



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Aktieägarvärde i fokus

Svenska börsbolags uppfattningar om värdebaserad styrning

Magisteruppsats i företagsekonomi
Studier i ekonomistyrning

Vårterminen 2006

Författare: Åsa Högberg
Viktoria Johansson
Mia Nordblom

Handledare: Christian Ax



SAMMANFATTNING

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Studier i ekonomistyrning, Magisteruppsats, Vårterminen 2006

Författare: Åsa Högberg, Viktoria Johansson och Mia Nordblom

Handledare: Christian Ax

Titel: Aktieägarvärde i fokus – svenska börsbolags uppfattningar om värdebaserad styrning

Bakgrund och problem: Under de senaste decennierna har företagens aktieägare alltmer fokuserats och inställningen till att deras förmögenhet bör maximeras har lett till debatt både inom och utanför näringslivet. Fokuseringen har aktualiserat frågor kring hur ekonomistyrningen skall bedrivas för att det investerade kapitalet skall förvaltas på bästa sätt. Value Based Management (VBM), där mått som Economic Value Added (EVA[®]) ingår, är exempel på en uppmärksammod modell som utvecklats i syfte att maximera aktieägarvärdet. Trots att användningen av VBM upplevt en avsevärd ökning de senaste åren finns endast en begränsad mängd forskningsrelaterade bevis för hur idéerna appliceras i praktiken (Malmi & Ikäheimo, 2003). Utgångspunkten i VBM-litteraturen är att ekonomistyrningen måste bli mer inriktad mot att skapa aktieägarvärde (Hellman & Lind, 2004) varför det torde vara intressant att studera vad koncerner med ett sådant mål anser om VBM:s riktlinjer. Med det i åtanke har vi i studien kartlagt de uppfattningar svenska börsnoterade koncerner har om VBM:s riktlinjer och dess överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt.

Syfte: Mot bakgrund av den ökade aktieägarfokuseringen i Sverige är syftet att kartlägga och analysera uppfattningen hos svenska börsnoterade koncerner om VBM:s riktlinjer och dess överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt. Studien genererar ett empiriskt bidrag då det för första gången undersöks vilka uppfattningar som råder gällande brett accepterade riktlinjer inom värdebaserad styrning.

Avgränsningar: Vi anammar Malmi & Ikäheimos (2003) syn på VBM, vilka utgår från Ittner & Larckers (2001) ingående genomgång av VBM-litteraturen. Vi avgränsar oss i studien till att endast undersöka noterade bolag i Sverige. Vi undersöker ej bolagens ekonomistyrning i praktiken men berör på vissa punkter hur de arbetar, eftersom det kan ge en förklaring till varför de har en viss uppfattning.

Metod: Uppfattningen hos svenska börsbolag kring VBM:s riktlinjer och dess överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt har undersökts genom intervjuer med personer i ledande befattning. Sammanlagt har fem personliga intervjuer, en telefonintervju samt en intervju via e-mail genomförts.

Resultat och slutsatser: Studien visar att bolagen generellt är positivt inställda till VBM:s normativa riktlinjer i syfte att skapa aktieägarvärde. Den gängse uppfattningen tycks vara att EVA[®] skapar tydliga riktlinjer för vad som skapar värde inom verksamheten och således kan verksamheten styras och beslut fattas med hänsyn tagen till vad som genererar det största aktieägarvärdet för koncernen som helhet. Bolagen anser dock att teorin många gånger ej är praktiskt applicerbar. Förklaringar som ges är att EVA[®] är ett svårbegripligt mått ej lämpligt att kommunicera till hela organisationen och att VBM och EVA[®] ej genererar en balanserad styrning av verksamheten. Bolagens uppfattningar avviker i vissa fall från vad som anges i teorin; de känner till innebörden i begreppen men för stundvis resone-mang som står i konflikt med densamma. Studien indikerar även att bolagens uppfattningar eventuellt kan ha påverkats av debatten gällande Corporate Social Responsibilities, bonusutbetalningar och ersättningsnivåer och att deras strävan efter att erhålla legitimitet i samhället influerar deras svar. Det tycks även råda skilda uppfattningar kring hur aktieägarvärde på bästa sätt skapas.

Förslag till fortsatt forskning: Det vore intressant att studera hur bolag säkerställer att aktieägarvärdet maximeras; hur mycket spelar personliga åsikter in och hur mycket influeras de av teoretiska modeller? Ytterligare en reflektion studien genererat är hur bolag påverkas av de "legitimitetstrender" som råder. Ett område för fortsatt forskning skulle kunna vara att undersöka hur bolags strävan efter legitimitet påverkar strävan efter maximering av aktieägarvärdet. Slutligen skulle studiens resultat kunna jämföras med uppfattningen hos bolag i andra nordiska länder (som verkar inom ungefär samma företagsklimat). Finns likheter och/eller skillnader i uppfattningar mellan bolag i de nordiska länderna gällande hur de ser på skapande av aktieägarvärde genom användandet av VBM?



FÖRORD

Först och främst vill vi tacka samtliga respondenter på de bolag vi besökt för att ni, trots fullbokade scheman, tog er tid till att bli intervjuade och för det vänliga bemötande vi fått.

Vi vill även rikta ett särskilt tack till Christian Ax, docent på Handelshögskolan vid Göteborgs universitet och tillika vår handledare, för vägledning och inspiration under hela uppsatsens genomförande.

