



**GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN**

Fyra sätt att äga ett handelshus

Ägarstrukturens effekter med avseende på risk och utdelning

Kandidatuppsats i Industrial and Financial Management

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
vårterminen 2016

Handledare: Conny Overland

Författare:	Födelseår:
Johannes Brunegård	930722
Carl Lindberg	920612

Abstract

Even though companies can work with similar activities within the same industry, their ownership structures can vary widely. The owners can be independent individuals, employees, investment companies, families who have been in control through several generations and even nonprofit foundations. If and how each ownership structure has an effect on the company is something that has been covered in many publications throughout history. Especially with regards to the different agency problems that might arise with each ownership structure. However, something that is not widely covered in past research is Swedish trading houses and their specific activities. It is a group of companies that has been very present throughout the history of Swedish international trade as well as important players in the harbor city of Gothenburg.

The purpose of this study is therefore to examine the impact of different ownership structures in four Swedish trading houses, especially with regard to their operational and strategic risk management as well as their dividend policy. This is because of the foundation of the study is based on agency theory and its relationship to ownership structure, where operational and strategic risk management and dividend policy can be seen as indicators of ownership preferences.

Based on the research questions, an empirical survey is done through qualitative interviews with four management representatives from four different trading houses. One company is owned by its employees, one is family owned, one is owned by a foundation and the final one is partially owned by a family and partially by its employees. The survey will show that the operational risk management only differs marginally between the surveyed actors. This is because of the challenges they all meet in their business activities, which is something they all have to handle in similar ways. However, strategic risk is managed differently between the companies, where the employee owned actors to a larger extent have diversified their risks within the trading business. This can be explained by their concentration of wealth to the company as well as that the owners are more naturally active in day to day business and therefore, more easily can identify new business opportunities and possible risks. The study also finds that requirements on equity ratio from banks to a large extent prevents these companies to purse dividends. However, dividend is often practiced by the partially family owned company as well as the foundation owned company due to the foundation requirements.

Förord

Vi vill härmed rikta ett stort tack till alla de personer som på något sätt varit inblandade och gjort det möjligt för oss att genomföra denna uppsats. Ett första tack vill vi rikta till Conny Overland som handlett oss genom uppsatsskrivandet och kommit med hjälpsamma åsikter och tips genom hela arbetet. Nästa tack vill vi rikta till alla de personer vi fått intervjua. Utan deras vilja att släppa in oss hade denna uppsats ej varit möjlig att genomföra. Slutligen vill vi även tacka alla vänner och familjemedlemmar som på andra sätt stöttat oss under resans gång.

Göteborg, 26/5 2016

Johannes Brunegård

Carl Lindberg

Definitioner

Nedan följer ett antal definitioner som återkommande används i studien.

Handelshus

Kuuse (1999) väljer att definiera ett handelshus som ett företag som bedriver:

1. a) utrikeshandel, dvs. export och/ eller import med utgångspunkt från ett geografiskt land inklusive bytes- och mothandel och/ eller
b) internationell handel av typen tredjelandsaffärer
2. självständig handelsverksamhet i eget namn.
3. handelsverksamhet på viss nivå mätt i form av omsättning och antal anställda.
4. sin affärsverksamhet huvudsakligen i fast räkning även om affärer på även kommissionsbasis också kan förekomma

Operationell risk

Syftar till risken att någonting i den operativa, dagliga verksamheten går fel. Den operativa verksamheten innebär de aktiviteter som utgör en organisations affärsverksamhet. Skulle någon utav de operativa riskerna införlivas innebär det därmed att man går miste om intäkter och/eller drabbas av kostnader (Panjer, 2006).

Strategisk risk

Den strategiska risken är den osäkerhet som finns gällande en organisations långsiktiga strategi och de beslut som tas i syfte att påverka denna. En organisations strategi syftar till hur man ska uppnå de långsiktiga målen och även på lång sikt skapa avkastning (Emblemsvåg & Kjølstad, 2002).

Innehåll

1	Inledning.....	6
1.1	Bakgrund.....	6
1.2	Problemdiskussion.....	7
1.3	Syfte.....	11
1.4	Frågeställning.....	11
1.5	Avgränsning.....	11
1.6	Studiens bidrag och sammanfattning av resultat.....	11
2	Metod.....	13
2.1	Introduktion.....	13
2.2	Empirisk datainsamling.....	14
2.2.1	Val av intervjurespondenter.....	14
2.2.2	Utformning och genomförande.....	15
2.2.3	Behandling av insamlad data.....	16
2.3	Analys av data.....	16
2.4	Metoddiskussion och resultatets trovärdighet.....	16
2.4.1	Intern giltighet.....	16
2.4.2	Extern giltighet.....	17
2.4.3	Studiens tillförlitlighet.....	17
3	Teoretisk referensram.....	18
3.1	Principal-agent teori.....	18
3.2	Ägarstruktur.....	19
3.2.1	Personalägande.....	19
3.2.2	Stiftelseägande.....	20
3.2.3	Familjeägande.....	21
3.3	Utdelning.....	21
3.4	Sammanfattning av ägarstrukturer, risk och utdelning.....	22

4	Empiri.....	23
4.1	CellMark.....	23
4.1.1	Risk och riskhantering.....	23
4.1.2	Utdelning.....	24
4.1.3	Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar.....	24
4.2	Ekman & Co.....	27
4.2.1	Risk och riskhantering.....	27
4.2.2	Utdelning.....	28
4.2.3	Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar.....	28
4.3	Elof Hansson.....	30
4.3.1	Risk och riskhantering.....	31
4.3.2	Utdelning.....	32
4.3.3	Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar.....	32
4.4	Hans Andersson.....	34
4.4.1	Risk och riskhantering.....	34
4.4.2	Utdelning.....	35
4.4.3	Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar.....	35
5	Analys.....	37
5.1	Risk och riskhantering.....	37
5.2	Utdelning.....	38
5.3	Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar.....	40
6	Slutsats.....	42
6.1	Förslag till fortsatt forskning.....	43
7	Referenslista.....	44

1 Inledning

Detta kapitel inleds med en redogörelse av bakgrunden till ämnet följt av en problemdiskussion. Detta leder till det syfte och de frågeställningar som studien ämnar behandla följt av studiens avgränsningar och en kort redogörelse av resultatet och dess bidrag.

1.1 Bakgrund

Denna studie syftar till att undersöka ägarstrukturen i fyra av de största svenska handelshusen och huruvida denna ägarstruktur får några praktiska konsekvenser för bolagets verksamhet, där undersökningen specifikt ämnar undersöka utdelningspolicy samt hanteringen av operationell och strategisk risk i bolaget.

Ett företags allra mest grundläggande syfte är att skapa så stort värde som möjligt för dess ägare. Att göra detta är dock inte alltid helt enkelt och problem som kan uppstå är så kallade agentproblem, vilket är något som bland annat beskrivs av principal-agent teorin av Jensen och Meckling (1976). Det problem som principal-agent teorin belyser då det kommer till bolagsstyrning är att ett bolags ägares mål inte är riktade åt samma håll som riktningen för ledningen i företaget, vilket är något som kan skapa intressekonflikter. Grunden till detta är den opportunist som människor antas besitta, ständigt sökande efter tillvägagångssätt att på bästa sätt maximera sin egennytt. Vad som upplevs som egennytt är dock inte alltid samma sak för ägare och ledning, något som resulterar i övervakningskostnader då ägare ska övervaka att deras intressen är de som tillfredsställs.

Att överkomma de problem och kostnader som enligt agentteorin uppstår är därför något som under årens lopp gett upphov till en mängd olika studier på en rad olika områden (Eisenhardt, 1989). Ett utav dessa områden är ägarstrukturen, något som kan komma i flera olika former och vars påverkan är något som diskuterats och undersökts i flertalet studier. Att koppla risk till ägarstrukturen är ett område som både gett upphov till flera studier samt en debatt angående vilken effekt ägandet får på bolagets risktagande (Ang, Cole & Lin, 2000) och där Chen & Steiner (1999) menar att även om det råder oklarhet kring vilken faktor som påverkar vilken, så finns det en tydlig koppling mellan dem. Vidare menar de även att ett bolags utdelningar är något som samverkar med de andra två faktorerna och att kopplingen mellan dem kan förklaras ur ett agentteoretiskt perspektiv.

Ett sätt att kringgå de problem som uppstår då målen för ägarna och ledningen pekar åt olika håll är att göra personalen i företaget till ägare själva och anta en ägastruktur i form av personalägande, något som vuxit kraftigt med tiden och blivit allt vanligare runt om i världen (Schwartz, 1989). Tanken är oftast att ägarskap bidrar med ytterligare engagemang och incitament utöver de som uppstår vid mer traditionella ägarstrukturer. En annan ägandeform som framförallt finns i norra Europa och Skandinavien är ägande av stiftelser. Denna ägandeform är speciell då det innebär att det inte finns en fysisk ägare med ett vinstintresse utan istället är stiftelsens syfte att ägna sig åt välgörande ändamål, vilket enligt litteraturen även får implikationer på företaget de äger (Hansmann, 1980). Ytterligare en form av ägande är av den grundande familjen, vars ägarhorisont ofta är mycket längre än andra investerares (Stein, 1988) vilket påverkar preferenser.

1.2 Problemdiskussion

Denna studie fokuserar på fyra av Göteborgs handelshus, en speciell typ av företag som under mycket lång tid varit en viktig del av stadens näringsliv. Göteborg har en lång historia av handel i olika former och ända sedan senare delen av 1700-talet har handelsverksamhet bedrivits, där handelshusen varit en viktig pusselbit (Kuuse, 1999). Under åren har handel bedrivits med ett brett spektrum av produkter, så som livsmedel, timmer och elektronik (Kuuse, 1999). Men tiden, teknologisk utveckling och en allt friare världshandel har inneburit att handelshusens roll har förändrats då de tvingas till en konstant förändring.

Pappersprodukter och pappersmassa utgör idag de huvudsakligt handlade produkterna även om det fortfarande ryms en del andra produkt- och tjänsteområden inom värdeerbjudandet, så som kemikalier, avfall och finansiell investeringsverksamhet. Flera gånger har handelshusens existens ifrågasatts men trots detta har de genom förändring och anpassning lyckats överleva och till och med växa, där både CellMark och Ekman & Co finns med bland de svenska företag med högst omsättning (Veckans Affärer, 2015). Trots detta är de för många okända och deras namn betydligt större och mer välkända i städer som Singapore, Shanghai och Johannesburg än vad de är i hemstaden Göteborg.

Elof Hansson Group, vars rötter sträcker sig tillbaka till 1800-talets slut, är ett av Göteborgs större handelshus. Inom koncernen bedrivs handel inom flera olika områden exempelvis papper, pappersmassa, timmer och maskiner. Bolaget grundades av dess namne, Elof Hansson, och ägs sedan 1985 till fullo av Elof Hanssons Stiftelse.

Även Ekman & Co har en historia som går långt tillbaka i tiden och har under flera hundra år bedrivit handel runtom i världen. De tidigaste rötterna sträcker sig så långt tillbaka som till 1600-talet, men det Ekman & Co som lever kvar än idag grundades år 1802. Sedan dess har handel bedrivits, om än med olika typer av produkter. Ägandet i bolaget har dock förändrats flera gånger och sedan 2006 ägs bolaget både av anställda och familjen Ekman.

Störst utav dagens handelshus belägna i Göteborg är CellMark, som från början grundades av en grupp avhoppare från Ekman & Co. Idag har de vuxit till att vara störst sett till antalet anställda och omsättning och ägs till fullo av personer verksamma inom bolaget.

Hans Andersson Paper är namnet på ett något mindre handelshus inom samma bransch. Bolaget fokuserar sin handel till pappersprodukter på ett antal olika marknader runt om i världen. Bolaget ingår i koncernen Hans Andersson som ägs av familjen Andersson.

Endast genom en snabb överblick över de ovan nämnda handelshusen kan det konstateras att alla applicerar olika typer av ägarstrukturer för sina verksamheter, trots att de verkar inom samma bransch. Detta leder till frågor om ägarstrukturen har någon påverkan på själva verksamheten.

