta i företaget och är en viktig pusselbit för företaget och dess lönsamhet. Mahoney & Kor (2015) uttrycker att ägaren ofta sitter på företagsspecifik

kunskap vilket gör ägaren till en resurs i företaget. För att visa på vilket sätt en ägare kan anses vara en viktig resurs i ett småföretag och hur och i vilken grad detta beaktas vid en värdering används den resursbaserade teorin. En betydelsefull resurs är viktig att ta i beaktning när ett företag värderas vid en avyttringssituation för att få en rättvisande bild och återspegla företaget på bästa möjliga sätt.

#### **2.4.1 Vad är resursbaserad teori?**

Den resursbaserade teorin har för avsikt att förklara hur en resurs, som komplement till produktfokus, kan leda till långsiktig lönsamhet (Wernerfelt, 1984). Wernerfelt (1984) menar att en organisation består av en uppsättning av materiella och immateriella resurser. Med en resurs menas allt som kan ses som en styrka eller svaghet hos ett företag. Varumärken, personal, kapital och kontrakt är några exempel som lyfts fram som en resurs i ett företag.

Några år senare vidareutvecklade Barney (1991) teorin och idag ses han som grundaren för den resursbaserade teorin. Barney (1991) utgår främst utifrån två antaganden. Det första antagandet är att företag inom en specifik bransch kan vara heterogena, dvs. olika, med hänsyn till de resurser företaget besitter och kontrollerar. Det andra antagandet bygger på att dessa resurser inte alltid är perfekt mobila, dvs. att det inte är lätt för andra företag att förvärva liknande resurser. Syftet med teorin är således att undersöka huruvida dessa två antaganden kan leda till långvariga konkurrensfördelar (Barney, 1991).

Wernerfelt (1984) menar, som nämnts ovan, att ett företag består av en uppsättning både materiella och immateriella resurser. Den immateriella delen av den resursbaserade teorin kan kopplas samman med humankapital där ägaren är en viktig komponent och blir en viktig resurs för ett företag och, som Barney (1991) uttrycker det, att en resurs, i detta fall ägaren, inte är perfekt mobila.

För att förstå teorin krävs en genomgång av ett antal olika viktiga begrepp såsom resurs, konkurrensfördelar, heterogena resurser samt resursimmobilitet. Med resurser menas alla tillgångar, förmågor och organisatoriska processer som kontrolleras av ett företag, samt ger dem möjlighet att utforma strategier som förbättrar företagets effektivitet. Resurserna delas in i tre kategorier; fysiskt kapital, humankapital samt organisationskapital. Det fysiska kapitalet

innefattar teknik, anläggningstillgångar, maskiner, den geografiska positionen och tillgången till råmaterial. Humankapitalet inkluderar utbildning, erfarenhet, kunskap, relationer och förhållandet mellan de anställda och cheferna i företaget. Med organisationskapital menas företagets struktur, rykte, varumärke, kontroll - och samordningssystem, samt de informella relationerna inom företaget och mellan företaget och dess omgivning (Barney, 1991).

Enligt Barney (1991) har ett företag en konkurrensfördel om de implementerat en värdeskapande teori samtidigt som ingen av företagets nuvarande eller potentiella konkurrenter implementerat samma sak. För att konkurrensfördelen ska ses som varaktig krävs att ingen av konkurrenterna ska kunna kopiera fördelarna som strategin medför. Ytterligare två kriterier behöver vara uppfyllda för att ett företag ska få en varaktig konkurrensfördel, det krävs att resursen är heterogen och immobil (Barney, 1991).

Heterogena resurser innebär att företag verksamma inom samma bransch tillhandahåller olika resurser. Om alla företag inom samma bransch skulle förses med exakt samma uppsättning resurser skulle detta innebära att ett företag som implementerar en viss strategi inte skulle få någon långsiktig konkurrensfördel. Detta beror på att alla andra företag har tillgång till samma resurser och kan rent teoretiskt implementera exakt samma strategi. Genom att företagen har olika uppsättningar av resurser kan de därmed implementera olika strategier vilket gör att ett visst företag kan bli mer lönsamt än ett annat (Barney, 1991).

Med resursimmobilitet menas att skillnaden i uppsättningen av resurser för företag inom samma bransch kan vara långsiktiga då vissa resurser kan vara svåra att förvärva och utveckla (Barney, 1991).

#### **2.4.2 VRIO-ramverket som analysverktyg**

För att en resurs ska ge långsiktiga konkurrensfördelar krävs, utöver heterogenitet och immobilitet, även att ytterligare 4 kriterier uppfylls. Dessa innebär att resursen ska vara värdefull, sällsynt, icke- imiterbar och kunna utnyttjas av organisationen. De fyra kriterierna utgör VRIO-ramverket och har utvecklats av Barney & Hesterly. VRIO-ramverket används som ett verktyg för att genomföra en intern analys. Om alla kriterier i ramverket uppfylls anses resursen ge varaktiga konkurrensfördelar (Barney & Hesterly, 2006).

**Värdefull:** En resurs anses vara värdefull när den gör det möjligt att genomföra en strategi som förbättrar företagets effektivitet. De anses också värdefulla om de utnyttjar möjligheter eller neutraliserar hot på marknaden (Barney, 1991).

**Sällsynt:** Ett företag får konkurrensfördelar när de implementerar en strategi som samtidigt inte implementeras av några andra konkurrerande företag. Flera företag skulle kunna ha tillgång till samma värdefulla resurs och därmed implementera samma strategi. Ingen av dessa företag skulle således få någon konkurrensfördel. Barney (1991) nämner dock att en värdefull, men vanlig, resurs inte är helt betydelselös. Dessa hjälper företagen att överleva på marknaden då konkurrenssituationen blir mer jämlik. För att skapa en konkurrensfördel krävs således att resursen är sällsynt (Barney, 1991).

**Icke-imiterbar:** En värdefull och sällsynt resurs anses bara generera långsiktiga konkurrensfördelar om de inte går att imitera. Det finns tre olika sätt som gör en resurs icke-imiterbar; företagets unika historia, kausal ambiguitet och social komplexitet. Med ett företags unika historia menas att en resurs kan byggas upp under en lång tid och gör det därmed omöjligt att imitera. Med kausal ambiguitet menas att konkurrenterna inte är medvetna om vilken av företagets resurser som ger dem långsiktiga konkurrensfördelar. Med social komplexitet menas att resurserna är svåra att imitera då de är komplext uppbyggda, vilket skulle innebära stora kostnader för andra företag om de skulle försöka efterlikna dessa (Barney & Hesterly, 2006).

**Organisationen:** Det sista kriteriet innebär att organisationen måste vara uppbyggd på sådant sätt att den kan utnyttja resurserna. Med organisationen menas företagets rapporteringsstruktur, organisationsstruktur, formella och informella kontrollsystem, samt belöningsystem (Barney & Hesterly, 2006).

För att en resurs ska generera varaktiga konkurrensfördelar krävs således att alla de fyra kriterierna är uppfyllda (Tabell 1). En resurs som inte uppfyller kravet som värdefull kommer inte kunna hjälpa företaget utnyttja några möjligheter eller neutralisera hot. Istället kommer utnyttjandet av en sådan resurs bidra till minskade intäkter alternativt ökade kostnader och blir således en konkurrensnackdel (Barney & Hesterly, 2006). En resurs som uppfyller kravet för värdefull men som inte anses sällsynt ses varken som en konkurrensfördel eller konkurrensnackdel då andra företag förfogar över samma resurs (Barney & Hesterly, 2006). En resurs som uppfyller kravet för både värdefull och sällsynt men som är lätt att imitera kommer

innebära en tillfällig konkurrensfördel för företaget. Ett företag som är först med att utnyttja en viss resurs kommer att skaffa sig konkurrensfördelar men i takt med att andra företag identifierar och imiterar resursen ses den inte längre som en konkurrensfördel (Barney & Hesterly, 2006). En resurs som uppfyller samtliga kriterier, dvs. är värdefull, sällsynt, icke-imiterbar och kan utnyttjas av organisationen, skapar långsiktiga konkurrensfördelar (Barney & Hesterly, 2006). De olika scenarierna illustreras i tabell 1 nedan. En resurs som skapar varaktiga konkurrensfördelar kan således ses som mycket betydelsefull för ett företag. Genom att på detta sätt analysera en resurs utifrån de olika kriterierna i ramverket åskådliggörs resursens betydelse för företaget.

Värdefull?	Sällsynt?	Icke-imiterbar?	Kan nyttjas av organisationen?	Konkurrensmässig konsekvens
Nej	-	-	Nej	Konkurrensnackdel
Ja	Nej	-	-	Konkurrensjämvikt
Ja	Ja	Nej	-	Tillfälliga konkurrensfördelar
Ja	Ja	Ja	Ja	Varaktiga konkurrensfördelar

Tabell 1: VRIO-ramverket utvecklad från (Barney & Hesterly, 2006)

Enligt den resursbaserade teorin ses en resurs som inte uppfyller alla de fyra kraven inte som en långsiktig konkurrensfördel. Uppfylls ingen av kraven ses resursen som en ren nackdel för företaget. Spender (1994) hävdar dock att teorin förbiser synergieffekterna som flera resurser kan skapa tillsammans. Trots att en resurs inte i sig är värdefull kan denna vara av stor relevans för att en annan resurs ska kunna skapa värde och ses som en långsiktig konkurrensfördel. En sådan resurs kallas kompletterande resurs (Spender, 1994).

En ägare har, enligt Kor & Mahoney (2004), ofta kunskap som bygger på erfarenhet som gör den svår att imitera vilket leder till konkurrensfördelar. För en ny ägare, skriver Mahoney & Kor (2015), att det är svårt att vara lika produktiv som den tidigare då den saknar kunskap om bland

annat företags anställda, dess unika resurser och processer. Vid ett ägarbyte sker således ofta en förlust av produktiviteten. Den nya ägaren kan visserligen inneha kunskap och erfarenhet från att ha drivit eller jobbat i ett annat företag tidigare, denna kunskap bedömer dock Mahoney & Kor (2015) som endast delvis tillämplig hos det aktuella företaget. Kor & Mahoney (2004) beskriver den erfarenhetsbaserade kunskapen som proprietär då den inte går att överföra snabbt och inte heller kan köpas på marknaden.

## 2.5 Tidigare studier

Det har gjorts ett flertal studier inom området vad gäller vikten av att beakta humankapital och mänskliga resurser vid värdering, men det finns brister. Özer & Çam (2016) framhåller att trots att humankapitalet har en så pass stor betydelse för de flesta företag kan dessa resurser inte mätas med hjälp av de nuvarande modeller som finns för företagsvärdering då dessa endast tar hänsyn till de finansiella talen. Fulmer & Ployhart (2013) menar att detta är problematiskt då det är få företag som med säkerhet kan säga vad deras viktigaste tillgång faktiskt är värt i ekonomiska termer.