Göteborg, april 2006

Åsa Högberg ♦ Viktoria Johansson ♦ Mia Nordblom



INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Problemformulering	3
1.4 Syfte.....	3
1.5 Avgränsningar	3
1.6 Uppsatsens fortsatta disposition	4
2 TEORETISK REFERENSRAM	5
2.1 Utvecklingen inom ekonomistyrningsområdet.....	5
2.2 Value Based Management (VBM)	5
2.2.1 Ekonomistyrning.....	7
2.2.1.1 Mål och strategier	7
2.2.1.2 Fastställande av mål och värde drivare.....	7
2.2.1.3 Prestationsmätning	8
2.2.1.4 Belöningar	8
2.2.2 Påverkan på beslutsfattande.....	9
2.2.2.1 Strategiska beslut	9
2.2.2.2 Operativa beslut	9
3 METOD	11
3.1 Studiens karaktäristika	11
3.2 Urval	11
3.2.1 Val av bolag	11
3.2.2 Val av respondenter	12
3.3 Datainsamling.....	12
3.3.1 Primärdata.....	12
3.3.1.1 Personliga intervjuer	12
3.3.1.2 Intervjuernas genomförande	13
3.3.2 Sekundärdata.....	13
3.4 Metod för analys.....	14
3.5 Trovärdighet	14
3.6 Arbetsgång	15
4 RESULTAT OCH ANALYS	16
4.1 Sammanställning av resultat samt analys.....	16
4.1.1 Ekonomistyrning.....	16
4.1.1.1 Mål och strategier	16
4.1.1.2 Prestationsmätning	19
4.1.1.3 Fastställande av mål.....	20
4.1.1.4 Belöningar	22
4.1.2 Påverkan på beslutsfattande.....	26
4.1.2.1 Strategiska beslut	26
4.1.2.2 Operativa beslut	28
5 DISKUSSION OCH SLUTSATS	29
5.1 Uppfattning om VBM relaterat till legitimering.....	29
5.2 Praktisk applicerbarhet	30
5.3 Avvikelser	31
5.4 VBM ej enda väg till maximering av aktieägarvärde	32
5.5 Förslag till fortsatt forskning	33
5.6 Studiens begränsningar	33



FIGURFÖRTECKNING

- Figur 1.1: Disposition, sid. 4
Figur 2.1: Exempel på värdedrivare till EVA[®], sid. 8
Figur 3.1: Arbetsprocessen, sid. 15

TABELLFÖRTECKNING

- Tabell 2.1: VBM:s riktlinjer, sid. 10
Tabell 3.1: Studiens respondenter, sid. 12
Tabell 3.2: Typ av intervjuer, sid. 13
Tabell 4.1: Maximering av aktieägarnas förmögenhet, sid. 16
Tabell 4.2: EVA[®]-mått som övergripande mål, sid. 17
Tabell 4.3: Värdeskapande strategi, sid. 18
Tabell 4.4: Strategisk planering, sid. 19
Tabell 4.5: Prestationsmätning, sid. 19
Tabell 4.6: Förbättringar i nuvarande EVA[®]-nivå, sid. 20
Tabell 4.7: Noll-EVA[®] lägsta nivå, sid. 21
Tabell 4.8: Länka mål till värdedrivare, sid. 22
Tabell 4.9: Bonus skall baseras på förändringar i EVA[®], sid. 22
Tabell 4.10: Ingen övre gräns på bonus, sid. 23
Tabell 4.11: Bonusfördelning över flera år, sid. 24
Tabell 4.12: Aktieoptioner, sid. 25
Tabell 4.13: Strategiska beslut baseras på EVA[®]-kalkyler, sid. 26
Tabell 4.14: Strategiska beslut, sid. 27
Tabell 4.15: BR och RR skall beaktas, sid. 28

BILAGOR

- Bilaga 1: Intervjuguide



1 INLEDNING

I det inledande kapitlet presenteras bakgrunden till vårt valda ämnesområde. Vidare förs en problem-diskussion som utmynnar i uppsatsens syfte. Kapitlet avslutas med en redogörelse för studiens av-gränsningar och uppsatsens fortsatta disposition.

1.1 Bakgrund

Under de senaste decennierna har fokus på företagets ägare blivit alltmer utbrett inom svenskt näringsliv; aktieägarvärde och ägarstyrning betonas idag i en utsträckning som var otänkbar för bara något årtionde tillbaka (Brodin et al, 2000). Detta tar sig bland annat uttryck i att många börsnoterade bolag idag på hemsidor och i årsredovisningar nämner att ett av deras främsta mål är att skapa värde åt sina aktieägare. Utvecklingen mot förstärkt ägarfokus beror bland annat på kapitalmarknadens utveckling där nya finansiella instrument tillkommit. Även det ökade indirekta ägandet, via institutioner och fonder av olika slag, samt allmänhetens ökade intresse för aktier och kapitalmarknaden har påverkat utvecklingens framfart (Brodin et al, 2000).

Såväl förespråkare för som kritiker till fokuseringen på aktieägarvärde och ägarstyrning har höjt sina röster. Brodin et al (2000) diskuterar exempelvis i boken "Koncernchefen och ägarna" att det visserligen är bra med ökad ägarstyrning men att det har gått för långt. Författarna menar att den egentliga innebörden i aktieägarvärde är oklar men att begreppet trots det har kommit att fungera som ett verkningfullt riktmärke. *"Fokuseringen på snabbt synbara värden och det värdeskapande som märks 'just nu' har blivit för stor. Fokuseringen på finansiella värden och bonussystem har också blivit överdriven. Det räknas för mycket i avgränsade finansiella hänseenden. Alltför få tar ansvar för långsiktigt hållbara strukturer. Renodlingen mot "kärnaffärer" har gått för långt."* (Brodin et al, 2000, sid. 5) Som ett ifrågasättande till ovanstående anger Bengtsson & Skärvad (2001) i sin bok "Företagsstrategiska perspektiv" att det är omtvistat om företagsledare verkligen blir mer kortsiktiga i sina åtgärder när de arbetar med utgångspunkt i aktieägarvärde. Författarna menar att om så vore fallet borde börsnoterade amerikanska bolag, vilka har den mest utvecklade aktieägarstyrningen i världen, vara betydligt mer kortsiktiga än företag från de flesta andra länder. Några belägg för att amerikanska företag investerar mindre eller ägnar sig åt utvecklingsverksamhet i mindre utsträckning än jämförbara företag från andra länder finns dock inte, skriver författarna.