Inom ramen för handelshus med grund i skog- och pappersbranschen har olika ägarstrukturer identifierats hos fyra av de största aktörerna. Ett utav företagen ägs av en allmännyttig stiftelse, det andra ägs till hälften av personalen och till hälften av en familj, det tredje ägs helt av personalen i bolaget och det fjärde ägs av en familj genom ett större holdingbolag. Företagen verkar inom samma bransch på samma världsmarknad, samtidigt som respektive företag utvecklats någorlunda åt olika håll de senaste åren.

Företagen verkar i en riskintensiv bransch, där en stor del av verksamheten innebär att ta operationella risker (Kuuse, 1999). I personalägda bolag där ledningen också är ägare, har ägarna ofta en stor del av sina privata ekonomiska resurser kopplad till bolaget i form av lön och kapital. Detta får enligt Treynor & Black (1976) konsekvenser för riskpreferensen hos dessa individer då bristen på diversifiering bidrar till riskaversion. Vad gäller både de strategiska och operationella riskerna blir därför kontrasten mot stiftelseägda bolag, som inte har någon fysisk ägare med ett uttalat vinstintresse eller personlig riskpreferens samt familjeägda bolag som har en mycket lång investeringshorisont (Stein, 1988) ur det hänseendet intressant. I personalägda bolag är ägarna även naturligt involverade i den dagliga verksamheten, varför de också är intressant att studera huruvida dessa ägare värderar

strategiska och operationella risker annorlunda än ägare som inte är lika naturligt delaktiga i den dagliga verksamheten.

Vidare utgör företagets avkastning ett grundläggande syfte med ägarskapet, där utdelning är ett sätt för ägarna att flytta kapital från företaget och ur ledningens händer, vilket i längden får en direkt inverkan på företaget (Jensen, 1986). Utdelningspolitiken är därför även den en indikator på ägarnas riskvilja, där exempelvis Kale & Noe (1990) argumenterar för att högre risktagande inom bolaget leder till lägre utdelningar. Vad som dock är oklart är om utomstående ägare, så som familjer utan en operativ roll och med en mycket lång investeringshorisont i större grad föredrar utdelningar. Kontrasten mot personalägare som har en majoritet av sina ekonomiska resurser knutna till företaget blir därför intressant att undersöka, där utdelning kan ses som en möjlighet till personlig diversifiering (Jensen, 1986).

Kan det då vara så att synen på operationell och strategisk risk samt utdelning skiljer sig åt mellan bolagen, och är det då en effekt av de olika ägarstrukturerna och i längden ägarnas och ledningens egna intressen?

En del forskning kring olika ägarstrukturer och agentkostnader har identifierats där bland annat Ang et al. (2000) kom fram till att agentkostnaderna var betydligt högre för bolag där de som ledde bolaget inte var ägare. Detta fann de när tittade på mindre onoterade bolag där ledningens ägande kunde variera från inget ägande alls till att ledningen äger hela bolaget. Annan forskning kring bolag som ägs till fullo av personalen pekar i många fall åt olika håll. De studier som gjorts pekar på antingen inga signifikanta effekter alls (Tannenbaum, Cook & Lohmann, 1984), eller att det för med sig positiva effekter så som ökad lojalitet och engagemang hos anställda samt ökad tillväxt (Frohlich, Godard, Oppenheimer & Starker, 1998). Dock är dessa studier inte gjorda på vare sig svenska företag eller i den kontext som handelshus verkar. De kan därför inte anses vara helt applicerbara på tjänstemannastyrda bolag i Sverige likt nämnda handelshus.

Bolag ägda av stiftelser utgör en speciell grupp av företag som är relativt specifik till norra Europa och som enligt Hansmann (1980) kan kategoriseras som ett företag med icke-vinstdrivande ändamål. Enligt Fama & Jensen (1983) bör avsaknaden av ekonomiska incitament innebära att denna typ av företag drabbas av högre agentkostnader. Detta innebär därmed stora kontraster gentemot övriga ägarstrukturer och gör det intressant att jämföra företagen som verkar inom samma bransch då det kommer till utdelning och risk.

Vad gäller familjeägda bolag nämner Stein, (1988) att familjer ofta har mycket längre investeringshorisont än andra ägare och ägandet kan i många fall sträcka sig över flera generationer. Detta gör att ägarfamiljer är mer benägna att anta väldigt långsiktiga projekt som skapar värde på lång sikt med lägre risk. Det blir därför intressant i fallet Ekman & Co där ägarskapet är delat mellan en familj och personal verksam i bolaget, som tvingas sälja aktierna när man lämnar företaget. Frågan de väcker är vad det får för effekter när man har två olika ägargrupper med så olika investeringshorisont, samt hur man går tillväga för att lösa denna eventuella intressekonflikt.

Utöver strategisk och operationell risk samt utdelningspolicy, är det även intressant att undersöka vad de olika ägarstrukturerna för med sig för andra praktiska konsekvenser i dessa handelshus. Framförallt då bolagen är mycket lika då de kommer till verksamhetens art, men skiljer sig åt i stor grad när det kommer till ägarstrukturen i fråga. En del tidigare forskning kring personalägda bolag pekar som nämnt på en ökad lojalitet och engagemang hos anställda (Frohlich et al. 1998), vilket i kan anses vara mycket viktigt i tjänstemannastyrda företag som handelshus, vilka bygger mycket på personliga kontakter och prestationer (Kuuse, 1999). Å andra sidan är tillgången till kapital viktigt, vilket då gynnas av att man har en kapitalstark ägare som kan skjuta in kapital om nödvändigt. Frågor som därför uppkommer är vad de upplevda fördelarna med respektive ägarstruktur är i den här typen av bransch från företagets sida.

Med bakgrund i Principal-Agent teori är det därför intressant att undersöka och analysera huruvida de olika ägarstrukturerna och i längden förhållandet mellan ägare och ledning haft någon påverkan på risk- och utdelningspolitiken i dessa företag. Litteratur och studier finns sedan tidigare på andra företag, framförallt i en amerikansk kontext, men några studier på svenska handelshus finns ej att finna. Denna grupp av företag har under stor del av Göteborgs historia utgjort en viktig del av stadens handel och näringsliv. Trots denna historia finns det få studier på dessa företag varav ingen som undersöker ägarstrukturernas påverkan på företagen idag. Som mellanhand i internationella affärer utgör de en speciell typ av företag som verkar utan att synas men som än idag fyller en viktig funktion för världens handel och utgör därmed en grupp företag som är värd att undersöka

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att bidra med ökad förståelse kring ägarstrukturens betydelse och påverkan bland Göteborgs handelshus gällande riskhantering och synen på utdelningar, samt ge insikter rörande drivkrafter och konsekvenser bakom den rådande ägarstrukturen.

1.4 Frågeställning

Studien ämnar att besvara följande frågeställningar:

1. Hur hanteras strategisk och operationell risk i företagen och är ägarstrukturen en påverkande faktor?
2. Hur ser utdelningspolitiken ut och är ägarstrukturen en påverkande faktor?
3. Får ägarstrukturen några praktiska konsekvenser och finns det specifika upplevda fördelar med den i ett handelshus?

1.5 Avgränsning

Studien omfattar fyra stycken svenska handelshus med huvudkontor i Göteborg. De undersökta företagen är i olika grad utspridda över världen vad gäller anställda och i vissa fall ägare, men undersökningen anses vara begränsad till den svenska kontexten. Vidare avgränsas undersökningen till att belysa den typ företag som de undersökta företagen kategoriseras inom, vilket är handelshus med grund i handel med skogsprodukter. Empirin kan därmed skilja sig gentemot andra typer av företag.

1.6 Studiens bidrag och sammanfattning av resultat

Studien visar att hanteringen av operationell risk skiljer sig åt i mycket liten grad mellan de undersökta bolagen, vilket förklaras av att de alla tvingas möta likande utmaningar och risker i och utanför verksamheten, vilket alltså inte är något som påverkas av företagets ägarstruktur.

Strategiska risker är däremot något som skiljer sig åt mellan bolagen och är delvis något som kan förklaras av företagets ägarstruktur. Detta då man på olika sätt uppnår en grad av diversifiering, där företagen med personalägare är mer diversifierade inom handelsverksamheten vad gäller produkter och affärsområden medan företagen med utomstående ägare visar på en diversifiering inom respektive koncern.

Vad gäller utdelningar visar undersökningen på att bankernas soliditetskrav är ett motargument mot att göra utdelningar inom dessa företag. Undantag är Ekman & Co som har

delvis utomstående ägare där utdelningen utgör avkastning på regelbunden basis samt Elof Hansson som till viss del behöver dela ut pengar för att uppfylla stiftelsekraven. De övriga har istället ansett att kapitalet är nödvändigt inom bolaget för bäst tillväxt.

Från företagets sida är fördelarna med respektive ägarstruktur framförallt kopplat till styrningen av bolaget, där respektive ledning upplever det som fördelaktigt att agera förhållandevis fritt. Studien visar även att personalägarskapet bidrar till att man på ett enkelt sätt kan fatta snabba beslut, vilket anses vara speciellt fördelaktigt i den undersökta typen av verksamhet. Detta för att styrelse och bolagstämma är införstådd i verksamheten vad gäller risker och affärsmöjligheter. Slutligen visar studien på att personalägarskapet är mycket positivt ur personalsynpunkt i dessa företag, både vad gäller rekryteringar samt engagemang i verksamheten.

Studien bidrar till förståelse kring olika ägarstrukturers påverkan på utdelningsstrategin och riskhanteringen i fyra handelshus samt ett antal drivkrafter bakom dessa, där man kan utläsa att personalägande anses bidra med ett stort engagemang i verksamheten och därmed vilja att expandera och förändra företaget inom handelsverksamheten.

2 Metod

I detta kapitel presenteras det metodval som gjorts för datainsamlingen till uppsatsen samt en diskussion vad dessa val får för implikationer. Dessutom beskrivs hur datainsamlingen har skett samt hur data analyseras.

2.1 Introduktion

Denna uppsats har en abduktiv ansats, vilket är en kombination av en induktiv och deduktiv ansats där man både använder sig av empirisk data liksom befintliga teoretiska frågeställningar. En bred grund av tidigare forskning gällande ämnen som berör ägarstruktur presenteras för att skapa förståelse kring olika ägarstrukturers påverkan på verksamheter vad gäller risk och utdelningar. För att angripa forskningsfrågorna analyseras sedan insamlad empiriska data som därefter kopplas ihop med den teoretiska referensramen.

För att besvara uppsatsens frågeställningar används en kvalitativ antas. Fördelen med denna är enligt Jacobsen (2002) att det inte sätter några direkta begränsningar på de svar en respondent kan bidra med. Det gör det möjligt att fånga upp nyanser, detaljer och det unika med varje respondents bidrag och kan på så sätt fånga den "riktiga" förståelsen av en given situation eller fenomen vilket är vad denna studie ämnar göra. En annan fördel är att kvalitativa ansatser är flexibla. Problemställningen kan ändras allt eftersom mer data samlas in. En nackdel är dock att intervjuer tar mycket tid, vilket i sin tur leder till att antalet respondenter blir färre samt att det kan vara svårt att generalisera slutsatserna.

För att kunna utläsa vilken påverkan ägarstrukturen kan ha samt analysera och jämföra är det viktigt att skapa sig en god grund i de vetenskapliga teorier som finns inom området. Detta för att skapa ökad förståelse och ett tydligt teoretiskt ramverk att förhålla sig till. Då uppsatsen utgår från en abduktiv ansats innebär det att empiriska data som samlades in, jämfördes och diskuterades i förhållande till ramverket. Det teoretiska ramverk som byggts upp baseras på grunden till varför ägarstrukturen är någonting som är värt att undersöka, och då i förhållande till agentteori som i litteraturen är grunden till att problem och kostnader kan uppstå. Därefter har även det undersökts hur de olika ägarstrukturerna som finns tillämpade bland de utvalda företagen ser ut och därmed vilka effekter litteraturen säger om respektive ägandeform. Utdelningars grundläggande funktion har även undersökts samt hur de förhåller sig till agentteorin.

2.2 Empirisk datainsamling

Empirisk data samlas in och används då ökad kunskap vill skapas inom ett specifikt område (Jacobsen, 2002). För att ta reda på motiven bakom och konsekvenserna av ägarstrukturen, föll det sig naturligt att använda sig utav empirisk data i form av kvalitativa djupintervjuer med representativa personer från fyra av Göteborgs större handelshus med fyra typer av ägandeformer. Deras åsikter och uppfattning anses därmed representativt för ledningens och i vissa fall även ägarnas åsikter. Då dessa fyra intervjuer genomförts upplevdes det att empirisk mättnad uppnåtts utifrån vald inriktning och frågeställning för studien.