Problemet med att inte kunna mäta de icke-finansiella delarna i ett företag har lett till att flera forskare har försökt ta fram egna modeller där hänsyn tas till immateriella tillgångar och humankapital. Özer & Çam (2016), Fulmer & Ployhart (2013) har gjort ett försök med att ta fram modeller för att kunna ta in icke-finansiell information. Fulmer & Ployhart (2013) har bland annat använt sig av icke-finansiella mått som ska mäta företagets attribut och resultat, såsom exempelvis de anställdas engagemang. De har även inkluderat finansiella mått för att uppskatta kostnader som uppstår i samband med sjukfrånvaro. Fulmer & Ployhart (2013) skriver att dessa beräkningar visserligen kan vara användbara för att utvärdera effekten av vissa händelser och således kan vara till hjälp och fungera som ett beslutsverktyg när de står inför ett val. Den har dock sina begränsningar och Fulmer & Ployhart (2013) menar att den bara skulle ge en delbild av det totala värdet av humankapitalet för ett företag och är således inte tillämplig för att beräkna värdet av humankapitalet.

En annan studie som gjorts av Huang et al. (2020) har undersökt hur ett system med värdebedömning av företag kan genomföras genom att kombinera både finansiella och icke-

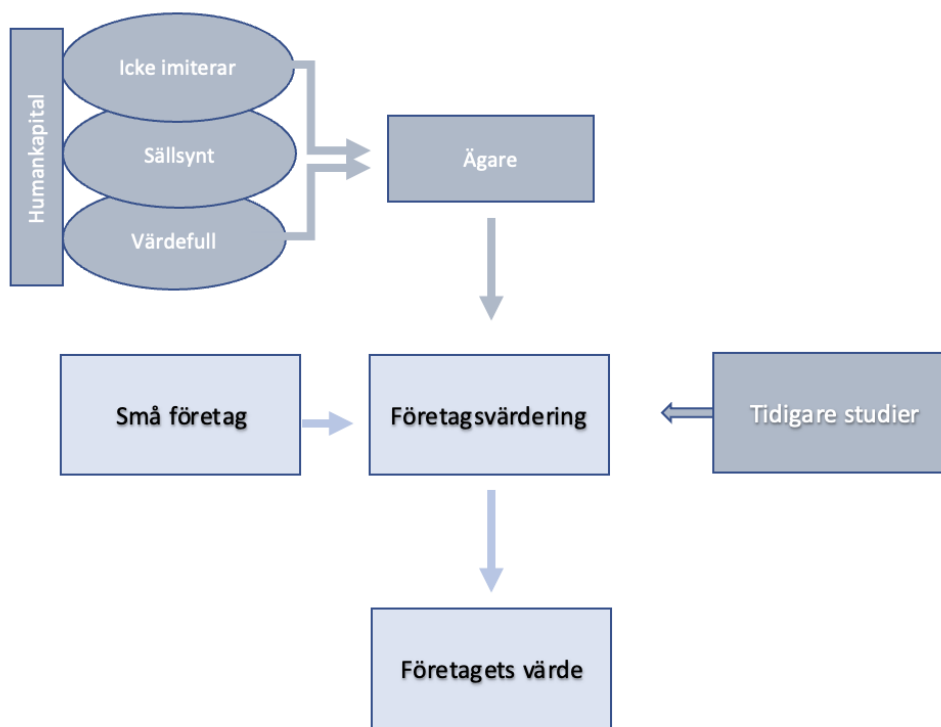
finansiella variabler. De såg att det fanns ett stort antal variabler som företagets tekniska nivå, företags mänskliga resurser, rykte samt annan icke-finansiell information som är viktig att ta med vid en värdering. Deras undersökning grundade sig på företag som är noterade på NEEQ i Kina, vilket är en investeringsplattform för företag och investerare. I studien använde de sig av textteknik för att kunna kvantifiera icke-finansiell information från offentliga överföringsutlåtanden där det fanns information om affärsområde, bolagsstyrning och den finansiella situationen. Denna information använde de sedan i sin modell tillsammans med finansiell information för att värdera företaget. För att kunna ta med icke-finansiell information vid företagsvärdering krävs det, enligt Huang et al. (2020), ett välutvecklat företagsvärdebedömningssystem. Att använda sig av en sådan modell är således en komplex process och det krävs att den anpassas utifrån varje unik bransch.

## 2.6 Sammanfattning och analysmodell

Värdering är både en komplex och svår process. Det finns flera olika modeller och tillvägagångssätt att använda sig av. En stor del av värderingsprocessen bygger på antaganden och att tolka den information som värderaren har tillgång till.

Resurser i företag kan delas upp i materiella och immateriella resurser. Som tidigare studier påvisat är immateriella resurser viktiga att beakta vid en företagsvärdering för att kunna få fram ett rättvisande värde, även om det gör processen mer komplex. Mänskligt kapital är en vanlig och ibland en mycket viktig resurs inom företag. Ägare och anställda kan besitta färdigheter, talanger och viktig företagsspecifik kunskap som är starkt förknippat med individen. Starkt humankapital inom ett företag kan leda till konkurrensfördelar.

Analysmodellen illustreras nedan i Figur 2. För att kunna analysera ägaren och dess betydelse för ett företags värde vid en avyttringssituation kommer utgångspunkten ligga i den resursbaserade teorin och tre utvalda delar ur VRIO-ramverket. Dessa kommer att användas för att se på vilket sätt en ägare kan anses vara en betydelsefull resurs i företaget och hur detta beaktas vid en företagsvärdering. De tre olika delarna i VRIO-ramverket är icke-imiterbar, sällsynt och värdefull. Vid analys har antagande tagits att det sista kriteriet "kan nyttjas av organisationen" är uppfyllt och kommer därför inte att diskuteras. Tidigare studier kommer användas för att analysera vår studie med tidigare forskning.



Figur 2: egenupparbetad analysmodell



## 3.0 Metod

---

*I detta kapitel beskrivs studiens tillvägagångssätt i form av metodval, datainsamling och dataanalys. Slutligen diskuteras studiens validitet och trovärdighet, etiska överväganden samt metodkritik.*

---

### 3.1 Metodval

Syftet med rapporten är att undersöka vilken betydelse ägaren i småföretag har på ett företags värde vid en försäljning. Med anledning till detta valde vi att använda oss av en kvalitativ forskningsmetod. Bryman & Bell (2013) beskriver att en kvalitativ metod ger mer detaljerade svar, vilket innebär att vi kan skapa oss en större förståelse kring ämnet. En kvalitativ metod är därför mer lämpad för studiens syfte då den bygger på att ta reda på vilka bedömningar en värderare gör, snarare än att hitta kausala samband och generaliserbara svar som, enligt Alvehus (2013), fås av en kvantitativ metod.

Studien utgår dels ifrån en deduktiv ansats. Enligt Alvehus (2013) innebär en deduktiv ansats att forskarna skapar sig en uppfattning utifrån den valda teorin. Vi har dock inte utformat några hypoteser utan har istället haft teorin som utgångspunkt. Ett sådant arbetssätt, menar Alvehus (2013), har ett mer induktivt inslag. Studien grundar sig således i både ett deduktiv och induktivt arbetssätt.

## 3.2 Datainsamling

### 3.2.1 Litteratursökning

Det teoretiska materialet utgörs av vetenskapliga artiklar som har inhämtats från google scholar och högskolan i skövdes tillgängliga databaser. Vi har använt oss av följande sökord: "business valuation", "resource based theory", "human capital", "owners' importance in small business", "small companies", "owner", "företagsvärdering" och "ägarens betydelse". Det teoretiska materialet utgörs även av litteratur inom företagsvärdering.

### **3.2.2 Intervju**

Den empiriska datainsamlingen till studien skedde genom intervjuer som genomfördes över Microsoft teams. Vi använde oss utav videosamtal för att ha möjlighet att intervjua personer från olika platser inom Sverige.

Intervju är en av de vanligaste företagsekonomiska forskningsmetoderna vid genomförande av kvalitativa studier. Det handlar om att få reda på hur olika personer ser på ett visst händelseförlopp eller agerar och på det viset få en större förståelse vad som styr en viss händelse (Alvehus, 2013). Genom vår datainsamling vill vi skapa oss en större förståelse om hur en företagsvärderare tänker och agerar, samt utifrån de teorier som finns undersöka hur de arbetar utifrån vårt givna problemområde.

Utifrån vårt problemområde var den bäst tillämpbara intervjumetoden en semistrukturerad intervjuteknik då denna metod öppnar upp för eventuella följdfrågor som uppstår under intervjuens gång. Då det inte finns några tydliga riktlinjer om hur en företagsvärdering med hänsyn till ägaren ska göras skiljer sig svaren mellan respondenterna, det var således viktigt att ha möjlighet till att ställa följdfrågor. Alvehus (2013) förklarar också att den semistrukturerade intervjun är en bra metod då den öppnar upp för diskussion samtidigt som den har en struktur med frågor som sätter en grund. Den ställde dock samtidigt högre krav på oss som författare då vi behövde vara aktiva lyssnare för att kunna ställa rätt följdfrågor och därmed få ut bästa möjliga svar på de frågor vi vill ha besvarade.

#### **3.2.2.1 Urval av respondenter**

I studien har fem stycken respondenter deltagit och legat till grund för vårt empiriska material. Samtliga respondenter arbetar med företagsvärdering av små företag och är väl insatta i ämnet. Respondenterna är verksamma i olika delar av Sverige vilket gör att studien får en mer rikstäckande bild. Risken att arbetssätten varierar beroende på vart företaget är beläget tas således i beaktning, vilket ger en mer rättvisande bild. De som deltagit är från Stockholm, Malmö och Göteborg och arbetar på olika företag utan koppling till varandra. Valet av fem stycken intervjuer grundas utifrån att de som deltagit var väl insatta och gav de materialet som behövdes för att kunna svara på studiens syfte och frågeställning. Tidsaspekten spelade också in vilket gjorde att fler intervjuer inte var möjligt på grund av den begränsade tid som fanns för studien.

### **3.2.2.2 Utformning och genomförande av intervju**

Vid utformning av intervjufrågorna har den teoretiska referensramen gett en grund och förståelse av vikten av att väga in ägarens betydelse vid en företagsvärdering. Den har vidare gett en teoretisk bakgrund till vad som gör en ägare betydelsefull. Frågorna har utformats för att få företagsvärderarnas perspektiv på problemområdet och en förståelse för hur de hanterar det. Intervjuguiden utformades med relativt öppna frågor som öppnade upp för diskussion och gav oss möjlighet att ställa följdfrågor. Vid genomförandet av intervjuerna hade vi avsatt ungefär 60 minuter per respondent och informerat respondenten om detta. För att få en avslappnad stämning och mer öppen intervju inledde vi samtalen med att berätta om oss själva och vår studie. Vi lät sedan respondenterna berätta lite om sig själva för att på så sätt lära känna dem bättre och för att få mer information om dem än vad vi tagit reda på innan. Efter det gick vi in mer på vårt kärnområde och det vi skulle ta reda på genom intervjun.