Åsikter kring hur företag skall styras, vilka mål som skall prioriteras och huruvida fokuseringen på aktieägarvärde och ägarstyrning gått för långt eller ej varierar från person till person. Fokuseringen av ägarperspektivet aktualiserar dock även frågor kring hur ekonomistyrningen inom bolagen skall bedrivas så att investerarnas kapital förvaltas på bästa sätt. I en koncern måste koncernledningen hantera relationen till kapitalmarknaden och ägarna (vertikal process) likväl som de har krav på sig att utforma en fungerande intern ekonomistyrning (horisontell process). Koncernstyrning baserad på traditionella redovisningsmått kopplat till den horisontella processen utsattes under 1980-talet för kritik. Kritikerna ansåg att finansiella mått som räntabilitetsmått genererar ett alltför kortsiktigt agerande och inte heller utgör ett bra beslutsstöd för operativa chefer. Under 1990-talet utsattes även användandet av redovisningsbaserade räntabilitetsmått kopplat till den vertikala processen för kritik då förfarandet ansågs leda till att företagen inte agerade i enlighet med ägarnas intressen. Kritiker menade att företagets finansiella styrning var i behov av förändring; chefer borde i varje beslutssituation agera på ett sätt som gjorde att de endast genomförde beslut som fick en positiv inverkan på företagets ekonomiska värde (Hellman & Lind, 2004).

Invändningarna mot den traditionellt redovisningsbaserade ekonomistyrningen har resulterat i utvecklingen av nya normativa ekonomistyrningsmodeller och den ökade betoningen på ägarstyrning har bidragit till att ekonomistyrningsmodeller med utgångspunkt tagna i finansiell teori framställts. De nya



ekonomistyrningsmodellerna fokuserar värdeskapande för ägarna. Exempel på uppmärksammade modeller kopplade till fokuseringen är Value Based Management (VBM) där mått som Economic Value Added (EVA[®]) ingår. VBM har vidare blivit samlingsnamnet för de styrmedel som syftar till att maximera ett företags aktieägarvärde (Hellman & Lind, 2004) och modellen anges kunna erbjuda ett integrerat ramverk för att mäta och styra företag på ett sätt som skapar det bästa långsiktiga aktieägarvärdet (Ittner & Larcker, 2001). VBM syftar även till att undvika problemet med otydliga mål eller mål som ej står i överensstämmelse med den övergripande strategin, då modellen utgår från att organisationen måste skapa värde och att styrningen byggs upp därefter (Koller, 1994).

1.2 Problemdiskussion

Trots att användningen av VBM upplevt en avsevärd ökning de senaste åren finns endast en begränsad mängd forskningsrelaterade bevis för hur idéerna appliceras i praktiken (Malmi & Ikäheimo, 2003). En studie som detta fokuserats i är Malmi & Ikäheimos "Value Based Management Practices – Some Evidence from the Field" från år 2003, i vilken författarna har undersökt den praktiska appliceringen av VBM i Finland. Sex finska bolag, majoriteten börsnoterade, tillhörande fem olika branscher ingick i studien vilken visade att användandet av VBM i praktiken var diversifierat. Inget av de sex bolagen använde VBM i den omfattning som teorin anger. Användandet av VBM skiljde sig vidare åt mellan bolagen på så vis att VBM endast var retoriskt för vissa medan det för andra haft inverkan både på beslutsfattande och styrsystem. Studien visade även att utsträckningen i vilken bolagen använde VBM skiljde sig åt; vissa använde endast modellen på de högre nivåerna inom organisationen medan andra använde den inom hela organisationen. Enligt författarna kan olika interna motiv för adopterandet av VBM förklara skillnaderna i användandet i praktiken. Merparten av övrig forskning som bedrivits gällande VBM har främst varit inriktad på att jämföra hur framgångsrika företag som adopterat VBM är i förhållande till företag som ej anammat modellen (Malmi & Ikäheimo, 2003). Annan empirisk forskning har uppmärksammat statistiska test gällande hur EVA[®] kan förklara förändringar i aktiekurser på ett bättre sätt än vad mer traditionella mått kan. Frågan om hur VBM påverkar ekonomistyrningen i företag är dock ett område som ej studerats i någon större utsträckning (Hellman & Lind, 2004).

Eftersom utgångspunkten i VBM-litteraturen är att ekonomistyrningen behöver bli mer inriktad mot att skapa värde för aktieägarna (Hellman & Lind, 2004) borde modellen vara attraktiv att anamma inom organisationer som anger att deras övergripande mål är att skapa aktieägarvärde. I det avseendet borde det vara intressant att undersöka hur bolag med ett sådant övergripande mål ställer sig till den normativa litteraturens förslag på hur ekonomistyrningen bör se ut. Hellman & Lind (2004) berör i sin studie "Aktieägarvärde och koncernstyrning – en studie av interna och externa aspekter på koncernstyrning" till viss del området. Studien syftar till att öka kunskapen om hur framväxten av nya ekonomistyrningsmodeller, baserade på finansiell teori, påverkat företagens koncernstyrning. Studien visar att samtliga 17 undersökta företag anger att de är aktieägarorienterade och att deras huvudsakliga uppgift är att öka aktieägarvärdet. Endast två företag hade dock infört en VBM-baserad koncernstyrning. De angav bland annat att kapitalmarknaden hade svårt att ta till sig deras nya VBM-baserade styrning och att kapitalmarknadens krav på finansiell information försämrade förutsättningarna för dem att fortsätta arbeta med VBM. Aktörer på kapitalmarknaden vill ej erhålla rapporter med VBM-baserade mått varför bolagen som använde modellen ändå var tvungna att rapportera redovisningsbaserade mått. Författarna anger att en viktig förklaring till svårigheten att anamma VBM förefaller vara att aktiemarknaden fokuserar andra mått än de som anges i VBM-teorin. Som slutsats drar författarna bland annat att företagen tvingats anpassa sin koncernstyrning till aktiemarknadens krav; en anpassning ej kopplad till VBM.

Resultatet från den forskning som bedrivits gällande VBM inom ramen för vårt problemområde visar att företag upplever att teorins applicerbarhet i praktiken begränsas på grund av olika orsaker (se ex-



empelvis Hellman & Lind, 2004; Malmi & Ikäheimo, 2003). Trots att modellen anges vara väl lämpad för företag med mål att öka aktieägarvärdet visar forskning att många aktörer med detta mål använder sig av annan styrning än VBM (Hellman & Lind, 2004). En undersökning genomförd av PA Consulting Group år 1999 på finska bolag visar dock att bolagen har en positiv inställning till VBM-modellens normativa riktlinjer då nästan alla VD:ar på större finska bolag var positivt inställda till beståndsdelarna i VBM (Malmi & Ikäheimo, 2003).