2.2.1 Val av intervjurespondenter

För denna studie har respondenter i ledande befattningar som befunnit sig i branschen under en längre tid valts ut, vars svar därmed representerar ägandets betydelse från bolagets perspektiv. I de fall då personalägande finns utgör intervjuobjekten även delägare i bolaget. Då det under studiens gång visade sig att intervjuobjektet för familjeägande även hade en mindre ägandepost var det endast i fallet Elof Hansson där intervjuobjektet ej hade något personligt ägarintresse. Intervjuobjekten arbetar och representerar vid intervjutillfället fyra utav de större handelshusen med bas i Göteborg; CellMark, Ekman & Co, Elof Hansson och Hans Andersson Paper.

Följande personer har intervjuats för denna studie:

Hans Kling, Senior Advisor och fd Koncernchef på CellMark, intervjuad 21/4

Hans Tidebrant, Senior Vice President på Ekman & Co, intervjuad 25/4

Andreas Siberg, CFO på Elof Hansson Holding, intervjuad 18/4

Mikael Weijerman, VD på Hans Andersson Paper, intervjuad 20/4

Dessa respondenter representerar därmed varsitt bolag som i sin tur har olika former av ägarstruktur. CellMark ägs till fullo av personalen, Ekman delvis av personal och delvis av familjen Ekman, Elof Hansson av en stiftelse och Hans Andersson är familjeägt. Då det var företagsspecifika upplevelser gällande ägarstrukturens effekter på bolaget som eftersöktes, var kvalitativa djupintervjuer det naturliga valet för denna empiriska datainsamling. Det möjliggör för respondenten att utveckla sina svar samt att det tillåter att följdfrågor ställs,

vilket kan ge en mer djup förståelse för ämnet, och i detta fall låta respondenterna själva tolka och ge riktiga och uttömmande svar gällande ägarstrukturens påverkan.

2.2.2 Utformning och genomförande

Fysiska intervjuer som sker ansikte mot ansikte har visat sig skapa mer öppna och mer givande samtal jämfört med telefonintervjuer. Samtidigt kan dock intervjuer via telefon vara ett effektivt sätt att få till en intervju som bespara både tid och resurser (Jacobsen, 2002). I första hand har intervjuer genomförts på respektive kontor hos tre utav företagen. Intervjun med Ekman & Co skedde däremot på Ekmans kontor via ett videosamtal med respondenten. Detta då denne är stationerad i Zürich i Schweiz. Då både möjlighet till video- och rössamtal fanns ansågs detta tillförlitligt. Samtliga intervjuer pågick i ungefär en timma.

Intervjuerna utformades på ett semistrukturerat sätt vilket innebär att de utgår från ett antal specifika teman. Utifrån dessa ges därefter frihet i svaren (Jacobsen, 2002). Denna utformning tillät respondenterna att fritt uttrycka sina subjektiva åsikter och tankar kring de ämnen denna uppsats behandlar. Syftet och problemställningarna lades fram på ett öppet sätt vilket tillät respondenten att göra en egen tolkning av innebörden kring ämnet. Detta gör att eventuella intervjuareffekter minskas, dvs. att svaren ej snedvrids på grund av intervjuarens åsikt och ger möjlighet till vidare analys. En intervjumall användes som grund till samtliga intervjuer men lämnade samtidigt rum för olika typer av följdfrågor samt utveckling av resonemang åt olika håll beroende på vilka svar som angavs. De frågor som utgjorde ramarna för samtliga intervjuer var följande:

- *Vilka produkter arbetar ni med idag och på vilka marknader? Varför?*
- *Hur går processen till då beslut om nya marknader och produktområden fattas?*
- *Vilka är de största riskerna för er typ av företag och hur ser riskhanteringen för dessa ut?*
- *Hur ser ägarstrukturen i bolaget ut? Får detta några praktiska effekter? Vad är ägarens roll i företaget?*
- *Lämnar ni utdelning och vad har ni för syn på detta?*

2.2.3 Behandling av insamlad data

Att spela in intervjuer är de mest ideala sättet att spara den information som ges vid intervjutillfället (Jacobsen, 2002). Med tanke på detta har samtliga utav de genomförda intervjuerna spelats in med godkännande från personerna som deltagit. Samtliga deltagare fick dessutom möjlighet att vara anonyma vilket var något samtliga tackade nej till. I efterhand har alla blivit tillskickade det material som hämtats från respektive intervju för eventuella korrigeringar eller klargöranden. Det har även klargjorts för samtliga intervjuobjekt att författarna har intervjuat andra aktörer i samband med datainsamlingen, samt vilka bolag dessa intervjuobjekt representerar. Med hjälp av denna metod har fullt fokus på lyssnande och deltagande kunnat läggas av intervjuerna vid intervjutillfället jämfört med om löpande anteckningar endast förts.

2.3 Analys av data

För att underlätta vid analys av kvalitativ data bör den först kategoriseras vilket gör data enklare att ta till sig (Jacobsen, 2002). Därför har den data som samlats in under de kvalitativa intervjuerna kategoriserats in under rubriker vilka tagits fram utifrån de svar som givits. Intervjuerna presenteras även under dessa rubriker och citat av intervjupersonerna har i flera fall även redovisats. Dessa har presenterats per respektive företag för att underlätta för en jämförande analys mellan de olika företagen och ägarstrukturerna. Då denna studie är av en abduktiv karaktär har de rubriker som skapats kategoriserats efter den teoretiska referensramen. Detta tillåter därefter att respondenternas svar från intervjuerna kan jämföras och knytas an till den teoretiska referensramen.

2.4 Metoddiskussion och resultatets trovärdighet

Vid genomförande av studier är det viktigt att säkerställa dess interna- och externa giltighet samt att undersökningen är genomförd på ett tillförlitligt sätt (Jacobsen, 2002).

2.4.1 Intern giltighet

Den interna giltigheten syftar till att utvärdera validiteten i resultatet (Jacobsen, 2002). Genom att använda semistrukturerade intervjuer för att få fram den kvalitativa data som använts, kan en god validitet sägas ha uppnåtts. Denna typ av intervjuer gör dessutom att samtalet lämnas öppet för respondentens egna reflektioner samt att intervjuaren ges möjlighet att ställa följdfrågor vilket ger en djupare förståelse för det ämne som intervjun behandlar. För att säkerställa att det respondenterna faktiskt sagt under intervjuerna på ett korrekt och rättvist

sätt återspeglar deras uppfattningar, har respondenterna dessutom fått möjlighet att i efterhand ta del av de svar som använts i uppsatsen samt givits möjlighet att komma med korrigeringar eller klargöranden. Detta validerar därmed den data som respondenterna lämnat vilket är viktigt vid hantering av kvalitativ empirisk data (Jacobsen, 2002).

Varje intervjuobjekt har erbjudits möjligheten att svara anonymt, både som person och som bolag. Detta för att möjliggöra att respondenterna kan bidra med sina verkliga uppfattningar i största möjliga mån, utan någon press att endast visa upp de bästa sidorna för respektive bolag. Vidare är det även viktigt att respondenterna innehar den kunskap som krävs för att kunna svara på de frågor som ställs. Med tanke på den erfarenhet samtliga intervjuade personer har från branschen, från det bolag det arbetar för samt deras ledande befattning inom bolaget, bedöms samtliga respondenter kunna ge bra svar och insikter då det kommer till respektive bolags ägandeform.

2.4.2 Extern giltighet

Huruvida en undersöknings resultat kan generaliseras kallas för extern giltighet (Jacobsen, 2002). Med tanke på den kvalitativa ansatsen med syfte att skapa en djupare förståelse kring handelshusens ägarstrukturer och dess konsekvenser är inte det huvudsakliga syftet att studiens resultat skall kunna generaliseras till en större grupp företag. Istället ämnar studien ge inblick och insikter i hur ägarstrukturen hos mindre, onoterade företag i en riskintensiv bransch ser ut samt vilka motiv och konsekvenser de innebär.

2.4.3 Studiens tillförlitlighet

Att granska den metod som använts är viktigt och något som därför även bör göras då metodvalet kan påverka en studies resultat. En av de största riskerna vid användning av kvalitativa djupintervjuer är intervjuareffekter (Jacobsen, 2002). För att undvika att intervjuarnas åsikter och förhållningssätt får en större påverkan på studiens resultat är det viktigt att under intervjutillfället ha ett öppet sinne och genomföra intervjuerna utan påverkan av fördomar eller kunskap om akademiska teorier. Vidare har författarna under intervjuerna spelat in materialet och i efterhand transkriberat det som sades. Detta för att kunna samla ihop, återge och kategorisera tillhandahållen data på ett rättvist och korrekt sätt.

3 Teoretisk referensram

I följande kapitel presenteras de teorier och den forskning som använts för att kunna analysera den empiriska insamlade data och kunna besvara studiens frågeställningar.

3.1 Principal-agent teori

Ett företag eller en organisation kan förklaras genom agentteori, där det upprättas ett kontrakt mellan företagets ägare och dess ledning, eller med teorins ordval principaler och agenter. Agenternas uppgift är att utföra någon uppgift å principalernas vägnar, vilket i fallet med ett företag innebär att ledningen ska se till att företagets värde maximeras för dess ägare. Situationer kan dock uppstå då agenternas intressen inte sammanfaller med principalernas vilket gör att agenterna istället agerar på det sätt som bäst maximerar sin egen nytta och en divergens har därmed uppstått. I företagets fall är det ägarnas pengar och kapital som förvaltas av ledningen i ett bolag och ägarna måste därför hitta vägar och incitament som gör att ledningen och de anställda agerar för att maximera bolagets värde. (Jensen & Meckling, 1976)

Att det uppstår problem i och med divergensen gör att kostnader uppstår då ägarna behöver övervaka bolagsledningen och deras agerande. Ledningen och chefer i företag kan ha insyn i den dagliga verksamheten som för utomstående ägare kan vara svår att få tillgång till vilket kan ge upphov till informationsasymmetri. Ägarna besitter inte samma information och insikt i bolaget som ledningen, samtidigt som dessa riskerar att agera oärligt och på ett sätt som ej är mest gynnsamt för ägarna. Därför behöver de övervaka ledningen vilket är förknippat med kostnader. (Merchant & Van der Stede, 2012)

Den mesta av forskningen på området gällande kostnader vid olika typer av ägandeförhållanden har dock tagits fram på större börsnoterade bolag vilket innebär en stor mängd ägare. I dessa bolag uppstår därför aldrig ett läge utan agentkostnader. Av denna anledning valde Ang et al. (2000) att titta på mindre onoterade bolag där därför ledningens ägande kunde variera från allt mellan inget ägande alls till att ledningen äger hela bolaget. Studien visade att agentkostnaderna var betydligt högre för bolag där icke-ägare ledde bolaget, att det fanns ett omvänt förhållande mellan ledningens ägande och agentkostnadernas storlek samt att agentkostnaderna ökade ju fler ägare utan ledande befattning.

Det finns olika typer av intressekonflikter som kan uppstå vid agent-principal förhållandet mellan ett bolags ägare och ledning som på så sätt kan ge upphov till agentkostnader. Bergström (2009) identifierar fyra huvudsakliga konflikter mellan de båda parternas intressen.

Det första kan uppnå då ledningen fattar beslut för att maximera tillväxten för att bygga ett imperium och generera status, något som inte nödvändigtvis behöver vara detsamma som att maximera värdet av företaget. Nästa konflikt uppstår då det finns olika syner på ett bolags kostnader. Ju större ägande ledningen själva innehar desto mer benägna är de att hålla kostnaderna låga. Konflikt nummer tre uppstår då riskbenägenheten tenderar att vara olika för ledningen och bolagets ägare. Exempelvis kan ledningen ha huvuddelen av sina ekonomiska resurser och sitt humana kapital knutna till bolaget, och därmed inte kunna diversifiera bort risken på samma sätt som ägarna, vilket leder till att de inte är benägna att anta alltför riskabla projekt trots att de kan antas vara lönsamma. Den fjärde och sista intressekonflikten är att tidshorisonten tenderar att variera mellan parterna. Exempelvis kan en person i ledningen planera att snart lämna sin befattning, och därmed vara mer benägen att leta mer kortsiktiga investeringar och vinster jämfört vad som är bäst för en mer långsiktig investerare.