## **3.3 Dataanalys**

För att analysera det insamlade empiriska materialet användes en tematisk analys. En tematisk analys fokuserar på att hitta mönster eller teman i det insamlade datamaterialet (Bryman & Bell, 2013). Ett tema är något som fångats upp och som kan anses vara viktigt i förhållande till problemområdet och frågeställningen. Braun & Clarke (2006) skriver att metoden genomförs i sex olika steg. Steg ett handlar om att bekanta sig med det insamlade materialet. Detta gjordes genom att vi transkriberade och läste igenom våra intervjuer noggrant. Nästa steg var att ta fram koder, dessa koder är egenskaper från materialet som anses vara intressanta. Vi gick igenom transkriberingarna och strök under allt som var relevant. I det tredje steget analyserades sedan koderna och grupperades om till teman, dvs. vi sorterade allt vi strukit under och kategoriserade in dem i olika grupper efter vad de handlade om. Det fjärde steget innebär att analytikerna granskar de teman som tagits fram och gör små justeringar om det finns behov för detta. Vi valde att göra en ganska stor justering då vi tog bort ett tema som inte var tillräckligt relevant för att besvara våra frågeställningar. I steg fem definieras och namnges sedan de olika teman som finns, och huvuddraget för varje tema beskrivs. Våra slutgiltiga teman blev: ägarens betydelse, hur hänsyn tas till ägaren samt vilka problem och risker det finns med att bedöma ägarens betydelse. Det sista steget i denna analysmetod utgörs av att skriva rapporten.

### 3.4 Validitet & trovärdighet

För att säkerställa att vår kvalitativa studie var trovärdig har hänsyn tagits till validitet och trovärdighet. Bryman & Bell (2013) skriver att trovärdighet diskuteras utifrån fyra kriterier; tillförlitlighet, överförbarhet, pålitlighet och konfirmering. Med tillförlitlighet menas att forskarna följer de regler som finns samt att återge och tolka informationen från de som deltagit i undersökningen på rätt sätt. Detta har gjorts genom att rapportera resultatet till personerna som deltagit i intervjuerna för att säkerställa att vi tolkat dem rätt. Vad gäller överförbarhet innebär detta att en utförlig beskrivning av undersökningen och dess sociala miljö ska beskrivas för att göra det möjligt för andra att bedöma om resultaten är överförbara till en annan miljö. I metodkapitlet har vi således försökt att redogöra för hur vi har gått tillväga på ett så tydligt sätt som möjligt för att göra det möjligt för andra att genomföra en liknande undersökning. Pålitlighet handlar om att kollegor eller liknande granskar arbetet under tidens gång för att bedöma kvaliteten på de procedurer som valts och hur de har tillämpats. Bryman & Bell (2013) nämner dock att denna typ av teknik för att säkerställa kvaliteten inte är särskilt vanlig då det är en mycket krävande uppgift för granskarna. I vårt fall skulle detta dock eventuellt kunna liknas vid att vi mottagit feedback från både handledare, examinator samt andra studenter som agerat opponenter under arbetets gång. Det sista delkriteriet är konfirmering, med detta menas att forskarna inte ska låta sina personliga värderingar påverka arbetet. För att inte påverka utförandet eller slutsatserna har vi som författare således försökt att vara så objektiva som möjligt, framförallt vid tolkningarna av intervjuerna.

Validitet följer, precis som trovärdighet, av några delkriterier. Enligt Bryman & Bell (2013) är dessa rättvis bild, ontologisk autenticitet, pedagogisk autenticitet, katalytisk autenticitet och taktisk autenticitet. Vi har dock valt att främst fokusera på rättvis bild då övriga kriterier är svåra att applicera i vårt fall. Bryman & Bell (2013) beskriver att med rättvis bild menas att undersökningen ger en tillräckligt rättvis bild av den grupp som studerats och deras åsikter och uppfattningar. I vår studie intervjuades fem företagsvärderare vilket innebär flera åsikter och synvinklar. Vi har därför sett till att alla respondenternas perspektiv och åsikter får ta plats i arbetet. Det är viktigt att lyssna på alla för att skapa sig en så pass heltäckande bild som möjligt. Vad gäller övriga kriterier är det svårt att avgöra huruvida vår studie påverkar dem och deras sätt att se på ämnet. Då vi intervjuat företagsvärderare om hur de arbetar och resonerar kommer troligtvis vår studie inte påverka dem. Vi har endast tagit del av deras expertis och kunskap för att försöka skapa oss en förståelse kring vårt problemområde.

### **3.5 Etiska överväganden**

För att på ett forskningsetiskt och korrekt sätt kunna genomföra studien finns det ett antal etiska aspekter att ta hänsyn till. En viktig princip är samtyckeskrauet, vilket innebär att deltagarna i studien ska ge samtycke till att delta (Bryman & Bell, 2013). När vi tog kontakt med våra respondenter via mejl redogjorde vi bland annat för att det rörde sig om ett examensarbete och vad syftet med studien var. Det var viktigt för oss att de skulle få tillräckligt med information om studien för att de skulle kunna besluta om de ville delta eller inte.

Ytterligare en aspekt som är viktig att beakta är anonymitet, integritet och konfidentialitet hos våra respondenter. Både i mejlet som skickades ut till respondenterna och innan intervjun startade talade vi om att samtliga deltagare i studien kommer vara anonyma. Att vara anonym kan ge respondenterna mer trygghet, vilket därmed kan leda till att de vågar uttrycka sig mer. Innan intervjun startade informerade vi dessutom deltagarna att de när som helst fick avbryta intervjun eller strunta i att svara på frågor som de inte ville yttra sig om.

Vi var dessutom noga med att påpeka att den information som samlades in under studiens gång endast skulle användas i forskningsändamål och att det inte skulle spridas vidare. Efter studiens genomförande kommer därför ljudfiler, transkriberingar samt andra anteckningar från intervjuerna att raderas för att säkerställa att ingen utomstående får tillgång till materialet.

### **3.6 Metodkritik**

Alla metoder har sina för- och nackdelar, en problematisk aspekt med en kvalitativ metod är att det finns risk för subjektivitet (Bryman & Bell, 2013). Att vara helt objektiv är svårt, det är dessutom svårt för oss författare att avgöra huruvida vi varit subjektiva eller inte. Innan vi gick in i detta arbete hade ingen av oss särskilt stor kunskap om företagsvärdering, risken för att vi hade några förutfattade meningar om ämnet, vilket enligt Bryman & Bell (2013) kan ses som problematiskt, var därför liten. Vid utformandet av intervjufrågorna såg vi dessutom till att frågorna inte var vinklade åt något håll, vilket det annars finns risk för. Bryman & Bell (2013) skriver att subjektivitet kan leda till att intervjun utformas och genomförs på ett visst sätt för att stämma överens med författarnas uppfattning. Vi har dock försökt att se till att studien är så objektiv som möjligt.

Kritik som kan riktas mot vårt arbete gäller antalet intervjuer som genomfördes. Van Rijnsoever (2017) skriver att desto fler respondenter desto högre trovärdighet. Vi har intervjuat fem personer. Detta kan tyckas vara lite men på grund av att intervjuer tar så pass lång tid att både genomföra, transkribera och koda hade vi inte tillräckligt med tid för att genomföra fler. Våra intervjuer gav oss ändå ett tillräckligt stort underlag för att vi skulle kunna skaffa oss en bra uppfattning och därefter göra en analys.

Ytterligare kritik som kan riktas mot den valda metoden är att resultatet inte med säkerhet är överförbart (Bryman & Bell, 2013). Om studiens intervjuer skulle genomföras med andra företagsvärderare är det inte helt säkert att vi skulle få samma resultat.

Vad gäller den teoretiska referensramen kan viss kritik riktas mot att vissa källor är relativt gamla och därav inaktuella. En av vår äldsta artikel är skriven av Barney år 1991. Han är dock en av de huvudsakliga grundarna till teorin, därav ses källan inte som inaktuell, utan snarare mycket pålitlig. Den resursbaserade teorin har utvecklats sedan 1991, det skedde dock av samma forskare. År 2006 utvecklades VRIO - ramverket, vilken ligger till grund för den aktuella studien. VRIO-ramverket är en vidareutveckling men bygger på samma principer som teorin från år 1991. Många av de begrepp och kriterier som tas upp i teorin är densamma för både år 1991 och 2006.

Vi genomförde samtliga intervjuer över teams, kritik kan således riktas mot att de inte skedde på plats. Bryman & Bell (2013) menar att intervjuaren kan gå miste om den icke-verbala kommunikationen. Det kan således ses som ett problem att intervjuerna inte skedde ansikte mot ansikte då det kan bli svårt att uppfatta respondenternas kroppsspråk. Detta kan i sin tur påverka hur svaren tolkas. På grund av praktiska skäl var intervju över Microsoft teams den mest lämpliga metoden eftersom våra respondenter var utspridda över ett flertal olika platser i Sverige.

## 4.0 Empiri

---

*I detta kapitel kommer vårt empiriska material från våra intervjuer att presenteras. Först kommer en kort presentation om våra respondenter innan det empiriska materialet, vilket är uppdelat i tre områden, presenteras.*

---

### 4.1 Respondenter

#### **Respondent A**

Arbetar med företagsvärdering och driver tillsammans med en kollega ett företag som arbetar inom corporate finance sedan 5 år tillbaka. Deras kärnverksamhet går ut på att hjälpa entreprenörer att sälja sitt bolag. De arbetar främst med mindre ägarledda privata företag, familjeföretag samt företag med andra ägarkonstellationer.

#### **Respondent B**

Äger och driver en företagsgrupp inom företagsvärdering sedan 3 år tillbaka som finns inom Sverige och internationellt i både Storbritannien och USA.

#### **Respondent C**

Är delägare och VD för ett företag som arbetar inom corporate finance som startade 2003. De arbetar med corporate finance, börsnoteringar, företagsöverlåtelser, företagsvärderingar samt kapitalanskaffning. Respondenten har arbetat med företagsvärdering sedan 2005.

#### **Respondent D**

Har sedan 2008 arbetat med företagsöverlåtelser och värderingar och benämner sig som företagsrådgivare. Respondenten har under sin tid tagit fram en egen avkastningsmodell som ska vara enklare att förstå samt som tar hänsyn till sådant som inte nätvärderingsföretagen gör. Respondenten är väl kunnig inom området med ett 90 tal företagsöverlåtelser i bagaget.

#### **Respondent E**

Jobbar som transaktionsledare och driver försäljningsprocessen från start till mål. I arbetet ingår bland annat värdering av företag. Respondenten har jobbat i företaget sedan 7,5 år tillbaka i tiden. Från början jobbade respondenten mer med förberedande arbete till försäljningsprocesser men har den senaste tiden varit ansvarig för hela försäljningsprocessen.