Med ovanstående som bakgrund borde det vara intressant att undersöka hur svenska börsnoterade koncerner ser på och resonerar kring ekonomistyrning kopplat till att skapa värde för ägarna. Då grundtankarna i VBM är att det övergripande målet i koncernen är att öka aktieägarvärdet anser vi att modellens teoretiska referensram är lämplig att använda som utgångspunkt i studien. Enligt teorin kring VBM är modellen allomfattande och inkluderar arbete med företagsstrategi, incitamentsprogram för ledningen och detaljerade interna styr- och belöningsystem; alltsammans utformat för att länka medarbetarnas prestationer till aktieägarvärdet (Ryan et al, 1999). Därmed berör modellen många punkter som är intressanta att belysa ur ekonomistyrningssynpunkt och det vore intressant att undersöka om svenska börsbolag uppfattar att VBM överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. I studien intervjuas därför sju svenska börsnoterade koncerner om deras uppfattning kring de riktlinjer för VBM som två tidigare studier satt upp. De två tidigare studierna har genomförts av Ittner & Larcker (2001) samt Malmi & Ikäheimo (2003) och kommer att utgöra teoretisk referensram och utgångspunkt för vår empiriska studie.

1.3 Problemformulering

Redogörelsen av bakgrunden till vår studie och problemdiskussionen har utmynnat i följande problemformulering:

*>> Vilken är uppfattningen i svenska börsnoterade koncerner
gällande ändamålsenligheten i VBM:s riktlinjer? <<*

1.4 Syfte

Mot bakgrund av den ökade aktieägarfokuseringen i Sverige är syftet att kartlägga och analysera uppfattningen hos svenska börsnoterade koncerner kring riktlinjer för VBM och dess överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt. Studien ger ett empiriskt bidrag där det för första gången undersöks vilka uppfattningar som råder hos svenska börsbolag gällande bredd accepterade riktlinjer inom värdebaserad styrning. Tre huvudsakliga områden där studiens resultat i framtiden kan användas inom kan urskiljas:

- Forskning; exempelvis som utgångspunkt vid formulering av nya forskningsfrågor och som uppslag för problemställningar av mer djupgående karaktär.
- Utbildning; exempelvis för att bekräfta, komplettera eller motsäga riktlinjer inom den normativa framställningen som hittills stått oemotsagda.
- Praktik; exempelvis i form av kunskap för bolag som planerar att adoptera VBM.

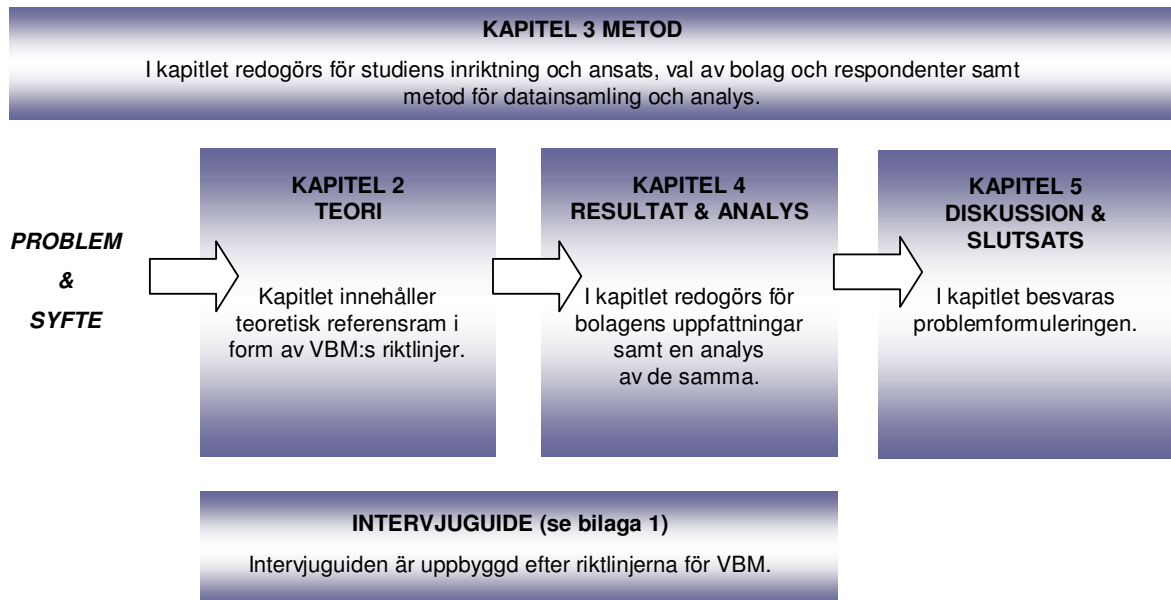
1.5 Avgränsningar

I vår teoretiska referensram har vi valt att bygga vidare på Malmi & Ikäheimos (2003) studie, vilka utgår från Ittner & Larckers (2001) ingående genomgång av VBM-litteraturen. Vi kommer därmed ej själva att gå igenom all VBM-litteratur som finns publicerad eftersom den granskning som gjorts i de



två angivna studierna är vida omfattande. Vi avgränsar oss i studien till att endast undersöka noterade bolag på grundval av att de torde ha som mål att skapa aktieägarvärde. Vi kommer inte att undersöka bolagens ekonomistyrning per se men på vissa punkter berörs hur bolagen i praktiken arbetar eftersom det kan förklara deras uppfattning.

1.6 Uppsatsens fortsatta disposition



Figur 1.1: Disposition (egen sammanställning)



2 TEORETISK REFERENS RAM

För att klargöra innebörden av VBM ges i kapitlet en sammanfattad genomgång av den normativa VBM-teorins uppbyggnad. Den teoretiska referensramen ligger till grund för vår intervjuguide och används även vid analys av vår insamlade empiri.

Termen ägarstyrning kan belysas ur olika synvinklar men i studien utgår vi från begreppet i den mening det avser hur företag skall styras för att uppfylla ägarnas avkastningskrav på det investerade kapitalet. Ägarstyrning inriktas i studien på mål, strategier, prestationsmätning, belöningar och beslutsfattande samt hur dessa påverkas och utformas då syftet är att maximera aktieägarnas förmögenhet.