3.2 Ägarstruktur

Ang et al. (2000) visade alltså att ägandeförhållandena hade en påverkan på agentkostnaderna som uppstår i företag. Om ägarstrukturen har någon påverkan på ett företags prestationsförmåga är däremot ett område där litteraturen pekar åt olika håll. Berle och Means (1932) hävdade att det råder ett omvänt samband mellan ett spritt ägande och företagets prestation och att ägandet och makten inom företag separerats. Detta ifrågasattes senare av Demsetz (1983) som istället menade att ägarstrukturen i bolag är en följd av ägares beslut att sälja sina andelar, antingen via börser eller privat, och därmed tar ett aktivt beslut att göra ägandebilden mer spridd. Det huvudsakliga målet för företaget kvarstår dock, att maximera ägarvärdet, och något klart samband mellan prestationsförmågan och ägarbildens existens därmed inte. Denna avsaknad av samband stöds även av empiriska studier, exempelvis Demsetz och Lehn (1985) samt Demsetz och Villalonga (2001), som inte fann något samband mellan företagets prestation och ägarkoncentration.

3.2.1 Personalägande

Att göra personalen i företaget till ägare och anta en ägastruktur i form av personalägande, är något som vuxit fram som emot en allt mer populär ägandeform och i Europa uppskattas 19% av anställda inom den privata sektorn vara delägare i de företag de arbetar inom (Pérotin & Robinson, 2002). Teorin lyder att företaget på detta vis lyckas minimera övervakningskostnaderna som uppstår i och med principal-agent-förhållandet och därmed uppnår företaget ett bättre resultat på flera olika parametrar så som motivation (Long, 1978),

nöjdhet bland medarbetare (Klein, 1987) och engagemang (Frohlich et al., 1998). Huruvida personalägande däremot är något som därefter faktiskt får effekt och inflytande på företagens ekonomiska prestation är dock inte helt givet och studier på denna typ av bolag pekar åt olika håll. Wagner och Rosen (1985) visade på personalägda företag presterade väsentligt bättre än liknande företag utan personalägande då det kommer till försäljningstillväxt, marginal och avkastning på eget kapital. Andra studier exempelvis Tannenbaum, Cook och Lohmann (1984) hittade däremot inget signifikant samband då de jämförde lönsamheten mellan företag med och utan personalägande. De konstaterar dock att alla tidigare studier verkar vara överens om att negativa effekter på den ekonomiska prestationen inte tycks uppstå i och med en ägarstruktur i form av personalägande utan att effekterna, om några, är positiva. Detta då ägarskap bidrar med ytterligare engagemang och incitament utöver de som uppstår vid mer traditionella ägarstrukturer.

Den här typen av ägandeform kan dock få betydelse på ett bolags risktagande. Anledningen till detta är att ledningen, och därmed tillika ägarna i ett bolag, kan ha en majoritet av sina ekonomiska resurser kopplat till det specifika bolaget. Både deras huvudsakliga löpande inkomstkälla i form av lön, samt både deras humana och monetära kapital är kopplade till bolaget och de blir därför mycket odiversifierade och därmed riskaverta (Chen & Steiner, 1999). Denna hypotes stöds av Treynor & Black (1976) och det har även funnits empiriska bevis för att hypotesen tycks stämma av exempelvis Amihud & Lev (1981) samt May (1995).

3.2.2 Stiftelseägande

En speciell form av ägandeskap som vuxit fram och idag är framförallt förekommande i nordeuropeiska länder är stiftelseägda företag. Det som gör denna form av ägande speciellt är att en stiftelse i sig inte har någon ägare utan lever sitt eget legala och finansiella liv utan styrande av ägare eller medlemmar. Styrande är istället upprättade stadgar som skall fortlöpa även efter det att föregående ägare lämnat bolaget eller gått bort. Ofta är syftet med stiftelseägandet just att agera ägare åt ett företag, har upprättats av grundaren till bolaget, och de genererade vinsterna skall därefter gå till någon form av välgörande ändamål. I och med donationen separeras de personliga ekonomiska intressena för grundaren eller ägaren och företagets ekonomiska intressen och gör att stiftelsens ändamål kan ses som en icke-vinstdrivande ekonomisk enhet (Hansmann 1980).

I litteraturen har det diskuterats vilket effekt icke-vinstdrivande ändamål får för effekter på ett företags agentkostnader. Enligt Fama & Jensen (1983) saknar denna typ av organisationer de

ekonomiska incitament som krävs och kommer därmed att drivas på ett mindre ekonomiskt effektivt sätt och leda till högre agentkostnader. Hansmann (1980) menar dock att det finns en roll även för dessa företag då avsaknaden vinständamål gör att människor i vissa situationer kan efterfråga dessa typer av företag. Om en kund på något sätt känner sig lurad eller besviken utgör det välgörande ändamålet en trygghet och de kan uppleva att företaget inte försöker lura dem. Empiriska studier har även gjorts på stiftelseägda företag och visar att de inte verkar prestera ekonomiskt sämre än privatägda företag och i vissa fall till och med något bättre (Thomsen, 1996; Herrmann & Franke, 2002) och även att marknaden inte tycks anse att stiftelseägande spelar någon roll för bolagets riskjusterade avkastning (Thomsen & Rose, 2004).

3.2.3 Familjeäggande

En familj som varit med och grundat ett bolag utgör en speciell typ av ägare. Dels utgör allt som oftast det bolag de äger en mycket stor del av deras portfölj. Detta gör dem väldigt odiversifierade i sitt ägande och är något som enligt Fama & Jensen (1985) kan leda till att ägarna väljer att bolaget ska fokusera på andra aktiviteter än de som egentligen är mest värdeskapande på längre sikt, exempelvis att ett överdrivet fokus läggs på att bygga ett imperium av bolaget. Det kan även innebära att en familj som äger ett bolag lägger väldigt mycket energi och resurser på att bolaget ska överleva trots att det mest ekonomiskt rationella vore att låta företaget försvinna och investera i något annat. Båda dessa snedsteg kan göra att de baserar sina investeringsbeslut på samma kriterier som mer diversifierade ägare. Demsetz & Lehn (1985) menar dock att ett koncentrerat ägande gör att ägaren har större ekonomiska incitament att reducera agentkostnaderna och på det sättet få ett högre bolagsvärde. Detta då den samlade förmögenheten är så tätt knuten till bolagets prestation och värdering, och de vill därför hitta bra sätt att övervaka agenterna som utför uppgifter å deras vägnar. Dessutom har familjer betydligt längre investeringshorisont än många andra ägare och ägandet kan i många fall sträcka sig över flera generationer. Detta gör att de är mer benägna att anta väldigt långsiktiga projekt som skapar värde på lång sikt (Stein, 1988).

3.3 Utdelning

Utdelningar är en av de mest grundläggande sätten för ett företag överföra företagets avkastning till dess ägare och för att hålla överföringarna mellan företag och ägare konsekventa i storlek och i tid, är det vanligt att företag upprättar utdelningspolicys. I en värld där varken transaktionskostnader, agentkostnader, eller skatter existerar menar Miller &

Modigliani (1961) att utdelning är irrelevant ur en ägares perspektiv då det kommer till att maximera ett företags värde, utan att det istället är företagets investeringar som i slutändan är värdeskapande och att investerare därför är indifferent till att deras investering ökar i värde genom att de erhåller utdelning eller att deras andel i värdet ökar. I och med verklighetens brister existerar dock samtliga av dessa imperfektioner vilket också påverkar investerares beslut, något som visats i studier bland annat av Lintner (1956) och Brav, Graham & Michaely (2005). Utdelningar kan vara ett sätt att minska agentkostnader och sänka risken för ägarna då en del av bolagets fria kassaflöde försvinner utom bolagsledningens kontroll och istället överförs till dess ägare. Pengar som bolaget tjänat undanhålls därmed från ledningen vilket omöjliggör att de spenderar dem på ett sätt som inte maximerar ägarnas värde. Ägarna kan därefter fritt välja hur de vill investera bolagets avkastning (Jensen, 1986). Kale & Noe (1990) argumenterar för att högre risktagande leder till lägre utdelningar och Rozeff (1982) fann att ju högre grad av bolagsledningsägande, desto lägre tycks utdelningarna vara.

3.4 Sammanfattning av ägarstrukturer, risk och utdelning

Nedan presenteras en sammanfattning av den teoretiska referensramen som syftar till att skapa en övergripande bild av hur olika ägarstrukturer förväntas påverka hanteringen av operationell och strategisk risk samt utdelningspolicy.

Av de undersökta ägarstrukturerna i denna studie är agentproblem så som skilda riskpreferenser hos ägare och ledning som störst i företag ägda av stiftelser där det inte finns en fysisk ägare närvarande. I företag ägda av personalen är den typen av problem som lägst, då ägares och lednings intressen enligt teorin är sammankopplade. Däremot är en majoritet av personalägares privata ekonomiska resurser kopplad till företaget i fråga, varför man enligt teorin är mer riskavert. Vad gäller familjeägda bolag föreligger det även där risker för agentproblem så som skilda riskpreferenser. Familjeägare har även de ofta en stor del av sina privata ekonomiska resurser kopplad till bolaget, varför incitament för att motverka agentproblem och öka bolagets tillväxt är närvarande i stor grad. Ett sätt att hantera detta är flytta ackumulerade vinster från bolaget genom utdelningar. På så sätt kan dessa principaler styra hur mycket kapital agenterna i fråga får hantera och ägaren kan diversifiera sin avkastning.

Ägarstrukturen undersökta i denna studie förväntas alltså påverka hanteringen av operationell och strategisk risk samt utdelningspolicy i olika grad. Detta baseras på hanteringen av

agentproblemen som kan uppstå i och med de förväntat skilda riskpreferenserna hos ägare och ledning samt de ekonomiska intressena kopplade till bolaget.

4 Empiri

I detta kapitel av studien redovisas den information som uthämtats från de intervjuer som genomförts med representanter för fyra utav Göteborgs handelshus. Svaren har kategoriserats in under rubriker utifrån de områden som studien ämnar undersöka.

4.1 CellMark

Intervju med Hans Kling, Senior Advisor och fd. koncernchef.

Handelshuset CellMark AB grundades 1984 i Göteborg av en grupp tidigare anställda på handelshuset Ekman & Co. Bolaget har idag 703 anställda och bedriver handel över hela världen med huvudkontor i Göteborg. Bolaget är sedan starten ägt till 100 % av personer anställda i bolaget och har idag över 100 aktieägare, där merparten finns på kontor utomlands.

Anledning till att bolaget antog en struktur med personalägande var att grundarna såg flera problem med den något hierarkiska strukturen som rådde på Ekman & Co under tiden vid uppbrottet. Flera delar i företaget gick inte lika bra som det gjort tidigare medan handeln med papper och massa gick bättre, varvid man valde att säga upp sig och öppna ett eget företag utifrån en filosofi man själva trodde på.

Papper och pappersmassa har sedan länge agerat som bas för verksamheten tack vare grundarnas bakgrund, men idag bedrivs handel även bland annat inom områdena metall, baskemikalier, förpackning, återvinning och bioenergi.

4.1.1 Risk och riskhantering

Risker och riskhantering är centralt i CellMarks verksamhet enligt Hans Kling. I och med att man arbetar med mycket stora volymer och summor är man beroende av ett nära samarbete med banker och försäkringsbolag. Bankerna tittar på företaget och analyserar vilka risker företaget tar och vad sannolikheten är att man inte får tillbaka sin utlåning. Detta medför att man hos CellMark måste ha en genomgående riskhanteringssystem för att minimera risker i möjligaste mån.

I och med att det ofta handlar om stora belopp finns policys för hur stora affärer man som säljare får göra utan en kreditförsäkring, men i och med att beloppen ofta är mycket höga strävar man efter att i princip ha 100 % av reskontran försäkrad såvida inte speciella omständigheter föreligger. Andra risker är valutarisker, att man köper i en valuta och säljer i en annan, vilket man alltid måste hantera genom terminsaffärer.