## 4.2 Ägarens betydelse

Vilken betydelse en ägare har i företaget varierar, respondent A menar bland annat att konsult- och tjänsteföretag generellt sett har ett större personberoende än andra typer av företag. Detta beror på att kompetensen sitter i personalen. Respondent A tar upp sitt eget företag som exempel och menar på att om någon av de två grundarna skulle sluta hade detta påverkat bolaget vad gäller kundrelationer, leverans, kapacitet osv. Respondent A säger även att antalet anställda påverkar ägarberoendet. Ju fler anställda desto fler nyckelpersoner finns vilket innebär att risken för negativa konsekvenser minskar om en av dem väljer att lämna. Ett mindre företag med få anställda är således mer beroende av sin ägare.

Respondent A påpekar dock också att det ibland kanske till och med kan vara bra att en ägare lämnar, i dessa fall ses ägaren alltså inte alls som viktig för ett företag. Men generellt sett har ägaren en stor betydelse för företaget. Inledningsvis finns ofta ett stort beroende av ägaren, men efter en tid brukar det dock lösa sig förutsatt att det finns en bärkraftig affärsidé i grunden.

*“Mycket kunskap sitter där såklart, inte bara mot kunder och leverantörer, utan väldigt mycket i organisationen också. Många medarbetare är vana vid den här ägaren och chefen. Slutar den så kan det skapa en osäkerhet, andra kanske väljer att sluta då också.”- Respondent A*

Respondenten A menar att ägare i små företag anses viktiga då mycket kunskap sitter hos dem, både mot kunder, leverantörer och inom organisationen. Det kan röra sig om saker såsom personalledning, ledarskap och den trygghet som kunder och leverantörer känner mot ägaren då de vet att det har fungerat bra i många år.

Likt den betydelse Respondent A uttryckte om organisationen förklarar Respondent C att inom stora företag sitter ofta företagskulturen i väggarna och det finns tjänstemän som bär upp kulturen. I mindre företag sitter istället allt hos ägaren vilket gör honom eller henne mer betydelsefull. Ägaren är dessutom betydelsefull på det sättet att han eller hon ofta sitter på alla kundkontakter. Ägaren vet vilka leverantörer de kan pressa och vet vilka leverantörer som försöker smygahöja sina priser. Han eller hon känner miljön som de arbetar i väldigt väl och ofta har de arbetat där länge vilket gör att de har skapat sig ett nätverk. Vad gäller personalen känner ägaren dessa väl och vet därför vilka man kan pressa hårdare. Respondent C menar således att det finns en struktur runt ägaren som definitivt påverkas om denne lämnar.

Respondent B påpekar att storleken på företaget och antalet anställda kan spela roll huruvida företaget är beroende av sin ägare eller inte. Ju mindre ett företag är desto mer tenderar



beroendet av ägaren att vara. I enmansföretag eller mycket små företag finns ofta inget utan ägaren. Respondenten exemplifierar detta genom att säga så här:

*“om vi säger att du Sandra driver Sandras salong och du är ensam anställd, ja då finns ju inget utan dig. Det finns några speglar och en halvtråkig fb-sida som inte är värd någonting.” -*

Respondent B

Företaget är därmed helt beroende av ägaren. Vad gäller stora företag tar respondent B upp Volvo cars och Scania som exempel och menar att företagen är så pass stora att verksamheten inte står och faller på en person. Det finns således inte alls samma typ av personberoende och en enskild person är därmed inte lika viktig. När det kommer till små företag, vilket är studiens fokusområde, förklarar respondenten att det skiljer sig mellan företagen och vilka branscher de verkar inom.

Respondent D beskriver att en ägare i små-företag som:

*“en känd person i branschen, en guru” - Respondent D*

Med detta menar respondenten att det är svårt att ersätta en ägare och att i 95% av fallen är dessutom ägaren grundaren. Det lyfts dock fram att det ibland kan krävas ett ägarbyte för att ett företag ska fortsätta växa. Respondent D menar visserligen att ägaren är oerhört viktig men att de ändå är utbytbara, men att det kan bli ett hack i kurvan när det görs.

Hur stor betydelse en ägare har beror enligt respondent E vilken roll eller roller i företaget en ägare har.

*“är ägaren VD, ekonomichef, försäljningschef och typ fyra andra positioner samtidigt i bolaget så är ju det en jättestor betydelse för lönsamheten och driften, och liksom egentligen*

*fundamental för bolaget”. - Respondent E*

Om omständigheterna istället är helt omvända, dvs. att ägaren “bara” är ägare och inte är inkluderad i den dagliga verksamheten menar respondent E att ägaren inte har någon större påverkan. En ägare anses dessutom ha en stor påverkan om den sitter på viktiga kundrelationer och kundkontakter.

## 4.3 Ägarens värdepåverkan

### 4.3.1 Hur tar man hänsyn till ägaren

För att bedöma ägarens påverkan på ett företag genomför respondent D en intervju med ägaren och ibland även någon annan från företaget. Under intervjun försöker de skapa sig en uppfattning om hur viktig ägaren är för företaget.

*“Antingen gör man bara det på ett generellt sett och säger att det kan vara allt ifrån att vi tappar mellan 10-50% i resultat säger vi. Men vad jag tycker man ska göra i såna lägen är en individuell värdering och titta på det bolaget, man bör ju kan jag tycka lägga 2-3 dagar på en analys och gå igenom bolaget och då förstå betydelsen av ägaren för att se hur det kan slå.” –*

Respondent D

På liknande sätt jobbar även respondent B då de alltid genomför en intervju med ägaren. Genom att lägga ner mycket tid, fokus och resurser bildar sig respondenten en uppfattning om hur företaget skulle se ut utan ägaren. Om det framgår att ägaren är mycket betydelsefull för företaget använder respondent en nyckelpersonsrabatt, ju viktigare en ägare anses vara desto större blir nyckelpersonsrabatten.

Respondent B nämner dock att det är viktigt att ta hänsyn till vilken situation försäljningen sker i. Om den gamle ägaren blivit uppbunden att jobba kvar i bolaget under 3 år parallellt med den nya ägaren som ska ta över blir nyckelpersonsrabatten väldigt liten alternativt ingen alls då det skett en så pass fin överlämning att riskerna försvunnit. Om istället det motsatta skulle gälla, det vill säga att ägaren försvinner direkt och att det skulle leda till att företaget skulle “falla som ett korthus” blir nyckelpersonsrabatten mycket hög. Ju längre den gamle ägaren är kvar desto lägre blir nyckelpersonsrabatten.

*“Man fattar ju beslut efter sin bedömning av situationen och omständigheterna kan spela väldigt stor roll då.” -Respondent B*

När respondent A genomför sin analys tittar de på huruvida ägaren har byggt ett bra team och om de plockat bort beroendet från ägaren. Genom att fördela ut ansvaret till de anställda, dvs. att de exempelvis har en duktig ekonom, en säljansvarig, en marknadsansvarig osv menar respondenten att företaget blir mindre beroende av sin ägare och riskjusteringen blir därmed lägre när denne säljer.

Hur ägaren tas in i värderingsprocessen skiljer sig åt, samtliga respondenter är överens om att det saknas metoder för hur ägaren kan vägas in, vilket gör att samtliga respondenter gör på olika sätt.

Respondent A förklarar att om det visar sig att ägaren är viktig för företaget dras värdet ner genom att de använder sig av en högre riskpremie. Riskpremien fungerar som en typ av rabatt som dras av på det värde som värderaren kommit fram till.

Respondent D använder sig av reglering av kalkylräntan. Ju större risk desto högre riskpåslag och därmed högre kalkylränta. Då det inte finns något index för vad kalkylräntan bör uppgå till jämför respondent D ägarrisken i det aktuella företaget med det som är vanligt för liknande företag och bedömer således om den är högre eller lägre. För att göra en sådan bedömning krävs erfarenhet. Respondent E justerar värderingen genom att utifrån en bedömning av företaget höja avkastningskravet eller gör en justering av multiplar om de anser att ägaren har en betydande påverkan.

Respondent C i sin tur ser ägarens betydelse och hur den påverkar värderingen annorlunda trots att ägaren kan anses betydelsefull. Respondent C menar att de måste ha ett rent objektiva värde på företaget, ett marknadsvärde. Sedan är det upp till köparen att avgöra om denne har kapacitet att gå in i företaget. Respondenten ser det som en köparspecifik frågeställning, personen i fråga måste ställa sig själv frågan om denne kan gå in och ersätta ägaren. Respondenten påpekar att vissa kan ersätta ägaren om de verkar inom samma bransch och vet hur det är att leda sådana typer av företag, medan andra inte har samma möjligheter att ersätta ägaren. Anser köparen att det är för stor risk får denne lägga ett lägre bud helt enkelt. Respondenten berättar dessutom att det skulle vara väldigt svårt att ta hänsyn till ägarens påverkan.

*“Likväl så är det svårt att ta hänsyn till det i en värderingsmodell för att skönheten ligger i betraktarens öga va. För vissa är det värt mer och för vissa är det värt mindre”.*

Värdet som tas fram måste vara objektiva. Respondent C säger dock att de kan belysa vilka risker de anser finns och att det sedan är köparens som får bedöma om denne anser det vara värt det.

### **4.3.2 Reducering av ägarrisken**

Det finns ett antal olika sätt att reducera eller påverka ägarrisken i företag. Respondent A och B säger att om det finns avtal att ägaren ska vara kvar under en viss tidsperiod efter försäljningen kan detta reducera risken som ägaren orsakar när denne slutar. Respondent A berättar att det är ganska vanligt att den tidigare ägaren är kvar mellan 1-3 år efter försäljningen. Detta minskar köparens risk då det säkerställer trygghet och fortsatt drift, både för att övriga anställda inte ska sluta och för leverantörerna är vana vid den tidigare ägaren. Finns sådana här avtal minskar risken och värdet på företaget blir således högre.

Respondent D uttrycker att det går att justera risken genom att göra företaget mindre beroende av sin ägare. Detta kan ske genom att en tilltänkt andra person skuggar ägaren för att lära sig. När ägaren sedan inte kan gå på exempelvis ett möte tar denna person mötet istället. Ytterligare ett sätt är att dokumentera alla rutiner och arbets sätt och på så sätt skapa en manual för hur allt ska skötas. Detta innebär att andra personer växer in i bolaget och de blir mer oberoende av ägaren. Genom att göra ägaren mer oberoende minskas ägarrisken, och företaget kan således värderas högre.

Tilläggsköpeskillingar är ytterligare ett sätt att reducera risken på och används av respondent E. Detta innebär att de inte låser fast den gamla ägaren kontraktsmässigt. Istället kommer de överens att säljaren får extra betalt om bolaget uppnår en viss omsättning och intjäning om ett visst antal år. Respondenten menar att detta kan fungera som en morot för säljaren och gör så att denne vill stanna kvar i bolaget.

Angående risken uppger respondent C att det är vanligt att den gamla ägaren är kvar under ca 2 år. Vad gäller ägarledda företag används ofta något som kallas earn out, vilket förklaras som att stora delar av köpeskillingen är baserad på vilket resultat som de kan åstadkomma tillsammans. Detta minskar risken då det kräver att överlämningen till den nya ägaren sker på ett bra sätt. Respondenten poängterar dock att detta inte påverkar värderingen av företaget då detta är något som sker efter värderingen. Det är köparens ansvar att kunna realisera det värde som de anser finns.