2.1 Utvecklingen inom ekonomistyrningsområdet

VBM representerar förlängningen på mer än fyra decenniers forskning och praktisk tillämpning och tillhör den fjärde fasen i utvecklingen inom ekonomistyrningsområdet (Ittner & Larcker, 2001). Nedan redogörs för de fyra faserna.

1. Innan 1950-talet var ekonomistyrningen främst inriktad på verksamhetens kostnader och styrning genom användning av budget och system som redovisade verksamhetens kostnader.
2. Under 1960-talets mitt prioriterades istället tillhandahållandet av information som underlag för företagets planering och styrning.
3. I mitten av 1980-talet skiftade ekonomistyrningen återigen inriktning och tenderade nu att lägga mer vikt vid effektivisering av resursutnyttjandet. Inriktningen var något som frambringats av den allt större användningen av Total Quality Management (TQM) och introduktionen av redovisningstekniker som processanalys, strategisk kostnadsstyrning och aktivitetsbaserad kostnadskalkylering (ABC).
4. Ett decennium senare, i mitten på 1990-talet, inledde ekonomistyrningen sin fjärde fas då fokuseringen på planering, styrning och effektivisering utvecklades till att även omfatta en mer strategisk inriktning som ställde företagets värdeskapande i centrum. Ekonomistyrningen kopplades till värdeskapandet genom att identifiering, mätning och styrning av nyckelfaktorer för kundvärde, organisatorisk innovation och avkastning till aktieägare uppmärksammades.

Delade meningar råder om vad som egentligen innefattas i VBM (Hellman & Lind, 2004). Ittner & Larcker (2001) har i sin artikel "Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value-Based Management Perspective" gjort en granskande genomgång av den omfattande litteraturen på området. Utifrån det har författarna sammanställt en referensram för hur VBM kan definieras, vilket möjliggör en mer integrerad struktur över de senaste årtiondenas litteratur. Malmi & Ikäheimo (2003) har konkretiserat Ittner & Larckers (2001) referensram för VBM i ett antal riktlinjer och har studerat hur sex finska bolag använder sig av värdebaserad styrning i praktiken. I vår studie har vi utgått från Ittner & Larckers (2001) samt Malmi & Ikäheimos (2003) syn på VBM och för att fastställa studiens referensram följer nedan en sammanfattad genomgång av den normativa VBM-teorins uppbyggnad.

2.2 Value Based Management (VBM)

VBM tar sin utgångspunkt i att det övergripande målet i företaget är att maximera aktieägarvärdet. Sammanfattat kan VBM definieras som en samling *vägledande principer* som hjälper chefer att mäta prestationer, allokera resurser och fastställa mål på ett sätt som gör att den övergripande målsättningen kontinuerligt eftersträvas. Enligt Ittner & Larcker (2001) hävdar en stor del av förespråkarna inom



VBM att ett företags primära mål måste uttryckas i termer av "ekonomiskt värde" såsom residualresultat och kassaflödesorienterade mått för att interna mål ska kunna kopplas till aktieägarvärde. Resonemanget baseras på att residualresultat och kassaflödesorienterade mått har ett starkare samband med aktieägarvärde än vad traditionella redovisningsmått har och att de därför bör ersätta dem. Delar av VBM-litteraturen visar att mått baserade på residualresultat kan säkerställa målkongruens mellan principal och agent¹. Ett vanligt mått på värdeskapande inom VBM är därför Economic Value Added (EVA[®]), ett slags residualresultat, vilket innebär att kostnaden för eget och lånat kapital subtraheras från den genererade vinsten (Gressle, 2001). "Enligt EVA[®] skapar ett företag ekonomiskt mervärde först när samtliga kostnader inklusive ränta på lånat kapital och ett avkastningskrav på det egna kapitalet har täckts" (Controllerhandboken, 2004).

$$\gg \text{EVA}^{\text{®}} = \text{Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)} - [\text{Capital} \times \text{Cost of Capital}] \lll$$

I teorin förespråkas att VBM genomsyrar hela verksamheten och inkluderar allt från fastställande av företagets strategi till interna styr- och belöningsystem; allt designat för att länka medarbetarnas prestationer till aktieägarvärdet. Ett omfattande VBM-system spänner över samtliga nivåer i organisationen och syftar till att engagera, motivera och belöna anställda utifrån hur de skapar värde (Slater et al, 1996). Ittner & Larckers (2001) ramverk består i huvudsak av sex steg:

1. Val av interna mål vilka leder till ökat aktieägarvärde
2. Val av strategier och organisationsstruktur i linje med de valda målen
3. Identifikation av specifika prestationsvariabler, eller "värdedrivare", som skapar faktiskt värde i företaget givet strategierna och organisationsstrukturen
4. Utveckling av handlingsplaner, val av prestationsmått och fastställande av mål baserat på de faktorer som har identifierats i analysen av värdedrivarna
5. Utvärdering av handlingsplanernas genomförande
6. Utvärdering av validiteten i de interna målen, strategierna, planerna och styrsystemen i ljuset av uppnådda resultat, och modifiering av dem vid behov

Utifrån den övergripande målsättningen skall specifika mål för verksamhetens olika delar identifieras samt strategier och lämplig organisationsstruktur utarbetas. För att tydliggöra hur målen uppnås identifieras deras värdedrivare, vilka i sin tur ligger till grund för handlingsplaner, prestationsmätning och utvärdering av prestationer. Ittner & Larcker (2001) fångar upp mycket av de påverkanssamband och kopplingar som tas upp i kontingensteorier, principal och agent-modeller samt i ramverk för olika ekonomiska organisationsstrukturer. Centralt är att ekonomistyrningen skall ses i ett större sammanhang och att den skall innefatta affärssystem, prestationsmätning, belöning och organisatorisk design, som påverkas av företagets externa miljö. Vidare betonas vikten av kontinuerlig uppföljning och feedback för att möjliggöra korrigerande av mål och strategier med utgångspunkt i att öka aktieägarvärdet.