En risk som är svår att undgå och som finns i alla verksamheter är enligt Hans att enskilda operatörer begår misstag:

"För att undvika den typen av risker har vi ett väl beskrivet affärssystem, en manual som skall följas i alla led och vi är ISO-certifierade. Alla vet exakt hur de ska göra samt vad de får göra och inte. Gör man inte det man ska göra finns det ett system som rapporterar felaktigheter, vilka sedan åtgärdas och kommuniceras så att alla vet vad som skett och vad det berodde på, så att man kan undvika det i framtiden. Det gör att hanteringen av risker finslipats under årens lopp."

4.1.2 Utdelning

CellMark har aldrig lämnat någon utdelning. Detta beror enligt Hans på att man sätter företaget först. Att kapital försvinner ur ur bolaget är förknippat med risker i företag som CellMark, eftersom att relationen med bankerna är fundamental för företagets verksamhet. Då det finns krav från bankerna att företaget skall hålla en hög soliditet har man därför valt att inte göra utdelningar för att bibehålla förtroendet från bankernas sida. Istället har man fokuserat på att skapa en hög avkastning för sina aktieägare genom tillväxt.

En annan anledning till att man valt att inte göra några utdelningar är att det är väldigt oförmånligt skattemässigt då CellMark räknas om ett fåmansbolag, vilket leder till att utdelning beskattas som inkomst av tjänst.

4.1.3 Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar

CellMark ägs till 100 % av personalen i bolaget och man har därmed inga yttre ägare. Enligt Hans Kling var detta för att man ville ha en helt annan typ av verksamhet än den som fanns på det företag man lämnade i samband med att man grundade CellMark. I dag har antalet ägare vuxit till över 100 stycken, där ingen äger mer än cirka 10 % av bolaget. När nya aktieägare skall komma in föreslår styrelsen vilka anställda som skall erbjudas att köpa optioner i bolaget, vilket sedan beslutas av bolagsstämman. Personerna som erbjuds att köpa optioner är enligt Hans anställda som under en längre tid varit framgångsrika och ses som nyckelpersoner i bolaget. När en ägare sedan lämnar bolaget måste dennes aktier också säljas. Anledningen

till detta är att man annars förlorar syftet med ägarstrukturen om gamla anställda eller exempelvis dennes släktingar äger aktier. Priset på aktierna sätts till det bokförda värdet, alltså värdet på det egna kapitalet genom antalet aktier.

Personalägarskapet påverkar verksamheten enligt Hans på flera sätt och på olika plan. Framförallt är det hans uppfattning att det ökar intresset hos medarbetarna:

"Det finns ju ett utbrett intresse för verksamheten, för hur det fungerar och för processerna som hänger ihop med just detta att de som styr och ställer i bolaget är just aktieägare. Det är absolut något man märker av".

Hans var dock tydlig med att poängtera att det är skillnad på tjänsten man har och sitt ägarskap. Bara för att man är aktieägare innebär inte det att man har en exekutiv roll i bolaget, utan aktieägare är man en gång per år på bolagsstämman. Det är tjänsten som avgör vilka befogenheter man har i bolaget, det ska inte finnas olika klasser av medarbetare.

"Det är inte meningen att ägarna skall stå i korridoren och prata om hur man ska styra bolaget, utan det är ganska strikt uppdelat, man har en ledning som består av både tjänstemän som är aktieägare och de som inte är det"

Vidare nämnde Hans att ägarstrukturen hos CellMark får effekter på styrningen av bolaget genom styrelsens roll, där de tre största ägarna sitter tillsammans med tre utomstående medlemmar:

"Det är lite ovanligt med denna typ av struktur jämfört med när ägarna sitter utanför bolaget. Styrelsen nomineras ju då av ägarna och man har ofta ett mandat från den ägargruppen man representerar. Vad man gör då är att man ska övervaka verksamheten och att tjänstemännen gör sitt jobb. Den styrningen kan ju bli väldigt svag i vissa stora företag, där det är pensionsfonder och andra som har ägande och där den verkliga makten ligger hos tjänstemännen och inte hos styrelsen, som då huvudsakligen arbetar med corporate governance. I vårt fall ska styrelsen vara en strategisk "sounding board", de ska komma med idéer och de ska vara väldigt aktiva i hur verksamheten drivs."

Enligt Hans Kling arbetar man aktivt med att konstant utveckla och förändra sin verksamhet för att behålla sin konkurrenskraft. Detta innebär att man ofta växer in på nya områden genom uppköp av mindre bolag eller anställer personal med kompetens kring en specifik produkt och ett befintligt kontaktnät inom branschen. Detta i kombination med branschens natur, där det ofta behövs ta snabba beslut, gör att en genomarbetad beslutsprocess vad gäller förändring

och beslutsfattande i bolaget nödvändig. Effekter som personalägarstrukturen då får är att styrelsen och bolagsstämman har en djupare förståelse för verksamheten och branschen, vilket leder till att det i många fall är lättare att fatta beslut om förändringar och nya produkter och marknader:

"Vad man kan säga är att det generellt är lättare att prata om sådana här saker med en ägarstruktur som vet vad det handlar om. Det är inte nödvändigtvis så att man förstår den nya produkten, men man ser hoten mot de gamla produkterna. Det gör att intresset för att expandera och förändra verksamheten är större, vilket är viktigt."

4.2 Ekman & Co

Intervju genomförd med Hans Tidebrant, Senior Vice President.

Ekman & Co, ett av världens äldsta handelshus, grundades redan 1802. Genom historien har man handlat med en mängd olika varor så som stål, järn och kol runt om i världen. Tidigare fanns majoriteten av leverantörerna i Skandinavien och därför var Göteborgs betydelse för Ekmans handel mycket stor. Idag är både leverantörer och kunder utspridda över hela världen, varför en stor del av verksamheten och dess 275 anställda befinner sig utomlands.

Ekmans verksamhet består primärt av fyra divisioner: pappersmassa, papper & förpackning, återvunna material samt bioenergi, där papper och massa är den största delen.

Företaget har haft olika ägarstrukturer genom åren, där familjen Ekman ägde 100% av bolaget fram till 1960-talet när man köptes upp av ett börsnoterat bolag som sedan såldes till ett bolag inom den då diversifierade Volvokoncernen. 1995 köptes sedan Ekman & Co tillbaka av familjen Ekman tillsammans med bland annat en private equity-del av Skandia. År 2006 bildades den ägarstruktur som nu råder, där familjen Ekman äger 60% och resterande 40% ägs av personalen.

4.2.1 Risk och riskhantering

Ledningen i Ekman har ett konstant fokus på risker för att inte riskera företags balansräkning. I sin årsredovisning nämns de fyra primära riskerna som bolaget hanterar. Den första är kreditrisker, vilket oftast är relaterat till utstående kundfordringar och förskottsbetalningar till leverantörer. Hanteringen av dessa risker är omfattande och man har länge arbetat med en övergripande policy kring kreditförsäkringar. Andra åtgärder man tar till för att motverka denna typ av risk är exempelvis marknadsanalyser, individuella kreditlimiter för säljare samt strukturerade processer för bedömning.

En annan risk kopplad till detta är ränterisken, vilket är relaterat till den externa belåningen och kreditgivning till leverantörer. Finansiella derivat för ränterisker är sällan kostnadseffektiva för finansiering av rörelsekapital enligt Ekman, varför man sällan använder sig av den typen av säkerheter. Istället arbetar företaget efter policyn att matcha villkoren för in- och utlåning i största möjliga mån.

Då man är verksam på många olika marknader och innehar tillgångar i olika valutor är valutarisker också en stor risk för Ekman. För dessa risker används i stor grad valutakontrakt och andra finansiella instrument som säkerhet.

4.2.2 Utdelning

Ekman & Co har under de senaste åren delat ut en del av sitt resultat och haft en stabil utdelning till sina ägare. Enligt Hans är målsättningen att en rimlig del av bolagets resultat ska delas ut. Vad som anses rimligt beror dock exempelvis på hur rådande resultatnivå ser ut samt framtida investeringsbehov etc.

4.2.3 Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar

Ekman & Co ägs idag till 60 % av familjen Ekman och till 40 % av personal verksam i bolaget. Familjen Ekmans aktier ägs både av privatpersoner men även genom bolag och stiftelser direkt eller indirekt kontrollerade av familjemedlemmar.

Som nämnt ovan har ägarstrukturen ändrats ett antal gånger genom historien, där den nu rådande strukturen antogs 2006. Enligt Hans finns det ett visst syfte bakom ägarstrukturens uppbyggnad där det nu är enklare att fatta snabba och korrekta beslut.

"Private Equity bolag har ju egentligen bara ett intresse av att aktien skall öka i värde, vilket egentligen inte alltid gynnar bolaget."

Vid tidpunkten för ägarbytet nämnde Hans att man även tittade på att introducera företaget på borsen, men man insåg relativt snabbt att det inte var lämpligt med tanke vilka implikationer det får:

"I den vevan var även borsen ett alternativ, men den här typen av företag med den konfidentiella informationen, med skyddande av leverantörer och avtal osv, passar inte in där. Att vem som helst kan ta del av den informationen och vara så offentlig är nog inte så lämpligt."

Vidare nämnde Hans att alla med fast anställning hos Ekman får köpa aktier och att aktierna måste säljas när man lämnar bolaget. Någon formell skillnad på personal som är aktieägare och icke aktieägare finns dock inte:

"Som ägare kan du bara agera en gång om året och det är på bolagsstämman. Man måste skilja på sin ägarroll och på sin arbetsroll, det är stor skillnad."

Även om inte personalägandet får några större formella effekter för personalen, har man ändå observerat andra effekter:

"Vad vi har noterat är att de som köper aktier ofta blir mer engagerade. Man tycker att det är roligare, man följer med på ett annat sätt."

Den primära fördelen med Ekmans ägarstruktur visar sig dock i det praktiska arbetet och i bolagets styrning, där snabba beslutsprocesser är den viktigaste delen enligt Hans. I handelshus som Ekman & Co är det mycket viktigt att beslutsfattandet fungerar smidigt, varför möjligheten till mer informella processer är en stor fördel:

"Den här typen av ägarstruktur möjliggör i större grad att man kan utbyta information informellt. Det gör att man kan fatta vissa typer av beslut snabbt, vilket är en fördel i en verksamhet som innebär mycket snabba affärer. Nu behöver man inte producera lika mycket dokumentation och man kan prata om saker direkt och besluta huruvida man ska gå vidare med vissa ärenden eller ej. Där ligger den stora skillnaden."

Långsiktigt tänkande är ytterligare en aspekt som Hans nämnde. För andra ägare, så som Private Equity bolag, är ofta kortsiktig tillväxt och aktiepris mycket viktigt. Det behöver dock inte vara det viktigaste om man satsar mer långsiktigt som i fallet Ekman & Co. Nu får ledningen istället möjlighet till att utveckla bolaget på ett bättre sätt enligt Hans. Det innebär till exempel att man alltid letar efter möjligheter att växa in på nya marknader genom exempelvis uppköp. Den typen av strategiska beslut fattas oftast på divisionsnivå samtidigt som styrelsen alltid är både informerad och engagerad vad gäller rådgivning.

Slutligen menade Hans att ägarstrukturen varit starkt kopplad till företagets tillväxt under de senaste tio åren.

"Det hänger enligt oss mycket ihop med den förändringen. Snabbheten och motivationen har ökat och det har varit mycket positivt. Jag tror inte att vi hade haft den utvecklingen om ägarstrukturen inte ändrats."

4.3 Elof Hansson

Intervju genomförd med Andreas Siberg, CFO

Elof Hansson har funnits under många år och startades av Elof Hansson år 1897 i Hamburg innan verksamheten letade sig till Sverige och Göteborg. Kärnverksamheten har sedan starten framförallt bestått av handel med olika typer av skogsprodukter och än idag ser koncernen detta som den mest centrala verksamheten, trots att flera andra produktområden och verksamheter har bedrivits under årens lopp.