## **4.4 Problem och risker vid bedömning av ägaren**

Respondent E berättar att det finns risker att det blir felbedömningar när man ska värdera eller ta hänsyn till en ägare. Enligt respondenten brukar de inte ha något djuplodande samtal utan

brukar gå på det som beställaren säger, vilket oftast brukar vara ägaren. Respondent E säger att det är svårt för dem att göra en bedömning, utan att de istället får lyssna på vad personen säger och utifrån det försöka göra en hyfsad bedömning om hur det låter och om personen kan anses vara en viktig del i företaget.

*“...klart det finns en bedömning i hur viktig en ägare är för ett bolag och att vi kan göra felbedömningar i det, vi får någonstans lita på det som den som beställt en värdering säger är sant. Vi kan ju inte gräva i det för mycket. Men sen kan man väl säga att hur stort är bolaget och hur beroende är man av ägaren, det är mest de vi tittar på när vi gör våra värderingar än just vem gör x, y och z i det här företaget. Vi tittar mer på size, omsättning, hur många anställda är det och så vidare.”- Respondent E*

I de fallen respondent E ska hjälpa företaget att sälja brukar de träffas många gånger och då brukar de ofta märka om ägaren har en dold agenda eller har något den försöker dölja. Men det finns risker att det blir felbedömningar.

Av respondent A framgår att det krävs en mer djupgående analys än att bara titta på siffrorna från årsredovisningar och prognoser vid en värdering av ett företag. Det krävs en genomgång av hela bolaget, de tittar på vilka anställda som finns, hur kundlistan ser ut, patent men framförallt för att se vilka betydelsefulla nyckelpersoner det finns. Utifrån detta krävs det sedan att det görs en bedömning, vilken grundas mycket på erfarenhet. Respondent A berättar att det inte finns några standarder om hur man ska gå tillväga, vilket ses som en stor risk. Respondenten menar således att det handlar om att bilda sig en så bra uppfattning som möjligt av företaget och ägaren för att kunna genomföra en bedömning.

*“Man ska lära känna bolaget och branschen ordentligt” - Respondent A*

Ytterligare en risk, enligt respondent B, är att det alltid finns informationsbrist eller åtminstone att den som genomför värderingen vill ha mer information än vad som erhållits. Ibland får de dock inte tag i mer information men måste fortfarande göra sitt arbete och komma fram till ett värde. Det går inte bara att gå runt problemet utan ett resultat måste presenteras. Hur värdefull en ägare är skiljer sig mellan olika företag och branscher. Detta gör varje företag unikt och hänsyn måste därför tas utifrån det specifika företaget för att kunna fastställa vad nyckelpersonsrabatten ska bli i det enskilda fallet. I vissa fall förekommer det att personer är

motvilliga mot att företaget värderas, exempelvis vid bodelning eller dödsfall. I dessa situationer är det viktigt att:

*“Ha skinn på näsan och använd sund förnuft” - Respondent B*

Med detta menar respondent B att oavsett om personen vill samarbeta eller inte måste arbetet slutföras även om det kan kräva att de säger emot antingen ägaren eller den som beställt en värdering. Respondenten säger att det är svårt att bedöma en ägares intresse och att det är en av de lättaste sakerna att göra felbedömningar kring.

*“Erfarenhet är en klassisk klyschig sak som alla pratar om, varenda rekryterare och person och det är sant. Men någonting annat är ju sund förnuft som enligt mig alltid, det finns nästan alltid för lite av detta i sådana situationer.” - Respondent B*

Respondent D ser att det finns en risk med att det läggs en för liten resursinsats i form av tid på det hela eller att det saknas kompetens inom just den branschen. Detta gör att bedömningen kan bli felaktig. Ju mer tid och jobb som läggs ner på att analysera företaget desto bättre blir slutprodukten.

*“Ju mer erfaren desto bättre slutprodukt får du, då kommer du få något som är väldigt nära det sanna värdet även om det inte finns någon sanning, men det som skulle kunna vara ett rimligt riktvärde, för det är ett riktvärde vi ser det som.” - Respondent D*

Ytterligare en risk respondent D tar upp är om beställaren inte öppnar upp sig och ger tillräckligt med information eller undanhåller information. Detta kan bli mycket missvisande och kan således påverka värderingens slutprodukt.

Som nämnts tidigare tar respondent C inte hänsyn till ägaren vid värdering utan uttrycker att det mer är en förhandlingsfråga mellan köpare och säljare. Respondenten nämner att en ägare kan ha en stor påverkan men att denna risk hamnar på köparen och om denne kan upprätthålla den standard som den tidigare ägaren hade.

## 4.5 Sammanfattning empiri

Samtliga respondenter är överens om att ägaren kan ha en stor betydelse för ett företag, betydelsen varierar dock från situation till situation. En faktor som nämns som viktig är bland annat vilken typ av företag det rör sig om. Tjänsteföretag tenderar att ha ett större beroende av sin ägare än andra typer av företag då kompetensen sitter hos personalen/ägaren. Även storleken på företaget och antalet anställda tas upp av flera respondenter som en viktig faktor. De menar att i mindre företag tenderar mer ansvar att ligga hos ägaren, i större företag finns det ofta flera nyckelpersoner och företaget står inte och faller med enbart en person. Vilken roll ägaren har i företaget gör också att ägarens betydelse varierar. Om en ägare ansvarar för flera sektorer i företaget ökar hans betydelse, är ägaren istället "bara" en ägare och inte inkluderad i den dagliga verksamheten blir betydelsen mindre.

Ägaren ses som betydelsefull då denne sitter på kundkontakter, nätverk, kundrelationer, känner sin personal väl, genererar trygghet till både personal och kunder samt vet vilka leverantörer de kan pressa. För att göra en bedömning över hur betydelsefull en ägare är gör samtliga respondenter en analys av företaget, exempelvis genom intervjuer. Om analysen visar att ägaren har stor betydelse använder respondenterna sig av olika metoder för att väga in ägarrisken i värdet. Dessa är riskpremie, nyckelpersonsrabatt, riskpåslag samt justering av multipeln. Respondent C är den enda som valt att inte ta någon hänsyn till ägaren vid värderingen och menar istället att risken bör ligga på köparen.

För att reducera den risk som uppkommer när ägaren slutar används olika tillvägagångssätt. Flera av respondenterna nämner att det går att avtala om att ägaren ska vara kvar under en viss tid efter försäljningen för att den nya ägaren ska kunna lära sig av den tidigare. På liknande sätt fungerar även tilläggsköpeskillingar och "earn out" men med den skillnaden att ägaren inte låses fast kontraktsmässigt, utan väljer att stanna frivilligt då köpeskillingen beror på framtida resultat. En av respondenterna menar att ägarrisken kan reduceras genom att dokumentera och skapa manualer för hur allt ska skötas.

Samtliga respondenter anser att det finns risker och problem vid bedömning av ägarens betydelse. De största riskerna är att de har för lite information om företaget, att det saknas kunskap om den specifika branschen, att värderingen bygger på antaganden och att det saknas standarder.

## 5.0 Analys och diskussion

---

*I detta kapitel analyseras och diskuteras ägarens betydelse, ägarens värdepåverkan samt problem och risker vid bedömning av ägaren utifrån det empiriska materialet och den teoretiska referensramen.*

---

### 5.1 Ägarens betydelse

Samtliga respondenter anser att ägaren har en betydelse i små företag, hur stor denna betydelse är varierar dock. Av studiens intervjuer framgår att det finns vissa faktorer som påverkar hur betydelsefull ägaren anses vara. Dessa faktorer är främst vilken typ av företag det rör sig om, hur stort företaget är och vad ägaren har för roll och arbetsuppgifter.

Ägarens betydelse varierar beroende på vilken typ av företag det gäller och i vilken bransch de verkar i. Tjänsteföretag och kunskapsföretag tenderar att vara mer beroende av sin personal, därav ses ägaren ofta som mer betydelsefull. Detta beror på att ägaren ofta besitter viktig kunskap eller kompetens som är av stor relevans för att kunna leverera tjänsten. Det kan dessutom röra sig om förmågor såsom ledarskap och trygghet till både kunder och leverantörer. Detta innebär att ägaren ses som en värdefull resurs utifrån Barney & Hesterley (2006) VRIO-ramverk. Enligt Biong & Ulvnes (2011) finns det situationer där förtroendet från en kund är direkt riktat till en specifik person och inte till själva företaget. Detta kan tänkas vara applicerbart på sådana här typer av företag. Kunderna köper kanske endast tjänsten för att ägaren är den de är och för att de har byggt upp en relation mellan sig. Om ägaren säljer och lämnar skulle även många kunder göra detsamma. I ett sådant fall skulle ägaren ses som värdefull, sällsynt och icke-imiterbar.

I produktionsföretag eller andra företag där den personliga kontakten med kunder och andra intressenter är mindre kan ägarens betydelse istället ses som betydligt mindre. Anledningen till detta är att kunden troligen inte ens vet vem ägaren är då de inte kommer i kontakt med varandra på samma sätt som i tjänsteföretag. I dessa fall kan det vara betydligt enklare att byta ut ägaren. Problemet som Biong & Ulvnes (2011) tar upp om att kunder riskerar att försvinna när ägaren slutar är således inte ett troligt scenario i produktionsföretag. Utåt sett mot kunderna ses ägaren därför inte som lika värdefull, icke-imiterbar eller sällsynt. Kunderna skulle



förmodligen inte bry sig om eller lägga märke till om det kom in en ny ägare så länge produkterna är detsamma. Internt inom organisationen kan däremot ägaren ha en betydligt större påverkan. Ägaren kan vara av stor relevans för både styrning och ledning av företaget.

En annan viktig aspekt att väga in är företagets storlek, även om det pratas om små företag kan antalet anställda och omsättning skilja sig mycket åt. Flera respondenter nämner att företag med ett lägre antal anställda tenderar att vara mer beroende av sin ägare, jämfört med företag med fler anställda. Ju fler anställda ett företag har desto fler nyckelpersoner brukar det finnas. Generellt sett menar respondenterna att fler nyckelpersoner resulterar i att ägarens betydelse minskar. Detta beror på att ansvaret fördelas mellan fler personer. Eftersom ägaren inte bär hela företaget själv blir denne mindre värdefull, sällsynt och lättare att imitera utifrån Barney & Hesterly, (2006) VRIO-ramverk. Det blir således lättare för en ny ägare att komma in då flera nyckelpersoner fortfarande finns kvar när ägaren slutat.

Respondent C uttrycker att *“i stora företag sitter ofta företagskulturen i väggarna och det finns tjänstemän som bär upp kulturen. I mindre företag sitter allt hos ägaren istället”*. Detta kan förklaras av Mahoney & Kor (2015) företagsspecifika kunskap. Ägaren besitter en särskild kunskap både om sina anställda och dess förmågor, samt om företaget och dess syfte. Sådan kunskap är mycket viktig för företagets lönsamhet. Den företagsspecifika kunskapen bygger på att personen i fråga spenderat mycket tid i företaget. Kopplat till Barney & Hesterly (2006) VRIO-ramverk innebär detta att ägaren är värdefull, icke-imiterbar och sällsynt. Kunskapen grundar sig på erfarenheter från det specifika företaget och är således svår att föra över till en ny ägare. När en ny ägare kommer in i ett företag kan den således stöta på problem då denne saknar den företagsspecifika kunskapen. Ägaren besitter således kunskap och erfarenheter som är svår att ersätta.