Malmi & Ikäheimo (2003) anser dock att den innebörd Ittner & Larcker (2001) lägger i VBM är alltför vid; de menar att det med deras sexstegsmodell egentligen inte går att formulera en alternativ modell till VBM. Malmi & Ikäheimo (2003) tillägger därför att det som särskiljer VBM från andra ekonomistyrningsmodeller är att:

¹ En agentrelation föreligger då en eller flera personer (*principalen/principalerna*) involverar en annan person (*agenten*) att utföra ett uppdrag å dennes vägnar. Kontraktet parterna emellan innebär delegering av beslutsfattande till agenten (Jensen & Meckling, 1976).



- Det övergripande målet är att skapa aktieägarvärde
- Värde drivare identifieras
- Prestationsmått, målnivåer och belöningssystem sammankopplas
- Både operativt och strategiskt beslutsfattande kopplas till värdeskapande och värde drivare

Malmi & Ikäheimo (2003) konkretiserar VBM på följande vis:

2.2.1 Ekonomistyrning

2.2.1.1 Mål och strategier

Det första och avgörande steget ledningen måste ta rörande verksamhetens ekonomistyrning är att etablera en tydlighet i vilka mål organisationen skall eftersträva. I ett aktiebolag är det i slutändan endast ett mål som skall fokuseras och det är att maximera aktieägarvärdet. Om målet inte är tydligt förankrat kommer varje försök till styrning mot detsamma inte att leva upp till förväntningarna och företaget kommer inte lyckas leverera det önskvärda resultatet (Knight, 1997). Eftersom investerare satsar kapital i olika verksamheter i syfte att erhålla avkastning på sina investerade medel har ledningen i uppgift att se till att företaget genererar den vinst som ägarna förväntar sig. Ledningen måste därmed förstå hur stor kostnaden för investerarnas kapital är innan de beslutar vilka projekt som skall genomföras och vilka som skall förkastas. Om denna förståelse finns kan de utforma företagets strategi i enlighet med de aktuella förväntningarna alternativt få förväntningarna att stå i överensstämmelse med strategin (Knight, 1997). I detta avseende hjälper VBM ledningen att förankra och fokusera företagets strategi genom att den kontrolleras och belönas utifrån organisationens förmåga att uppnå det övergripande målet (Black, 1998).

När mål fastställts och strategier etablerats kan organisationen utforma, styra, utvärdera och kompensera samtliga finansiella beslut med hänsyn tagen till hur det övergripande målet eftersträvas och uppnås (Ehrbar, 1998). EVA[®] utgör ett mått och/eller värde drivare som ska kommuniceras och användas i hela organisationen och utgöra en grund för ett komplett integrerat finansiellt ekonomistyrningssystem. EVA[®] möjliggör att beslut kan fastställas, styras, kommuniceras och belönas med hänsyn tagen till hur mycket värde de skapar åt aktieägarna (Stern et al, 1995). Syftet med att använda EVA[®] som dominerade mått är att eliminera konflikter och förvirring som kan uppstå om fler övergripande mått används. Förfarandet skapar även ett enhetligt språk i hela organisationen och medarbetarna förenas mot ett gemensamt och tydligt övergripande mål (Ehrbar, 1998).

2.2.1.2 Fastställande av mål och värde drivare

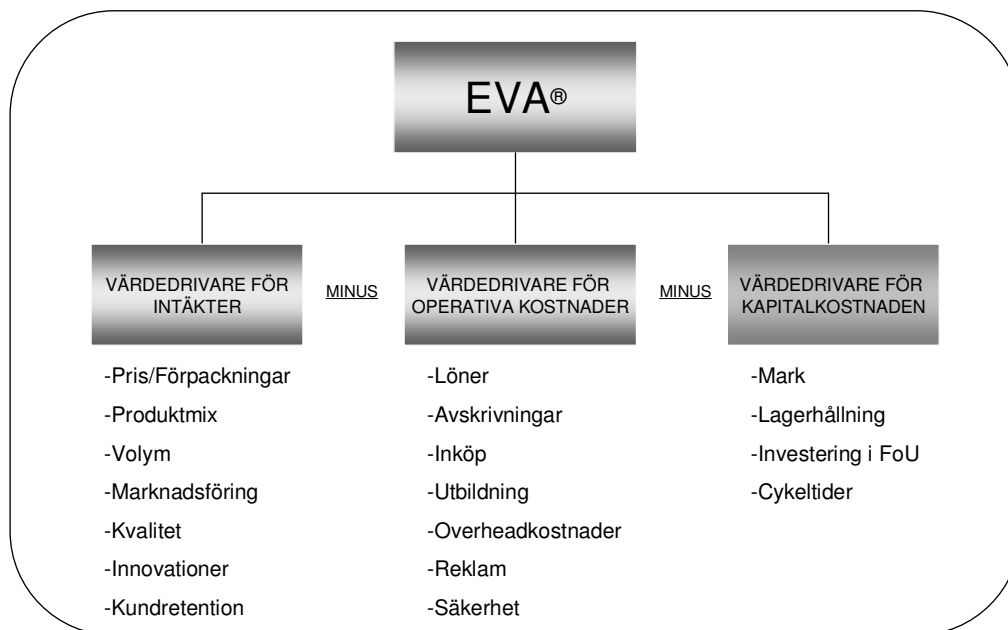
Vid fastställande av mål skall syftet vara att ständigt sträva efter ökat värdeskapande, vilket uppnås genom att mål fastställs utifrån verksamhetens rådande EVA[®]-nivå. För att undvika orimliga målsättningar tas dock hänsyn till om det uppstått några förändringar för verksamheten som påverkar möjligheten att förbättra prestationerna (Martin & Petty, 2000). För att eliminera risken att förstöra aktieägarvärde utgör noll-EVA^{®2} den lägsta acceptabla nivå enheter skall uppnå. Noll-EVA[®] innebär en nivå där värdeskapandet precis uppnår kostnaden för det kapital som krävs för att skapa värdet. Genom att sätta upp värdeskapande som enda mål kan trade-offs göras och beslut tas utifrån vad som maximerar värdet (Knight, 1997). I praktiken är dock verkligheten ofta mer komplicerad och det teoretiska målet kan då vara svårare att uppnå. I takt med att organisationens komplexitet ökar så ökar även antalet konflikter inom företaget, ofta på grund av medarbetares olika intressen. Även i de situationer

² EVA[®] definieras i Gressle (2001) som vinst minus kostnad för eget och lånat kapital. Noll- EVA[®] skulle därmed innebära att kostnaden för kapitalet är lika stor som vinsten, det vill säga efter att aktieägare och övriga tillhandahållare av kapital blivit kompenserade finns inget kvar av vinsten att behålla i bolaget.

där det råder överensstämmelse om att aktieägarvärdet är det som skall fokuseras förekommer ofta olika åsikter kring hur målet bäst uppnås. För att uppnå värdeskapande krävs även mer än endast kontroll av företagets prestationer; det fordrar bland annat att ledningen bedriver ett effektivt arbete för att identifiera, expandera och skörda de investeringsalternativ som dyker upp och som genererar det högsta aktieägarvärdet (Martin & Petty, 2000).