Idag står företaget på tre ben som styrs som separata affärsområden. Det första och traditionella benet för Elof Hansson är Trade, som alltså bedriver handel med olika typer av skogsprodukter vilket man gjort ända sedan bolagets start. Handel bedrivs idag med olika typer av papper och pappersmassa på flera håll runt om i världen och i flera länder i Asien, Afrika, Mellanöstern och Latinamerika. För branschen med handel av skogsprodukter i stort menar Andreas att förändringar skett under de senare åren. Förr räckte det med att finnas på plats i svårtillgängliga länder men idag är konkurrensen mycket större inte minst från de andra handelshusen från Göteborg samt kinesiska bolag. Det räcker inte med att bara kunna sälja utan idag mer att sy ihop hela affärsupplägg då allt blivit mer transparent. Det blir därmed viktigare att kunna hjälpa till med stora volymer, skeppning, finansiering etc.

"Det finns inga lätta affärer längre. Det är istället viktigt att få de stora flödena och lyssna på leverantörerna. Förr eller senare kommer tidningspapper försvinna men samtidigt ökar förpackningsdelen så efterfrågan på pappersprodukter finns även om produkterna i sig ändras. Vi har även gått mot stål och konkurrenter mot plast eller kemikalier. Handelshusen är duktiga på att vara globala på riktigt och utnyttja den globala organisationen."

Det andra benet i koncernen är fastigheter. Redan sedan tidigare har fastigheter ägts men under de senaste åren har verksamhetsområdet blivit allt större och utgör idag en egen del av huvudverksamheten. Idag ägs fastigheter på flera platser runt om i Göteborg som därefter hyrs ut till kontor eller butiksverksamheter. Flera utav dessa har köpts in under de senaste åren och setts som stora betydande investeringar. Man innehar även bygggrätter som kan säljas alternativt användas till att upprätta nya fastigheter. Att vara med att och delta vid utvecklingen av byggprojekt är något som man på sikt ser som en del av fastighetsbenet även om man ännu inte hunnit delta vid något projekt. Bolaget står dock med som en del utav det kommande byggprojektet Global Business Gate längs Masthugskajen i Göteborg och uppstarten av de första utvecklingsprojekten är därmed på väg.

Det tredje och sista affärsområdet är industridelen. Denna del består framförallt av handel med komponenter till olika pappers- och cellulosabruk samt "special projects" där bolagets kompetens är att sy ihop finansiellt komplexa projekt med statlig finansiering såsom Ahsra-finansierade projekt med export från Israel.

Under de senaste åren har flera större förändringar skett inom Elof Hansson-koncernen, något som betytt både omstruktureringar och omorganisationer. Man har valt att fokusera och renodla verksamheten på de områden som anses viktigast för koncernen. Avyttringar av bolag inom bygghandel och ventilationsbranschen har därför gjorts. I och med omstruktureringarna och renodlingen hoppas man kunna skapa en ökad tydlighet då det kommer till styrningen av affärsområdena även om det inte varit helt enkelt:

"Det har tagit ett tag men vi anser nu att vi hittat den kostym och mix i vårt utbud som passar oss bäst."

4.3.1 Risk och riskhantering

Att hantera och adressera risker är något av betydande roll men som är svårt att applicera unisont över gränserna mellan Elof Hanssons olika verksamhetsdelar. Med tanke på att riskerna ser så pass olika ut i de olika verksamheterna ser riskhanteringen också olika ut. Kreditpolicys ser exempelvis olika ut för handelsdelen och för fastighetsdelen. Just kredithantering utgör en väsentlig del inom riskhantering inom handeln varför mycket arbete lagts ned på utvecklandet av en koncernövergripande kreditpolicy som förhåller sig till riktlinjerna från Stiftelsens ägardirektiv.

"Att kvantifiera risk är svårt men det betyder inte att man kan låta bli att göra det. Det gäller att bestämma sig för en modell så att man vet var man är och hur utvecklingen ser ut. Med tiden får man givetvis se över modellen och uppdatera den"

Andreas hävdar vidare att det inom handelsverksamheten är en nyckel att hantera risk. Andra risker gäller dock för fastigheter. Det kan handla om risken för vakanser eller projektrisk vid byggen. Räntesäkring och löptider blir därmed väsentliga frågor vad gäller riskhantering för fastighetsdelen. Då stora värden är inblandade i båda benen innebär det att om något går fel, kan stora belopp gå förlorade och därför är det extremt viktigt med löpande riskutvärdering.

4.3.2 Utdelning

Några av de senaste åren har varit något tuffare ekonomiskt men Elof Hansson Holding AB har trots detta delat ut en viss summa pengar till Stiftelsen som använts till utbetalning av anslag. Denna utdelning har under de senaste åren varit tre miljoner kronor:

"Det belopp som delas ut till Stiftelsen kan på sikt justeras något men det handlar om mindre justeringar. Det har historiskt funnits en stor kassa, inte minst då koncernen gjort väldigt få förlustår, vilken nu delvis investerats i fastigheter. Fastigheterna utgör en trygghet genom att utgöra fast egendom som genererar stabila kassaflöden över tiden."

Den stora kassa som samlats upp under åren var också det som gjort att det kändes naturligt att investera i fastigheter. Denna förändring har skett bara under de senaste åren men Andreas menar att det känns idag bra att ha flera ben att luta sig mot.

"Lite identitetskris kan ha infunnit sig då vi gick från renodlat handelshus till att delvis bli ett fastighetsbolag exempelvis för personalen. Det tog lite tid innan det satt sig att vi idag är ett handelshus som även är duktiga på fastigheter. Det kan även skapa frågeställningar kring hur vinster ska återinvesteras i verksamheten då det finns fler verksamheter att välja mellan. Den nya strukturen ser vi som bra riskspridning men skapar också nya frågor. Det har också fört med sig att förhållandet till bankerna har förändrats. Fastighetsinvesteringar innebär ett större beroende av banker jämfört med hur det var innan när koncernen hade en stor överskottslikviditet."

4.3.3 Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar

Stiftelsen Elof Hanssons Stiftelse är idag ende ägare till Elof Hansson koncernen. Stiftelsen grundades av Bo-Elof Hansson 1986 och som därefter skänkte samtliga sina aktier till den nyskapade stiftelsen. Koncernen har därmed inga fysiska ägare ovanför Stiftelsen. Stiftelsens ändamål är att främja utbildning inom handel och delar därför ut stipendier inom detta område samt skänker en summa pengar till Lutherhjälpen. Den kan därmed sägas ha välgörande ändamål och ha ett gott syfte.

"Detta innebär en stabil ägare och att vinster inte plockas ut av någon aktieägare utan all vinst förutom utbetalda anslag från Stiftelsen blir kvar i koncernen. Över tid samlas därför pengar i bolaget och lämnar inget alternativ utöver att hitta tillväxtsätt."

Fastighetsdelen har varit en bra typ av investeringar då det är ett sätt att investera stora likviditetsöverskott. Andreas menar dock att det finns två sidor av myntet då det kommer till

ägarstrukturen. Då det är tuffa tider finns ingen ägare som kan skjuta in kapital och styra upp den finansiella delen. Koncernen styr därmed sitt eget öde och så länge allt går rätt har man väldigt bra kontroll över situationen.

"Stiftelsen är en passiv ägare och ska i normalfall inte blanda sig i alltför mycket. Istället är det primärt Holding som styr i enlighet med Stiftelsens ägardirektiv och stiftelsen informeras vid behov."

Då det kommer till stora organisatoriska strategiska beslut finns det direktiv från toppen och stiftelsen gällande vad som skall upp till stiftelsen då beslut skall fattas eller godkännas. De typer av beslut detta kan gälla är stora organisatoriska förändringar, förvärv av bolag eller försäljning av bolag. Vilka beslut som VD/styrelse i respektive dotterbolag kan ta regleras i arbetsordningen och vid behov lyfts beslut till Holding/Stiftelsen för fastställande. Då verksamhetsbenen är så pass olika krävs olika nivåer för de olika mandaten inom dotterbolagen, t ex behöver affärsområdet Fastigheter ett större mandat gällande investeringar för att det skall bli praktiskt hanterbart. Om det är stora förändringar som sker på en gång, något som varit fallet under de senaste åren har ägaren dock fått en något större roll. Löper allt på normalt är meningen att stiftelsen inte ska vara involverad i den dagliga verksamheten utan istället ägna sig helt åt sina egna ändamål.

"Det är roligt och annorlunda med stiftelseägande då man kan jobba mer i lugn och ro och verkligen utveckla verksamheten dit man vill. I dagsläget delas alltså 3 miljoner ut till stiftelsen som därefter delar ut dessa pengar till välgörande ändamål. Koncernen väntas dock tjäna betydligt mer än så vilket gör att koncernens förmögenhet väntas öka betydligt under året. Att vara ägd av en stiftelse är frihet under ansvar."

Många av konkurrenterna älskar avhoppare som anammat delägarskap vilket man medger kan vara en fördel vid rekrytering då många ser det som en möjlighet. Elof Hansson har därmed istället anammat vad man beskriver som "ett mycket generöst bonussystem" där man tjänar pengar då det går bra men slipper ta risken då det går dåligt. Dock tror Andreas att delägarskap är viktigare idag än vad det var för 20 år sedan och att delägarskap därmed kan vara en fördel vid rekrytering.

4.4 Hans Andersson

Intervju genomförd med Mikael Weijerman, VD

Hans Andersson Paper är ett dotterbolag inom koncernen Hans Andersson Group som grundades 1948. Koncernen står idag på fyra olika ben vilka består utav Recycling, Trading, Fastigheter och Finans. Inom recycling, som anses vara den huvudsakliga sysselsättningen, arbetar man med återvinning av produkter som plast, metaller och diverse andra produkter som måste tas hand om.

Hans Andersson Paper bedriver handel med papper, där majoriteten av omsättningen sker på den afrikanska kontinenten men även Sydamerika och Asien är marknader där affärer görs. Utöver vanlig handel äger Hans Andersson Paper även andelar i anläggningar i Afrika och Centralamerika som konverterar papper. Handelsverksamheten sysselsätter idag 16 personer i Sverige.

4.4.1 Risk och riskhantering

Enligt Mikael är en av de stora riskerna för Hans Andersson Paper och även branschen som helhet den finansiella risk som man som handelshus ständigt utsätter sig för. Kreditrisker finns alltid överhängande vid större affärer och då det rör sig om stora summor pengar blir även skadorna stora om något skulle gå fel. Mikael nämnde även de stora förändringar som sker inom pappersindustrin, varför det gäller för handelshusen att hela tiden vara medvetna om detta. Som exempel kan nämnas att papperstidningarnas upplagor sjunker ständigt medan förpackningsindustrin är en växande industri.

En annan risk är att leverantörerna ständigt gör nya försök att gå runt mellanhänderna och sköta försäljningen av sina produkter själva. I i-länder menade Mikael att de i större utsträckning etablerade med egna försäljningsorganisationer och kan där bättre matcha den service som handelshus erbjuder i u-länder. I u-länder är det dock svårare för leverantörer att lyckas på egen hand vilket medför att handelshusen kan ha en betydande roll i ytterligare ett antal år.

Något som också blir oerhört viktigt i en kunskapsintensiv bransch som handelshusen verkar i är att en mycket stor del av bolagets värde utgörs av personalen och den kunskap de innehar. En risk blir därmed att de anställda väljer att lämna bolaget av olika skäl vilket lämnar tomrum som måste fyllas. Att jobba med sätt att få anställda att utvecklas och känna sig tillfreds blir därmed ett viktigt arbete för bolagets överlevnad:

"Vår balansräkning kommer till kontoret klockan 8 och går hem vid 16. Skulle personalen välja att försvinna och inte dyka upp igen finns knappt något värde kvar i bolaget."

4.4.2 Utdelning

Än så länge har Hans Andersson Paper inte lämnat någon utdelning till moderbolaget i koncernen. Att detta inte har skett beror till stor del på att ägarna inte har haft något behov av att ta utdelning från bolaget till förmån för andra investeringar, inte minst då koncernen för övrigt haft tillfredsställande resultat inom de övriga delarna. Så länge bolaget uppnår de resultatmål som satts upp har ägarna därmed varit nöjda. Ett annat argument är att bankerna kräver att bolag upprätthåller en viss soliditet. Att ha kvar kapital i bolaget har därmed varit naturligt.