Den faktor som respondenterna anser har störst påverkan på hur betydelsefull en ägare anses vara är dennes roll och arbetsuppgifter i företaget. En ägares arbetsuppgifter kan variera från företag till företag. En ägare är i vissa fall “bara” en ägare och inte engagerad i den dagliga verksamheten, medan den i andra företag är involverad i de allra flesta uppgifterna i företaget. Detta påverkar naturligtvis hur betydelsefull ägaren är. Respondent E uttryckte det som att *“är ägaren, VD, ekonomichef, försäljningschef och typ fyra andra positioner samtidigt i bolaget så är ju det en jättestor betydelse för lönsamheten och driften, och liksom egentligen fundamental för bolaget”*. Detta kan kopplas ihop med det som nämndes i stycket ovan, en ägare som bär upp hela företaget på sina egna axlar får en större betydelse. En sådan ägare skulle troligtvis

uppfylla samtliga krav i Barney & Hesterly (2006) VRIO - ramverk. Det blir svårt för en ny ägare att komma in och upprätthålla samma nivå som föregående ägare. Respondent D tar upp ett annat exempel där ägarens arbetsuppgift gör att denne blir mycket betydelsefull. Om ägaren är auktoriserad och således den enda som kan utföra en viss uppgift är denne av stor betydelse för hela verksamheten. Detta gör att ägaren kan ses som sällsynt utifrån VRIO - ramverket. Det är visserligen inte helt omöjligt att få tag på en annan person som är auktoriserad men det kan vara svårt. I de fall där ägaren inte är inblandad i den dagliga verksamheten och inte sitter på några viktiga kundkontakter eller liknande ses denne inte som lika betydelsefull. Detta innebär att det inte finns något som är viktigt att kunna imitera, det kan därmed tolkas som om ägaren varken är icke-imiterbar eller sällsynt.

## **5.2 Ägarens värdepåverkan**

### **5.2.1 Hur tar man hänsyn till ägaren**

Som framgår ovan är samtliga respondenter eniga om att ägaren har betydelse för företagets värde. Av Özer & Çam (2016), Fulmer & Ployhart (2013) framgår att de nuvarande modellerna för företagsvärdering endast tar hänsyn till de finansiella faktorerna. Trots att ägaren har betydelse för värdet finns det egentligen inga modeller för att fastställa värdet på humankapitalet i ekonomiska termer. I avsaknad av användbara modeller visar studien att respondenterna använder sig av olika tillvägagångssätt. Respondenterna använder sig av riskpremie, nyckelpersonsrabatt, riskpåslag, justeringar av kalkylräntan, justering av avkastningskravet och justering av multiplar.

För att väga in ägarens påverkan handlar det om att göra en bedömning på hur betydelsefull denne är för företaget. Som nämnts tidigare är småföretag ofta mycket beroende av sin ägare på grund av att denne sitter på exempelvis viktiga kundkontakter, kunskaper och relationer med såväl anställda som kunder. Denna typ av kunskap kan liknas vid Mahoney & Kor (2015) företagsspecifika kunskap. Detta gör att ägaren blir svår att ersätta. När ägaren bedöms ha en stor betydelse menar samtliga respondenter att risken ökar för den nya ägaren. Med risk syftar de på att den nya ägaren saknar den typen av kunskap som den tidigare ägaren hade, vilket kan göra det svårt att ta över och driva vidare företaget. En respondent nämner exempelvis att det ofta blir ett "hack i kurvan" vid ett ägarbyte. Detta beror på att företagsspecifik kunskap inte går att överföras snabbt utan kräver att personen vistas i företaget under en längre tid. Avsaknaden

av företagsspecifik kunskap försvårar styrandet av företaget och kan därmed påverka resultatet negativt. I en sådan situation kan den tidigare ägaren ses som en värdefull resurs.

När en riskbedömning görs säger samtliga respondenter som tar hänsyn till ägaren vid värderingen och att det krävs att en enskild analys görs för varje företag. Det finns inga modeller, metoder eller riktlinjer att förhålla sig till utan de nämner istället att de får förlita sig på den information de samlat in och på sin erfarenhet. När respondent A gör sin analys och ska bedöma ägarens påverkan tittar de på huruvida ägaren byggt ett bra team runt om sig. Med ett bra team menas att ansvaret har fördelats ut till de anställda och att ägaren inte sitter på allt. Kopplat till Barney & Hesterly (2006) VRIO-ramverk innebär ett bra team och en fördelning av ansvaret att ägaren inte blir en lika viktig resurs. Om ansvaret fördelas ut står inte allt och hänger på ägaren, istället finns det flera personer som exempelvis ansvarar för olika områden. Ägaren blir således lättare att ersätta. Genom ansvarsfördelningen lär ägaren upp de andra, och på så sätt försvinner icke-imiterbarheten då ägaren i själva verket lär upp de andra att imitera sig själv. Om ägaren har byggt upp ett bra team minskar risken för den nya ägaren, vilket studien visat innebär att riskpåslaget/rabatten/räntan blir lägre eller försvinner.

Respondent A och D nämnde att ett företag i vissa fall kan gynnas av att byta ägare. Om ett företag gynnas av att byta ägare kan det enligt Barney & Hesterly (2006) VRIO - ramverk tolkas som om ägaren inte ens uppfyller det första kriteriet vilket är värdefull. I en sådan situation ses resursen som en konkurrensnackdel. När ägaren inte bedöms vara betydelsefull för ett företag visar studien att ingen eller mycket liten hänsyn tas till ägaren.

En av de tillfrågade respondenterna (C) tar dock, trots att hen såg ägaren som betydelsefull, inte någon hänsyn till detta vid värderingen. Skälet till detta är dels att det är upp till köparen att göra bedömningen om denne har kapacitet nog för att gå in och ta över företaget, och dels för att värdet är relativt.

Enligt respondenten besitter vissa personer egenskaper och erfarenheter som gör det lättare att ersätta den gamla ägaren medan andra inte gör det. Köparen är medveten om att en ägaren kan vara mycket betydelsefull för ett företag och att det finns en risk att resultaten påverkas när denne slutar. Det är således upp till köparen att avgöra om denne har kapacitet nog för att ta över företaget. För att en resurs ska ge varaktiga konkurrensfördelar krävs det enligt Barney & Hesterly (2006) att samtliga kriterier i VRIO-ramverket är uppfyllda. Att respondenten ser ägaren som utbytbar kan tolkas som att kriteriet för icke-imiterbar inte är uppfyllt. En person som

exempelvis verkat inom samma bransch ser respondenten som någon som lätt kan gå in och ersätta ägaren. Att resursen, dvs. ägaren, ses som utbytbar innebär att alla kriterier i VRIO-ramverket inte uppfylls.

Ytterligare en orsak till att respondent C inte tar hänsyn till ägaren vid företagsvärderingen är att hen anser att värdet beror på vem som tillfrågas. Hen menar således att det inte går att ta hänsyn till ägaren då värdet är beroende av vem som kommer komma in och ta över. Värdet är, precis som Hult (1998) påstår, relativt. Om den nya ägaren är en sådan person som respondenten anser har kapacitet att axla rollen som ägare blir risken vid ägarbytet liten. Rent teoretiskt skulle detta således innebära att det inte krävs något riskpåslag eller liknande och att värdet på företaget inte skulle påverkas. Om den nya ägaren istället skulle vara en person som respondenten inte anser har den kapacitet som krävs för att ta över företaget blir risken vid ägarbytet betydligt större. I en sådan situation skulle det därför krävas ett stort riskpåslag, och företagets värde skulle minska. Hur stor risken blir när ägaren säljer och lämnar beror således på vem den nya ägaren är. Respondenten menar därför att företaget skulle värderas till olika stora belopp beroende på vem som kommer och tar över. Att ta hänsyn till ägaren vid värderingen anses därför vara svårt och onödigt. Det kan därmed tolkas som att ägaren kan ha en stor betydelse men att det inte spelar någon roll när värderingen görs.

## **5.2.2 Reducering av ägarrisken**

Samtliga respondenter, även respondent C som inte tog hänsyn till ägaren, nämner att det finns sätt att reducera den risk som ägaren medför när denne säljer och slutar. Ett sätt att reducera risken är att upprätta ett avtal om att ägaren som säljer ska vara kvar i företaget under en viss angiven tidsperiod. Om en ägare som tidigare bedömts som mycket betydelsefull lämnar ett företag innebär detta en stor risk. Om ägaren istället är kvar under en period ger det den nya ägaren en chans att lära sig av den tidigare ägaren. Detta kan således innebära att flera av de tidigare uppfyllda VRIO-kriterierna hos den tidigare ägaren suddas ut. Den kunskap och eller erfarenhet som ägaren besitter och som bedömts som mycket betydelsefull för företagets drift kommer till slut att ha överförts till den nya ägaren. Detta innebär att den nya ägaren börjar bygga upp en företagsspecifik kunskap som, enligt Mahoney & Kor (2015), beskrivs som mycket viktig för ett företags verksamhet. Icke-imiterbarheten och sällsyntheten hos den tidigare ägaren suddas således ut och istället börjar den nya ägaren ses som värdefull. I de situationer ett sådant avtal har upprättats går det således att se att risken fångas in och värdet på företaget

påverkas därför inte lika mycket. Tilläggas kan att studien visar att desto längre tid ägaren är kvar desto mer kunskap hinner den nya ägaren ta till sig och desto lägre blir risken.

Istället för att låsa fast ägaren kontraktsmässigt menar respondent E och C att tilläggsköpeskillningar respektive "earn out" kan användas istället. Båda metoderna syftar till att få ägaren att själv vilja stanna kvar i företaget under en viss period. Då köpeskillningen baseras på vilka resultat de kan åstadkomma menar respondenterna att detta kan fungera som ett incitament till att vilja stanna kvar i företaget under en period. Precis på samma sätt som beskrivits ovan får således den nya ägaren en chans att lära sig av den gamla ägaren. Kopplat till Barney & Hesterly (2006) VRIO-ramverk försvinner således icke-imiterbarheten och sällsyntheten och den gamla ägaren blir därför inte lika betydelsefull. Risken blir således lägre.