2.2.1.3 Prestationsmätning

För att kunna styra verksamheten mot ökat värdeskapande är det viktigt att etablera en prestationsmätning som fokuserar detta. VBM-teorin anger därför att prestationsmätning bör ske genom ekonomiska vinstmått och deras värde drivare; den bakomliggande tanken är att värdeskapande mäts bäst genom att fastställa den totala mängd kapital som krävs för att generera den specifika vinsten. Traditionella redovisningsmått såsom vinst per aktie, bokfört värde, avkastning på eget kapital, avkastning på tillgångar och avkastning på investerat kapital bör överges för att istället använda EVA[®] som det övergripande målet. Kompletterande mått måste fortfarande beaktas men de skall utvärderas i förhållande till hur de påverkar EVA[®] (Ehrbar, 1998). Värde drivare används för att koppla samman prestationsmått för den övergripande nivån med de påverkansfaktorer (se figur 2.1 nedan) som identifierats på den operativa nivån. Genom att översätta de övergripande målen till kvantitativa (och kvalitativa) sådana kan företaget synliggöra kopplingen mellan operativt beslutsfattande och skapande av aktieägarvärde. Om en tydlig koppling finns mellan den övergripande strategin och de mått som används kan organisationen på ett bra sätt styras mot de uppställda målen (Black, 1998).



Figur 2.1: Exempel på värde drivare till EVA[®] (egen omarbetning av bild utformad av Stern Stewart & Co.)

2.2.1.4 Belöningar

När strategier och mål fastställts och ett prestationsmätningssystem utformats gäller det att försöka motivera organisationen att eftersträva det övergripande målet. I detta avseende anger VBM-litteraturen att det inte går att nå en effektiv måluppfyllelse utan att målen kopplas samman med ett belöningsystem. Ittner & Larcker (2001) nämner inte uttryckligen kopplingen mellan VBM och belöning. Ersättningar är dock ett av de mer omfattande områdena inom den normativa VBM-litteraturen varför Malmi & Ikäheimo (2003) även inkluderar belöningar i ramverket.

Syftet med belöningsystem är att få chefer att agera som om de vore ägare i bolaget, eftersom ägare styr verksamheten med hänsyn tagen till både kort och lång sikt samtidigt som de personligen identifierar sig med företagets framgångar och motgångar (Stern et al, 1995). I varje företag uppstår problem



gällande hur medarbetarna skall motiveras till att skapa ökat aktieägarvärde och problemet är kanske som störst då verksamheten drivs av personer som inte äger aktier i företaget. Ägarna får då svårare att kontrollera allt som försiggår inom verksamhetens ramar. När övervakningsmöjligheter är begränsade är behovet att utforma ett belöningssystem som attraherar, behåller och motiverar personal desto större (Martin & Petty, 2000). Förespråkare för VBM anger dock att det inte räcker med en konkurrenskraftig kompensation för att försäkra sig om medarbetarnas strävan efter ökat aktieägarvärde utan belöningen måste även kopplas till det presterade resultatet. I det avseendet uppdragas den grundläggande tesen som VBM-teorin bygger på; *what a firm measures and rewards gets done* (Martin & Petty, 2000).

Stern Stewart & Co rekommenderar att bonus skall beräknas på förändring i EVA[®] snarare än på en absolut EVA[®]-nivå för en specifik period. Fördelen med en sådan utformning skulle vara en kontinuerlig strävan efter att förbättra EVA[®] och därmed värdeskapandet i bolaget (Malmi & Ikäheimo, 2003). Genom att betala ut bonus baserad på en procentuell ökning i EVA[®] genereras vidare ett ägarskapsintresse hos chefer inom organisationen. Användning av bonus utan tak möjliggörs genom så kallad *banking*, vilket innebär att en viss del av den årliga bonusen blir inestående för att eventuellt utbli om EVA[®] minskar i framtiden. Syftet med banking är att minimera risken för kortsiktighet och manipulation av bonussystemet; systemet skall säkerställa att de prestationsförbättringar som uppnås och som belönas även bibehålls i framtiden och att de ej endast är ett resultat av kortsiktigt agerande. Banking vidgar således chefers tidshorisont och förebygger behovet av att införa ett separat långsiktigt belöningssystem (Stern et al, 1995).

För att ytterligare förstärka ägarskapsintresset i företaget utgörs belöningssystemen i vissa fall av aktier eller aktieoptioner; ett alternativ vars användning ökat på senare tid och som kan ses som ett naturligt komplement till kortsiktiga, resultatbaserade bonussystem. Aktier eller aktieoptioner används i syfte att förena aktieägares och chefers intressen (Martin & Petty, 2000). Den typen av belöning bör, enligt Ehrbar (1998), dock endast riktas till chefer på högre nivåer inom organisationen eftersom aktier och optioner anses vara för abstrakta och svårbegripliga för att kunna påverka beteendet på lägre nivåer.

2.2.2 Påverkan på beslutsfattande

2.2.2.1 Strategiska beslut

Ramverket för VBM kan inte användas för att *utarbeta* företags strategier men modellen erbjuder ett verktyg som kan nyttjas för att genomföra beräkningar på hur mycket värde olika strategier skapar, varefter de kan rangordnas efter uppställda kriterier. Modellen används sedan för att implementera och utvärdera strategin på affärshetsnivå. Strategiska beslut såsom investeringar, förvärv, avveckling och expansion är således endast resultat av användningen av VBM-mått som EVA[®] (Malmi & Ikäheimo, 2003). Den konkreta strategin måste emellertid först utarbetas genom andra modeller och metoder.