4.4.3 Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar

I dagsläget ingår Hans Andersson Paper i koncernen Hans Andersson Group. Koncernen ägs i sin tur till 90 % av familjen Andersson utspritt på fem olika familjemedlemmar. På koncernens sista tiondel delar ytterligare fem delägare, däribland Mikael själv. Att det finns en tydlig huvudägare menar Mikael dock inte innebär onödigt mycket detaljstyrande:

"Våra ägare har varit mycket smarta och haft en bra ägarfilosofi. Vi har fått leva vårt eget liv utan daglig inblandning i verksamheten från ägarnas sida. Istället bedrivs Hans Andersson Paper som ett eget företag men med en extern finansiär. Utifrån detta är det upp till oss att leverera."

Att bolaget får styra mycket själva och fatta sina egna beslut har lett till att beslutsprocessen oftast inte behöver gå utanför Hans Andersson Paper och dess ledning. Anledningen till att bolaget en gång i tiden beslutade sig för att etablera sig på framförallt den afrikanska marknaden byggde mycket på att Mikael själv hade personlig erfarenhet av handel just där. Det var därför naturligt att fortsätta att utveckla denna del genom uppbyggnad av relationer samt återkommande affärer med leverantörer och kunder. Än idag då bolaget fattar beslut om nya affärsmöjligheter tas många beslut på basis av säljares erfarenheter och kontakter. Policies om vilka befogenheter varje säljare har finns nedskrivet, men till syvende och sist är det framförallt upp till säljarna själva att fatta de flesta besluten då det kommer till affärer. Skulle det vara någonting de är osäkra på går de till Mikael som agerar som ansvarig. Vid större beslut av mer strategisk karaktär kan dessa tas upp för diskussion under styrelsemöten vilket möjliggör för åsikter och erfarenheter utifrån.

I dagsläget arbetar dock bolaget på ta fram en ny ägarform som väntas träda i kraft senare under året. Med den nya strukturen ska Hans Andersson Holding stå kvar som ägare till 51-55 % medan nyckelpersoner inom tradingen skall få dela på övriga 45-49 % och bolaget skall därmed anamma personaldelägarskap. Hur utdelningspolitiken i framtiden kommer att se ut med den nya ägarstrukturen är inte fastställt.

"Med ett delägarskap måste alla vara villiga att satsa långsiktigt. Vissa har tankar om att bygga starka bolag medan vissa har ambitioner om att tjäna pengar här och nu. Vi är alla i olika faser av livet. Någon som precis fött sitt första barn sitter i en annan ekonomisk sits än jag själv som är 53 och barn som har flyttat ut, men med delägarskap krävs långsiktighet."

I dagsläget får säljarna bonusar utbetalda utifrån hur de presterat och det finns även ett bonussystem för övrig personal som får dela på en del av bolagets vinst. Att detta bonussystem även finns för övrig personal gör att de utan ägarandel inte ska behöva känna att de går miste om något i tider när det går bra för verksamheten.

5 Analys

I följande kapitel analyseras den insamlade empiriska data i förhållande till den teoretiska referensramen. Analysen utgår ifrån de kategorier som intervjuerna kategoriserats efter för att kunna diskutera ägarstrukturens påverkan.

5.1 Risk och riskhantering

Enligt den empiriska undersökningen skiljer sig inte den operationella riskhanteringen nämnvärt mellan de olika bolagen. Samtliga bolag identifierar de finansiella riskerna som mest påtagliga, vilket får anses vara naturligt med tanke på branschen de agerar inom och verksamheternas syfte. Samtliga undersökta bolag använder sig av policys vad gäller mandat som varje enskild operatör får arbeta inom. Alla bolag arbetar även internationellt, varför samtliga gör gällande valutarisker som viktiga. Enligt den empiriska undersökningen möter alltså samtliga bolag liknande risker och utmaningar inom handelsverksamheten, som man därför behöver hantera på liknande sätt då man alla är mer eller mindre beroende av banker och försäkringsbolag för att inte riskera sin finansiella ställning.

Konsensus verkar även råda bland intervjurespondenterna vad gäller risker inom den föränderliga bransch de agerar inom. Bolagen har alla en grund inom handel med varorna papper och pappersmassa, vilkas betydelse och efterfrågan har, och kommer att, förändras mycket jämfört med tidigare på grund av den digitala utvecklingen. Denna utveckling tillsammans med en friare världshandel har även bidragit med mer transparens, varför också handelshusen numera alltid måste försvara och utveckla sin existens på marknaden gentemot växande producenter och kunder.

Vad gäller den strategiska risktagningen från ägarnas sida kan man däremot utläsa flera skillnader mellan bolagen. Enligt Treynor & Black (1976) är personalägda bolag mer riskaverta då ägarna är mindre diversifierade än andra. Detta då ägarna ofta har huvuddelen av sina ekonomiska resurser knuten till bolaget, både i form av lön och kapital. I fallet personalägda CellMark kan detta anses stämma. Detta då de inom handelsverksamheten är det bolag som är mest diversifierat av alla undersökta bolag. Diversifieringen av produktportföljen kan därmed ses som ett sätt för CellMark att sprida risker, då flera av produkterna de handlar med inte korrelerar med varandra. Detta gör att varje enskild investerare, trots koncentrationen av personliga ekonomiska resurser till CellMark, ändå uppnår en viss form av diversifiering och spridning av sina ekonomiska risker. Hans Kling

nämner också det i den empiriska undersökningen att risk och riskhantering är det absolut mest fundamentala inom CellMark, och att man därför har mycket utvecklade mekanismer för att hantera dessa. Vidare menade han att tack vare sin personalägarstruktur har det varit mer självklart för dem att de är nödvändigt att diversifiera portföljen med tanke på utvecklingen i branschen.

I fallet Ekman & Co, som ägs till hälften av personalen och till hälften av familjen Ekman, är även deras produktportfölj diversifierad om än inte i lika stor grad som hos CellMark. Enligt teorin föreligger liknande tendenser hos familjeägda och personalägda bolag, nämligen att man i regel är mer riskavert. Demsetz & Lehn (1985) menar att ägarna familjeägda bolag ofta har en stor del av sina personliga ekonomiska resurser knutna till bolagets värde, varför man har mer incitament att sänka agentkostnaderna och på sätt öka bolagets värde. Ett effektivt sätt att sänka agentkostnader är enligt Ang et al. (2000) att göra personal till delägare. Att utforma en kombination av de två ägandeformerna kan därmed ses som ett sätt att sänka eventuella agent- och övervakningskostnader. Detta har alltså anammats hos Ekman & Co, där Hans Tidebrant under den empiriska undersökningen nämnde att processer och beslut är mer lätttrörliga inom organisationen sedan Ekman antog den ägarstruktur som nu råder, tack vare att ledningen i större grad kan styra företaget utifrån vad de tycker är bäst.

Hans Andersson Paper är det handelshus med minst diversifierad produktportfölj. Dock har familjen Andersson, majoritetsägare i Hans Anderson Holding AB som i sin tur äger Hans Andersson Paper, istället diversifierat sina risker inom koncernen där handelsverksamheten är ett av fyra ben.

Likt Hans Andersson har Elof Hansson valt att diversifiera sig inom koncernen, där man valt att delvis röra sig bort från den traditionella handelsverksamheten något och låtit affärsområdet fastigheter istället växa sig större. Detta menar man skapar en trygg grund och en ökad strategisk riskspridning inom koncernen.

5.2 Utdelning

Då det kommer till utdelningar är det endast två utav de undersökta bolagen som i dagsläget lämnar någon utdelning till sina ägare. Vad samtliga respondenter tog upp gällande utdelningar var de soliditetskrav som bankerna ställer på bolagen för att tillåta dem att genomföra de riskfyllda transaktioner som utgör handelshusens affärsmodell. Det kan därmed sägas att det finns en fördel för samtliga undersökta företag att behålla en större del av vinsten

inom företaget för att på så sätt upprätthålla den goda och nödvändiga relationen till banken, vilket utgör ett strukturellt argument mot utdelningar inom branschen. Med tanke på den riskfulla bransch bolagen befinner sig i pekar dessa svar i samma riktning som Kales & Noes (1990) teori om att ju mer risk ett företag utsätts för desto lägre är utdelningarna. Ytterligare en aspekt som påverkar är de skatteregler som finns för fåmansbolag och som nämndes vid intervjun med av de företag som ej delar ut pengar i dagsläget. Dessa regler innebär att det inte finns något skattemässigt argument för bolagen att lämna utdelning då utdelningen beskattas som inkomst av tjänst.

För Ekman & Co samt Elof Hansson, som båda idag lämnar utdelning, är det svårt att hävda att utdelningen skulle vara något som ägarna för dessa bolag är indifferent till, vilket teorin enligt Miller & Modigliani (1961) säger. Både vad gäller Elof Hanssons Stiftelse och familjen Ekman är ägarhorisonten lång och utdelningen utgör därmed det enda sättet för ägarna att på regelbunden basis få avkastning på sin investering. För Elof Hanssons Stiftelse är dessutom utdelningen helt nödvändig för att överhuvudtaget kunna leva upp till de åtaganden man har som stiftelse och utdelningen utgör därmed en viktig del av deras investering. Båda dessa parter utgör dessutom utomstående ägare utan kontakt med verksamheten på daglig basis. Med utgångspunkt i Jensens (1986) teori om kopplingen mellan det fria kassaflödet och utdelning, innebär detta att risken sänks för dem som investerar samt att det utgör ett effektivt sätt att minska övervakningskostnaderna förknippade mellan relationen agent och principal. I Ekman & Cos fall delas dessutom ägandeskapet mellan familjen och de anställda som valt att köpa in sig i bolaget tills dess att de lämnar. Dessa två ägargrupper kan därmed ha olika investeringshorisonter vilket gör att riskpreferenserna kan skilja sig och innebära olika syn på huruvida man ska anta nya projekt eller investeringar. Enligt Jensen (1986) blir utdelningen därmed ett sätt att komma runt denna problematik då varje enskild investerare är fri att göra vad den vill med det utdelade kapitalet, anpassat till sin egen riskvilja och investeringshorisont.

Även Hans Andersson Papers ägare är utomstående, men de ser däremot inte något behov av att plocka ut något av de ackumulerade vinsterna. Istället är ägarna av åsikten att pengarna arbetar bäst om de får stanna kvar i bolaget och att de istället kan göra eventuella utdelningar från andra delar i koncernen. Även Hans Kling från CellMark menade att de inte sett någon anledning att under den tid som bolaget existerat flytta ut något kapital från bolaget. Fortsatt tillväxt med hjälp av mer kapital inom bolaget har istället varit den väg man valt vilket enligt

Miller & Modiglianis (1961) teori innebär att det också är på detta sätt som personalen och investerarna ser att deras och företagets pengar skapar bäst avkastning.

5.3 Ägarstrukturens praktiska konsekvenser och upplevda fördelar

Vid tidpunkten för när gruppen anställda på Ekman & Co hade tröttnat på den något hierarkiska och tröga strukturen i företaget och istället startade personalägda CellMark, var Ekman & Co ägda av ett börsnoterat finansbolag. Ungefär 20 år senare antog man även på Ekman & Co en delvis personalägarstruktur. Hos båda företagen har man alltså ansett att en personalägarstruktur varit att föredra, då det lämpar sig bra i den snabbväxande branschen de arbetar inom.

Utifrån den empiriska datainsamlingen kan man därför utläsa liknande upplevda fördelar med personalägarskapet från respektive lednings sida. Båda nämner att personalägarskapet möjliggör snabbare beslutsprocesser och att man slipper den tidskrävande rapportering och krav på kortsiktig tillväxt som ofta kommer med många utomstående ägare. Med personalen som ägare är styrelsen och bolagsstämman i större grad införstådd i både branschen och verksamheten, vilket gör det lättare för ledningen att styra företaget utifrån vad de tror är bäst. Båda nämner också att intresset för och engagemanget inom organisationen är högre tack vare personalägarskapet. Delvis för att vissa är aktieägare, men hos Ekman & Co också för att man numera slipper mycket tidskrävande dokumentation. Detta är alltså något som bekräftar konsensus från flertalet tidigare studier gjorda på andra bolag (Long, 1978), (Klein, 1987), (Frohlich et al., 1998) (Tannenbaum, Cook och Lohmann, 1984)

Den form av ägande som finns för Elof Hansson-koncernen följer på många sätt till punkt och pricka den beskrivning som gjorts i litteraturen av Hansmann (1980) och som framförallt finns i de norra delarna av Europa. Detta då den förmögenhet som byggts upp kring bolaget skänktes till en nystiftad stiftelse och som nu har till uppgift att stå som ägare och låta en del av avkastningen från bolaget gå till utbildning och andra välgörande ändamål. Då den summa som delats ut till den ägande stiftelsen utgjort en relativt liten summa i förhållande till de historiska vinsterna har mycket kapital blivit kvar i bolaget, vilket är något som enligt Andreas Siberg tvingat dem att hitta tillväxtsätt. Detta var också något som framkom under den empiriska datainsamlingen som en av fördelarna som finns med att ha en ägare av denna typ, då det skapar möjlighet att bygga ett stort och finansiellt starkt bolag. Enligt Ang et al. (2000) borde ett bolag helt utan ägande från bolagsledningen ha högre agentkostnader jämfört med övriga bolag i denna undersökning där ledningen i samtliga fall har personliga

ägarintressen. Det generösa bonussystem som nämndes under intervjun med Andreas skulle kunna vara en övervakningskostnad som skiljer sig och som enligt Andreas var ett viktigt verktyg vid rekrytering då man inte har möjlighet att erbjuda delägarskap även om det är svårt att kvantifiera inom ramarna för denna studie.