Respondent D tar upp ytterligare ett sätt att reducera risken på. Risken kan reduceras genom att göra företaget mindre beroende av sin ägare. Det kan röra sig om aktiviteter såsom att någon eller några skuggar ägaren för att lära sig mer, dokumentera rutiner och arbetssätt samt skapa en manual för hur allt ska skötas. Att ta bort beroendet från ägaren leder till att ägaren inte ses som en lika viktig resurs som tidigare. Utifrån Barney & Hesterly (2006) VRIO - ramverk kan det således tolkas som om ägaren inte uppfyller alla kriterier. Ägaren är inte sällsynt då det finns andra som kan sköta dennes uppgifter, ägaren ses inte heller som icke-imiterbar då dessa aktiviteter syftar till att lära upp andra att imitera ägaren. Ägaren bär inte upp hela företaget själv och är därmed lättare att byta ut. Tilläggas kan att detta tar tid och inte är något som ett företag kan göra precis innan värderingen. Ett företag som vet att de kommer att säljas i framtiden och som är medvetna om att de har ett stort ägarberoende med anledningen till att ägaren exempelvis sköter de flesta uppgifterna, har en särskild kompetens eller annat som gör denne mycket viktig, kan således börja med sådana aktiviteter för att minska ägarrisken. Att delegera ut uppgifter och göra företaget mindre beroende av sin ägare kommer att påverka en framtida företagsvärdering positivt. Om vi antar att sådana aktiviteter har skett kommer företaget att värderas högre då den risk som uppkommer när ägaren lämnar minskar.

### **5.3 Problem och risker vid bedömning av ägaren**

När det gäller värdering av små företag är samtliga respondenter överens om att det är en mer osäker process än en värdering av andra typer av företag. Av studien framgår att det krävs ett omfattande arbete för att kunna sätta ett värde på ett företag. Det krävs mycket data,

information, resurser och tid. Av intervjuerna framgår dock att det kan råda informationsbrist. Detta stämmer överens med Caruso (2020) uttalande där han menar att många värderingsmetoder bygger på antaganden, vilka i sin tur bygger på den information som finns tillgänglig. Bristfällig information försvårar således värderingsprocessen. Respondenterna berättar om problematiken som kan uppstå då de inte får tillräckligt mycket med information från företagen. Vad gäller ägarens påverkan visar studien att desto större påverkan en ägare har, desto större riskpåslag görs, vilket i sin tur innebär att värdet blir lägre. Detta skulle kunna ses som ett motiv för att undgå att informera vilken betydelse ägaren faktiskt har i företaget. På så sätt kan riskpåslaget eller rabatten bli lägre, vilket innebär att företaget värderas högre. För lite information försvårar processen att få fram ett rättvisande värde.

Fulmer & Ployhart (2013) och Özer & Çam (2016) har båda gjort försök att värdera de mänskliga resurserna i ett företag. Tillvägagångssätten mellan de två studierna skiljer sig dock åt. Detta tyder på att det inte finns någon enhetlig standard för hur en sådan värdering bör göras. I båda studierna framgår att värdering är en svår och komplex process och saknaden av en gemensam praxis gör att skillnaden mellan olika värderares utfall kan bli stora. Att utfallen kan skilja sig åt syns tydligt bland respondenternas olika tillvägagångssätt. Samtliga respondenter använder sig av olika metoder, vilket i sin tur innebär att utfallen med största sannolikhet kommer att skilja sig åt. Det blir dessutom extra tydligt då en av respondenterna inte tar någon hänsyn alls till ägaren. Detta gör att skillnaden på ett företags värde skulle skilja sig åt beroende på vem som genomför värderingen, dvs. om det är en värderare som tar hänsyn till ägaren eller inte.

Huang et al. (2020) tog fram en egen modell för att ta hänsyn till mänskliga tillgångar. Han såg dock problem med överförbarheten till andra branscher. Detta kan liknas vid att det av studien framgår att varje företag är unikt och att en värdering därmed alltid måste anpassas till det aktuella företaget.

Bedömningen av ägarens betydelse är enligt samtliga respondenter en process vilken är beroende av erfarenheter. Som konstaterats av Caruso (2020) bygger företagsvärdering på antaganden. Dessa antaganden menar respondenterna i sin tur bygger på erfarenhet. Då en ägares betydelse varierar från företag till företag krävs det alltid att en enskild analys görs. Denna analys kommer därför att skilja sig åt beroende på vem som gör den då alla värderare har olika erfarenheter. Sett utifrån Barney & Hesterly (2006) VRIO - ramverk innebär detta att kriterierna kan anses vara uppfyllda i någons ögon medan de ur någon annans synvinkel inte är

uppfyllda. Hur betydelsefull en ägare anses vara påverkar hur stort ett eventuellt riskpåslag/ränta/rabatt/multipel blir, vilket i sin tur påverkar det totala värdet på företaget.

Enligt Matschke et al. (2020) är det inte möjligt att ta fram ett exakt värde på ett företag. Anledningen till detta är att värdering handlar om antaganden. Ett antagande är en spådom om framtiden, och vad gäller framtiden går det aldrig att säga exakt vad som kommer att hända. Caruso (2020) menar således på att det därför handlar om att ta fram ett värde som speglar verkligheten någorlunda rätt. Detta kan liknas vid respondents D uttalande om att företagsvärdering inte handlar om att ta fram det "sanna värdet" då det inte finns något sådant, istället menar respondenten att företagsvärderingen bör ses som ett riktvärde.

## 5.4 Sammanfattning av analys och diskussion

Det kan konstateras att hur betydelsefull en ägare anses vara beror på vilken typ av företag det är, företagets storlek och vilken roll och arbetsuppgift ägaren har. I tjänsteföretag tenderar ägaren att ses som mer betydelsefull, i jämförelse med i produktionsföretag där kontakten med kunderna är mer begränsad. Vad gäller företagets storlek har större företag oftast fler nyckelpersoner, detta innebär att ägaren inte blir lika värdefull och sällsynt och att denne blir lättare att imitera. I mindre företag sitter däremot allt hos ägaren, ägaren besitter företagsspecifik kunskap som tar lång tid att bygga upp och är svår att vidarebefordra. Detta gör ägaren sällsynt och mycket svår att imitera. Vilken roll och vilka arbetsuppgifter ägaren har i företaget har en stor betydelse. En ägare som "bara" är ägare och inte är involverad i den dagliga verksamheten anses inte ha någon större betydelse, är lätt att imitera och ersätta. En ägare som har flera roller och bär upp hela företaget ses som mycket värdefull, sällsynt och svår att imitera.

Respondenterna använder olika metoder för att ta hänsyn till ägaren vid sina värderingar. För att väga in ägarens betydelse i värderingen görs en riskbedömning, dvs. de tittar på vad risken blir när ägaren säljer och lämnar. Det görs alltid en unik analys för varje företag.

En av respondenterna tar inte någon hänsyn alls till ägaren vid värderingen, skälet till detta är dels att hen anser att risken bör ligga på köparen och dels att värdet är relativt. Respondenten anser att en ägare alltid kan ersättas, men att vissa är mer kapabla att ta över än andra. Att ägaren ses som utbytbar innebär att kriteriet för icke-imiterbarhet inte är uppfyllt.

Den risk som ägaren medför när denne säljer och slutar kan reduceras genom ett flertal olika

tillvägagångssätt. Att ägaren är kvar i företaget under en viss tidsperiod ger den nya ägaren en chans att lära sig av och imitera den tidigare ägaren. Detta medför att flera av de tidigare uppfyllda VRIO-kriterierna hos den föregående ägaren suddas ut. Reducering av risken kan också ske genom att göra företaget mindre beroende av sin ägare. Ägaren blir således mindre värdefull och därmed också lättare att ersätta. Det handlar således om att antingen imitera och försöka skapa sig samma betydelsefulla och företagsspecifika kunskap som den tidigare ägaren alternativt att göra ägaren mindre värdefull för att göra denne lättare att imitera och ersätta.

Det har framkommit att det finns flertalet problem och svårigheter med att värdera små företag och för att ta hänsyn till ägaren. Det råder ofta informationsbrist vilket gör processen mycket svårare. Då det inte finns någon enhetlig standard använder alla värderare olika tillvägagångssätt vilket resulterar i att utfallen skiljer sig åt beroende på vem som gör värderingen. Processen baseras dessutom på antaganden och egna erfarenheter vilket gör att bedömningen av ägarens påverkan kommer att variera från person till person. Det finns inte heller något värde på ett företag som är det sanna värdet, istället bör värderingen ses som ett riktmärke.



## 6.0 Slutsats

---

*I detta kapitel presenteras svar på våra två frågeställningar. Därefter diskuteras vad studien bidragit med inom forskningsområdet, kritik mot studien samt förslag till vidare forskning.*

---

### 6.1 Studiens slutsats

Syftet med studien är att undersöka vilken betydelse en ägare i små företag har på ett företags värde vid en försäljning.

***Hur tas ägaren i beaktning vid en företagsvärdering i en försäljningssituation?  
Vilka problem och svårigheter kan uppstå vid en sådan bedömning?***

Studien har visat att en ägare oftast ses som betydelsefull i småföretag. Hur betydelsefull ägaren är varierar däremot beroende på ett antal olika faktorer såsom vilken typ av företag det är, företagets storlek samt ägarens roll och arbetsuppgifter. En ägare kan besitta kunskap och förmågor som gör denne värdefull, sällsynt och icke-imiterbar i det specifika företaget. För att ta hänsyn till ägaren vid företagsvärderingen tittar värderarna på vilken risk denne medför när hen lämnar företaget. Risken är beroende av hur pass värdefull, sällsynt och icke-imiterbar ägaren anses vara. Ju mer betydelsefull desto större blir risken, och desto mer påverkas företagets värde. I situationer där ägaren anses vara betydelsefull bedöms risken vara stor då denne är svår att ersätta. I situationer där det finns flera nyckelpersoner, där ägaren inte är delaktig i den dagliga verksamheten eller där den personliga kontakten är mindre viktig är risken lägre då ägaren lättare kan ersättas. Av studien framgår att det är kriteriet icke-imiterbar som har allra störst påverkan på hurvida hänsyn ska tas till ägaren vid värderingen eller inte.

En ägare som är värdefull och sällsynt men lätt att imitera genererar en mindre risk. Att ägaren ses som utbytbar innebär att denne är lätt att imitera. Det blir dessutom tydligt när det talas om att reducera ägarrisken. För att minska risken handlar det om att antingen imitera ägaren, alternativt arbeta bort ägarens stora betydelse och således göra denne lättare att imitera och ersätta.

Av studien framgår vidare att det finns ett flertal problem och svårigheter när hänsyn ska tas till ägaren och vid värdering av små företag. Vid en företagsvärdering utgår värderaren från den information som finns tillgänglig för att skapa sig en uppfattning om företagets värde, detta kan

vara problematiskt då informationen ofta är bristfällig. För lite information försvårar värderingsprocessen, vilket i sin tur gör det svårare att ta fram ett rättvisande värde. Ytterligare ett problem som tas upp är att det inte finns någon enhetlig standard. Detta gör att ett företag kan värderas till olika värden beroende på vem som genomför värderingen, vilken metod och vilka antaganden denne gör. Att det saknas en enhetlig standard innebär också att värderingen alltid måste anpassas till det specifika företaget, då alla företag är unika. Studien visar dessutom att det inte går att ta fram ett exakt värde på ett företag, utan att värdering bör ses som ett riktmärke.