Vad gäller familjeägda Hans Andersson Paper kan man utifrån den empiriska datainsamlingen utläsa att bolaget står på egna ben utan direkt ägarstyrning. Man menar att effekten av ägarstrukturen är att man arbetar som ett eget företag med en extern finansiär. Detta går emot teorin något, där exempelvis Fama & Jensen (1985) framhåller problemen som kan uppstå vid familjeäggande, så som överdrivet fokus på tillväxt. Å andra sidan kan teorin anses som motstridig där exempelvis Stein (1988) menar att ägarfamiljer är mer benägna att ta långsiktiga projekt som nödvändigtvis inte skapar stort värde på kortare sikt.

Vidare planerar även Hans Andersson Paper att införa personalägarskap, där personalen skall äga upp till 49 % av aktierna och Hans Andersson Holding 51 %. Syftet med denna förändring är att man hoppas kunna skapa en starkare länk mellan vissa anställda och företaget, något som man alltså till viss del saknar i dagsläget då den största upplevda risken är att nyckelpersoner lämnar företaget. Likt Elof Hansson tillämpar man även inom Hans Andersson Paper ett bonussystem där anställda får vara med och dela på vinsten, något som kan anses vara en övervakningskostnad från styrelsens sida.

6 Slutsats

I följande kapitel redovisas de resultat som kommit fram ur analysen samt svaren på studiens frågeställningar. Avslutningsvis ges förslag på fortsatta studier inom ämnet.

Studien bidrar till ökad förståelse och insikter gällande vilka effekter ägarstrukturen har på Göteborgs handelshus syn på risk och utdelningar samt identifierar ett antal drivkrafter bakom denna struktur och dess konsekvenser.

Studien visar att den operativa riskhanteringen skiljer sig åt i mycket liten grad mellan de undersökta bolagen. Detta för att de alla möter liknande utmaningar och risker inom verksamheten som man tvingas till att hantera på liknande sätt, vilket alltså inte är något som påverkas av gällande ägarstruktur.

Däremot visar studien att det som påverkas av ägarstrukturen är den strategiska riskhanteringen. Inom samtliga bolag finns en grad av diversifiering från ägarnas sida. De personalägda och delvis personalägda bolagen har i hög grad diversifierat sin portfölj inom handelsverksamheten både vad gäller produkter och marknader. Detta kan förklaras av ägarnas riskhantering då de ofta har en stor del av sina personliga ekonomiska resurser kopplad till bolaget. Studien har också visat att det kan förklaras av att ägarna som även är anställda i större grad är involverade i den dagliga verksamheten och på så sätt oftare möter potentiella affärsmöjligheter och risker. Det stiftelseägda och familjeägda bolagen är även de diversifierade men har istället valt att sprida risker inom respektive koncern.

Vidare identifierar undersökningen bankernas soliditetskrav som ett argumentet mot att göra utdelningar från berörda företag. Undantagen är Ekman & Co, där en del av ägarna har en längre investeringshorisont än den andra ägargruppen, samt Elof Hansson som förbinds att göra utdelningar för att uppfylla stiftelsekraven.

Vad gäller de upplevda fördelarna med respektive ägarstruktur visar studien på att det främst är kopplat till styrningen av bolaget. Samtliga bolag i undersökningen upplever stora fördelar med att kunna agera fritt utan strikt inblandning av ägarna, på grund av branschens och företagens något speciella natur. Båda de personalägda bolagen upplever stora fördelar med just personalägarskapet i deras typ av företag, då det möjliggör en snabbare beslutsprocess med mer informell kommunikation utan överhängande krav på dokumentation. Vidare upplever man det som en fördel att styrelsen och bolagsstämman är mer införstådd i verksamheten både vad gäller nya affärsmöjligheter och risker när större beslut skall fattas.

Detta innebär att ledningen kan styra bolaget på det sätt det tycker är bäst utan att behöva övertyga en ägare om företagets riktning, något som även delvis stämmer överens med familjeägda Hans Andersson Paper och stiftelseägda Elof Hansson. Hos dessa upplevs det som en stor fördel att kunna agera med frihet och utan alltför stor inblandning från de externa ägarna.

Ytterligare identifierade fördelar och drivkrafter bakom personalägarskapet finns ur personalsynpunkt. Man upplever det som fördelaktigt för att knyta viktiga anställda till sig både i rekryteringssyfte men även vad gäller engagemang i verksamheten. Detta är något som upplevs som viktigt i den här typen av företag där personalen är helt avgörande då affärerna främst bygger på personliga kontakter. Detta bekräftas inte minst av Hans Andersson Paper som planerar att införa ett personaldelägarskap för att uppnå detta på ett enklare och tydligare sätt.

Sammanfattningsvis visar studien att ägarstrukturen i viss utsträckning får effekt på handelshusens syn på och hantering av risk och utdelning. Samtliga av de studerade företagen upplever att ägarstrukturen och dess effekter har betydelse för verksamheten inom den kontext de verkar inom.

6.1 Förslag till fortsatt forskning

Studien har undersökt ägarstrukturens påverkan i fyra olika handelshus, där ett företag ägs av en stiftelse, ett av en familj, ett av personalen samt ett till hälften av personalen och hälften av en familj. Att inkludera andra ägarstrukturer så som börsnoterade företag skulle ge en bredare förståelse kring ämnet. Då branschen även är något unik skulle vidare studier med fördel kunna göras på andra bolag inom andra branscher. Företagen i denna studie är alla tjänstemannastyrda bolag, varför en undersökning som inkluderar tillverkande företag skulle vara intressant.

Denna studie har undersökt fyra utav Göteborgs handelshus med utgångspunkt ur agentteori vilken har sin utgångspunkt i att maximera aktieägarvärdet. Handelshusen utgör alltså en spännande grupp företag som inte undersökts i någon större utsträckning. Att undersöka handelshusen även ur andra ekonomiska perspektiv är därför något som kan vara av intresse. Förslag på detta är att undersöka handelshusens roll med hjälp av intressentmodellen för att vidare undersöka vilken roll de spelar ur andra intressenters än ägarnas ögon.

7 Referenslista

Ang, J.S., Cole, R.A. & Lin, J.W., (2000), Agency Costs and Ownership Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 55, Nr. 1, pp. 81-106

Amihud, Y. & Lev, B., (1981), Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, Nr. 2, pp. 605-617

Bergström, C. & Samuelsson, P. (2012), *Aktiebolagets grundproblem*, Fjärde upplagan, Visby, Norstedts juridik

Berle, A.A. & Means, G. (1932) *The modern corporation and private property*, McMillan, New York

Brav, A., Graham, J.R. & Michaely, R., (2005), Payout policy in the 21st century, *Journal of financial economics*, Vol. 77, Nr. 3, pp. 483-527

Bång, J. & Waldenström, D., (2009), Rörlig ersättning till VD – Vad säger forskningen?, *Institutet för näringslivsforskning*, Nr. 27

Chen, C.R. & Steiner, T.L., (1999), Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *Financial Review*, Vol.34, Nr. 1, pp. 119-136

Demsetz, H., (1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, Nr. 375

Demsetz, H. & Lehn, K., (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, Nr. 6, pp. 1155-1177

Demsetz, H. & Villalonga, B., (2001), Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, Nr. 3, pp. 209-233

Emblemsvåg, J. & Kjølstad, L. E., (2002) Strategic risk analysis - a field version, *Management Decision*, Vol. 40, Nr. 9, pp. 842-852

Fama, E.F. & Jensen, M.C., (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, Vol. 2, Nr. 2, pp. 301-325

Fama, E.F. & Jensen, M.C., (1985), Organization forms and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, Nr. 1, pp. 101-119

Frohlich, N., Godard, J., Oppenheimer, J. and Starker, F. (1998) Employee versus conventionally-owned and controlled firms: An experimental analysis, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 19, Nr. 4/5, pp. 311–326

Hansmann, H.B., (1980), The Role of Nonprofit Enterprise, *Yale Law Journal*, Vol. 89, Nr. 5, pp. 835-901

- Hermann, M. & Franke, G., (2002), Performance and Policy of Foundation-owned Firms in Germany, *European Financial Management*, Vol. 8, Nr. 3, pp. 261-279
- Jacobsen, D. & Sandin, G., (2002), *Vad, hur och varför*, Lund, Studentlitteratur
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, Vol 3, Nr 4, pp. 305-360
- Jensen, M.C., (1986), Agency cost of free cash flows corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, Nr. 2
- Kale, J.R. & Noe, T.H., (1990), Dividend, uncertainty and underwriter costs under asymmetric information, *Journal of Financial Research*, Vol. 13, Nr. 4, pp. 265-277
- Klein, K.J., (1987), Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models, *Journal of Applied Psychology*, Vol. 72, Nr. 2, pp. 319-332
- Kuuse, J., (1999), *Den osynliga länken*, Stockholm, Atlantis
- Lintner, J., (1956), Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, Nr. 2, pp. 97-113
- Long, J. S., (1978), Productivity and Academic Position in the Scientific Career, *American Sociological Review*, Vol. 43, Nr. 6, pp. 889-908
- May, D.O., (1995), Do managerial motives influence firm risk reduction strategies?, *Journal of Finance*, Vol. 50, Nr. 4, pp. 1291-1308
- Miller, M. H., Modigliani, F., (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares *The Journal of Business*, Vol. 34, Nr. 4, pp. 411-443
- Merchant, K. A. & Van der Stede, W. A., (2012), *Management Control Systems: performance measurement, evaluation and incentives*, Tredje upplagan, Harlow, England: Pearson Education
- Panjer, H., (2006), *Operational Risk: Modeling Analytics*, Hoboken, John Wiley & Sons
- Pérotin, V. & Robinson, A., (2002), *Employee Participation in Profit and Ownership: A Review of the Issues and Evidence*, European Parliament
- Rozeff, M.S., (1982), Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, Nr. 3, pp. 249-259
- Schwartz, J., (1989), Giving workers a piece of the action, *Newsweek*, April 17, pp. 45
- Stein, J.C., (1988), Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy*, Vol. 96, Nr. 1, pp. 61-80
- Tannenbaum, A. S., Cook, H. & Lohmann, J, (1984), The relationship of employee ownership to the technological adaptiveness and performance of companies, Research Report, Ann

Arbor: University of Michigan, Survey Research Center

Thomsen, S. (1996), Foundation Ownership and Economic Performance, *Corporate Governance: An international review*, Vol. 4, Nr. 4, pp. 212-221

Thomsen, S. & Rose, C., (2004), Foundation Ownership and Financial Performance: Do companies need owners?, *European Journal of Law and Economics*, Vol. 18, Nr. 3, pp. 343-364

Treynor, J. & Black, F., (1976), Corporate investment decisions, *Modern Developments in Financial Management*, New York, Praeger, pp. 310-327

Veckans Affärer (2015), Det här är Sveriges 500 största företag 2015, <http://www.va.se/nyheter/2015/12/16/det-har-ar-sveriges-500-storsta-foretag-2015/>, (22/5 2016)

Wagner, I. & Rosen, C., (1985), Employee ownership-Its effects on corporate performance, *Employee Relations Today*, Vol. 12, pp. 73-79