## **6.2 Studiens bidrag**

Den här studien har givit en ökad förståelse kring ägaren och dess betydelse på ett företags värde. Studien bidrar dessutom till att skapa en vetskap kring vilka faktorer som gör en ägare mer eller mindre betydelsefull. Då tidigare forskning belyst problematiken med att det inte finns några standardiserade metoder att tillgå vid värdering av humankapital visar denna studie hur ett urval av företagsvärderare resonerar och vilka tillvägagångssätt de använder sig av för att ta hänsyn till ägaren. Andra företagsvärderare kan av denna studie därför få inspiration till vilka metoder och tillvägagångssätt de skulle kunna använda sig av för att ta hänsyn till ägaren vid en företagsvärdering. Studien visar också att det går att påverka den ägarrisk som uppstår när en ägare säljer och lämnar.

## **6.3 Samhälleliga och etiska aspekter**

I studien har det framkommit att en ägare ofta ses som betydelsefull i små företag. Hur ägaren beaktas i värderingsprocessen skiljer sig dock åt, både vad gäller tillvägagångssätt och om och hur hänsyn tas till ägaren. Saknaden av en enhetlig standard kan därför få konsekvenser. Värdet som tas fram är i största grad beroende av vem som värderar företaget. Det kan därför ses som fel att värdet kan variera mycket. Vid försäljningssituationer ses företagsvärderingen visserligen oftast som ett riktmärke och det slutgiltiga priset blir istället det pris där köpare och säljaren kommer överens om. I andra situationer då värderingen används i andra syften än en försäljning, exempelvis när värderingen används som beslutsunderlag av banken, kan det få större konsekvenser och bli missvisande. Denna studie kan därför också bidra med insikten om att saknaden av en enhetlig standard är problematiskt i flera avseenden.

## 6.4 Kritik mot studien

I studien genomfördes fem intervjuer, empirin har därför blivit begränsad utifrån vad respondenterna uttryckte under intervjuerna. I och med att det inte genomfördes fler intervjuer finns risker att utfallet kunnat bli annorlunda om fler intervjuer skulle genomförts. Intervjuerna som genomfördes var semistrukturerade och ställde därför krav på att vi som genomförde intervjuerna ställde följdfrågor under intervjun. Beroende på hur lättpratad respondenten är och hur diskussionerna styrs blir eventuella följdfrågor lite olika. Detta leder till att vissa frågor ibland besvaras mer ingående av vissa respondenter. Om studien skulle genomföras igen med andra respondenter finns således en risk att svaren kommer att skilja sig åt då samtliga respondenter svarade ganska olika på vissa frågor. Ytterligare kritik som kan riktas mot studien är att den här undersökningen såg på problemet på ett någorlunda övergripande sätt vilket gör att det kan finnas mer ingående variabler i specifika branscher eller andra företag som skulle kunna göra utfallet annorlunda.

## 6.5 Förslag till vidare forskning

Då det saknas en enhetlig standard för hur en värderare bör gå tillväga i dessa situationer är ett förslag på vidare forskning att, om möjligt, ta fram en standard för hur stort ett riskavdrag kan tänkas vara med hänsyn till ägarens betydelse i företaget. Med detta menas att ta fram en viss standard som kan användas för att justera exempelvis kalkylräntan, avkastningskravet eller nyckelpersonrabatten. Ett annat förslag på vidare forskning inom detta ämne är att istället för oss som undersökte små företag rent generellt, istället fördjupa sig inom en viss specifik bransch och undersöka hur ägarens betydelse ser ut där.

## 7.0 Referenser

- Abduli, S. (2013). The Role of Human Resources in Performance Management of SMEs: The Case of Republic of Macedonia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*. 3 (4) 223 - 236
- Adams, M., Thornton, B. (2009). A comparison of alternative approaches to equity valuation of privately held entrepreneurial firms. *Journal of Finance and accountancy*,1, 5-16.
- Alvehus, J. (2013). *Skriva uppsats med kvalitativ metod: en handbok* (Första upplagan). Liber AB.
- Bancel, F., Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117. <https://doi.org/10.1111/jacf.12095>
- Barney, Jay. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17 (1) 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B., Hesterly, W. S. (2006). *Strategic Management and Competitive Advantage: concept and cases*. (upplaga 5). Pearson Education Limited.
- Bensch, T., Jáger, C., Jáger, T., & Holsiepe, H. (2013). Alternative Approaches of Corporate Valuation Methods for Small and Medium Sized Enterprises. *Gazdasag és Tarsadalom*, 2013(1), 3-26.
- Biong, H., Ulvnes, A. M. (2011). If the Supplier's Human Capital Walks Away, Where Would the Customer Go?. *Journal of Business-to-Business Marketing*. 18 (3) 223 - 252. <https://doi.org/10.1080/1051712X.2011.541375>
- Braun, V., Clarke, V. (2006). Using thematic analysis in psychology. *Qualitative research in psychology*. 3 (2), 77-101. [doi.org/10.1191/1478088706qp063oa](https://doi.org/10.1191/1478088706qp063oa)
- Bryman, A. Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2 uppl). Liber AB.
- Caruso, G. R. (2020). *The Art of Business Valuation: Accurately Valuing a Small Business*. Willey.
- Europeiska kommissionen. (2015). *Användarhandledning om definitionen av SMF-företag*. [Broschyr]. Europeiska unionens publikationsbyrå. [http://publications.europa.eu/resource/ellar/79c0ce87-f4dc-11e6-8a35-01aa75ed71a1.0018.03/DOC\\_1](http://publications.europa.eu/resource/ellar/79c0ce87-f4dc-11e6-8a35-01aa75ed71a1.0018.03/DOC_1)

Fédération des Experts Comptables Européens. (2001). *Business Valuation: a Guide for Small and Medium Sized Enterprises. Guide for Carrying Out Business Valuations*. [Broschyr].

Fédération des Experts Comptables Européens. [https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/Business\\_Valuation\\_-\\_a\\_guide\\_forSMEs1632005411115.pdf](https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/Business_Valuation_-_a_guide_forSMEs1632005411115.pdf)

Fulmer, I. S., Ployhart, R. E. (2013). "Our Most Important Asset": A Multidisciplinary/Multilevel Review of Human Capital Valuation for Research and Practice. *Journal of Management*. 40 (1) 161 - 192. <https://doi.org/10.1177/0149206313511271>

Huang, W. B., Liu, J., Bai, H., Zhang, P. (2020). Value assessment of companies by using an enterprise value assessment system based on their public transfer specification. *Information Processing & Management*, 57(5), 102254. <https://doi.org/10.1016/j.ipm.2020.102254>

Hult, M. (1998). *Värdering av företag*. (6 uppl). Liber ekonomi.

Kor, Y. Y., & Mahoney, J. T. (2004). Edith Penrose's (1959) contributions to the resource-based view of strategic management. *Journal of management studies*, 41(1), 183-191. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2004.00427.x>

Mahoney, J. T., & Kor, Y. Y. (2015). Advancing the human capital perspective on value creation by joining capabilities and governance approaches. *Academy of Management Perspectives*, 29(3), 296-308. <https://doi.org/10.5465/amp.2014.0151>

Maiti, M., Vuković, D. (2020). Role of human assets in measuring firm performance and its implication for firm valuation. *Journal of Economic Structures*, 9(1), 1-27. <https://doi.org/10.1186/s40008-020-00223-3>

Marcello, R., Pozzoli, M. (2019). Critical issues when valuing small businesses. *Business Valuation OIV Journal*, 1(1), 47-56

Matschke, M. J., Brösel, G., & Thielmann, P. (2020). Functional business valuation—The theoretical foundation of argumentation value and its underlying function. *Managerial Economics*, 21(2), 157-157.3

Nilsson, H., Isaksson, A., Martikainen, T., (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Upplaga 1:14. Studentlitteratur.

Osinki, M., Selig, P, M., Matos, F., Roman, D,J. (2017). Methods of evaluation of intangible assets and intellectual capital. *Journal of intellectual capital*. 18 (3) 470-485. 10.1108/JIC-12-2016-0138

Pasban, M., Nojedeh, S.H (2016). A Review of the Role of Human Capital in the Organization. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 230 249-253 <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.09.032>

Van Rijnsoever, F. J. (2017). (I Can't Get No) Saturation: A simulation and guidelines for sample sizes in qualitative research. *PLOS ONE*. 12 (7). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0181689>

Svenskt näringsliv. (u.å). *SME-fakta och definitioner*.

[https://www.svensktnaringsliv.se/om\\_oss/sme-kommitten/sme-fakta-och-definitioner\\_1171146.html](https://www.svensktnaringsliv.se/om_oss/sme-kommitten/sme-fakta-och-definitioner_1171146.html)

Spender, J.C. (1994). Organizational knowledge, collective practice and Penrose rents.

*International Business Review*. 3 (4) 353-367. [https://doi.org/10.1016/0969-5931\(94\)90028-0](https://doi.org/10.1016/0969-5931(94)90028-0)

Wernerfelt, B. (1984) A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*. 5 (2) 171-180. <https://doi.org/10.1002/smj.4250050207>

Özer, G., Çam, I. ( 2016). The Role of Human Capital in Firm Valuation: An Application on BIST. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 235 168-177.

<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.11.012>

# Bilaga 1- Intervjuguide

## Allmänna frågor:

- Vad har du för yrkestitel och vad är dina huvudsakliga arbetsuppgifter?
- Hur länge har du arbetat med företagsvärdering?

## Allmänt om värdering:

- Vad använder ni för värderingsmetoder när ni värderar små företag?
- Är det någon skillnad vid värdering av små, medelstora och stora företag?
- Vad finns det för risker som är svåra att förutse vid värdering?
- Tar ni hänsyn till ICKE finansiella faktorer vid värdering?

## Ägarens påverkan:

- Ser ni att ägaren i små företag har en stor betydelse för lönsamheten/ driften?
- Hur stor betydelse anser du ägaren har i små företag? och på vilket sätt?
- Tar ni hänsyn till ägaren vid värdering? **Ja/ Nej**

## **Om ja:**

- Varför anser du att det är viktigt att ta hänsyn till ägaren?
- Använder ni några metoder för att bedöma ägarens värde, eller hur går ni tillväga?
- I vilka situationer anser du att ägaren har en betydelse?
- Hur påverkas företaget av ett ägarbyte?
- Finns det någon risk att man gör felbedömningar om ägaren?
- Vad finns det för problem och svårigheter?
- Hur tar man hänsyn till eventuella förändringar på framtidsutsikten när en ägare säljer?
- Vad ser man på för att ta hänsyn till ägaren?

## **Om nej:**

- Anser du att ägaren inte har någon speciellt stor betydelse för företaget och är enkel att ersätta och därmed inte behövs ta i beaktning vid en värdering?
- Om en ägare säljer tar inte ni hänsyn till framtidsutsikten och gör en prognos för framtida kassaflöden?
- Hur påverkas företaget av ett ägarbyte?
- Ser ni några risker med att inte ta hänsyn till ägaren?