2.2.2.2 Operativa beslut

För att maximera värdeskapandet är det viktigt att kapitalinvesteringar ständigt förbättras och att kapitalet utnyttjas så effektivt som möjligt. På grund av att samma mått och deras värde drivare skall användas inom hela organisationen vid anammandet av VBM har det argumenterats för att modellen inte ger så stor effekt på de övergripande strategierna, affärsstrategierna eller den operativa nivåns beslutsfattande. Där VBM sägs generera radikala förändringar är dock istället inom den operativa styrningen gällande working capital management och arbete med anslagsbeviljanden för investeringar i nytt kapital. Användningen av VBM anges leda till att chefer väger in beslutens påverkan på både



balans- och resultaträkningen för att sedan avgöra vad som är bäst i syfte att maximera aktieägarnas förmögenhet (Ehrbar, 1998).

För att sammanfatta och tydliggöra Malmi & Ikäheimos (2003) konkretisering av VBM redovisas VBM:s riktlinjer i tabell 2.1 nedan. Dimensionerna av och riktlinjerna för VBM har legat till grund för intervjuerna och den efterföljande analysen i vår studie.

VBM:S DIMENSIONER	RIKTLINJER FÖR VBM
EKONOMISTYRNING	
Mål och strategier	Det övergripande målet är maximering av aktieägarnas förmögenhet. EVA [®] -mått (eller dess värde drivare) skall vara det övergripande målet inom organisationen. En värdeskapande strategi är den enda strategin inom organisationen (dock sägs inget om hur den de facto skall se ut). Affärsenheter skall vara ansvariga för strategisk planering.
Prestationsmätning	Mätning av prestationer skall ske genom ekonomiska vinstmått och deras värde drivare i hela organisationen (uppifrån och ned). Andra mått bör överges.
Fastställande av mål	Fastställande av mål skall baseras på förbättringar i nuvarande EVA [®] -nivå. Noll-EVA [®] skall vara lägsta acceptabla nivå. Mål skall länkas till värde drivare.
Belöningar	Bonus skall baseras på förändringar i EVA [®] . Bonus skall inte ha någon övre gräns. Bonusfördelning över flera år ("banking") används för att undvika kortsiktigt och alltför fokuserat agerande. Aktieoptioner skall endast tilldelas högsta ledningen med stegrade målnivåer i linje med kapitalkostnaden.
PÅVERKAN PÅ BESLUTFATTANDE	
Strategiska beslut	Strategiska beslut bör ske enbart baserade på EVA [®] -kalkyler. Förvärv, investeringar och avyttringar görs således med avseende på denna typ av kalkyl. Affärsenheter skall vara ansvariga för strategiska beslut.
Operativa beslut	Både balans- och resultaträkning skall beaktas vid operativa beslut, vilket leder till förbättrade kapitalinvesteringar och effektivare nyttjande av kapital.

Tabell 2.1: VBM:s riktlinjer (översättning av Malmi & Ikäheimo, 2003, sid. 239)



3 METOD

I kapitlet redogörs för hur vi har gått tillväga i uppsatsarbetet, de metodval vi gjort samt motivering till varför. Vi redogör för studiens inriktning och ansats, val av bolag och respondenter samt metod för datainsamling. Avslutningsvis redogörs för metod för analys.

3.1 Studiens karaktäristika

För att ringa in uppsatsens problemområde och formulera vår frågeställning var studien till en början av explorativ karaktär. Vi fann Malmi & Ikäheimos (2003) studie "Value Based Management Practices – Some Evidence From the Field" i vilken de undersökt hur finska koncerner använder VBM i praktiken. Efter att vi läst igenom studien och reflekterat över dess resultat bestämde vi oss för att genomföra en liknande studie baserad på svenska koncerner. För att inte genomföra en helt identisk studie i linje med Malmi & Ikäheimos valde vi att huvudsakligen undersöka bolagens uppfattning kring ekonomistyrning för att skapa aktieägarvärde, snarare än att undersöka hur ekonomistyrningen faktiskt utformats på bolagen. Merparten av studien är därmed av en deskriptiv karaktär, då vi kartlägger och beskriver den uppfattning personer i ledande befattning har gällande möjligheten att använda VBM för att uppnå en aktieägarorienterad styrning. I vissa fall beskrivs även hur bolagen själva agerar gällande de olika riktlinjer som lyfts fram ur VBM-litteraturen. Orsaken till det är att bolagens praktiska tillväggångssätt ofta torde hänga samman med uppfattningen kring VBM.

På grund av att det inte fanns redan insamlad data att tillgå berörande noterade koncerners uppfattning kring VBM och dess överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt har vi på egen hand samlat in data relevant för vår studie. Om forskaren är intresserad av att studera något på djupet kan data som samlas in på egen hand genomföras som en fallstudie, alternativt som en tvärstudie om forskaren är intresserad att studera något på tvären (Lekvall & Wahlbin, 2001). Vår avsikt med studien är ej att generalisera hur börsnoterade koncerner uppfattar VBM och dess överensstämmelse med ett aktieorienterat synsätt utan snarare att mer på djupet beskriva uppfattningen kring samma frågor. Därmed fann vi det lämpligast att samla in data genom ett antal fallstudier.

Vi använder oss vidare av en kvalitativ undersökningsmetod eftersom vi anser att ett sådant angreppssätt på bästa sätt gör att vi kan uppfylla uppsatsens syfte och besvara den angivna frågeställningen tillfredsställande. En kvalitativ undersökningsmetod används då fokus läggs på ord vid insamling och analys av data. Deltagarens perspektiv är av största vikt och för att skapa en förståelse för dennes uppfattning av omgivningen utgår forskaren från vad som är viktigt och meningsfullt för aktören (Bryman, 2002). Genom sin ostrukturerade prägel erbjuder metoden vidare en god flexibilitet vid genomförandet av studier (Holme & Solvang, 1997). Vår förhoppning är att erhålla respondenternas tankar, funderingar och uppfattningar kring uppsatsens problemställning.

3.2 Urval

3.2.1 Val av bolag

I studiens begynnelse bestämde vi oss för att försöka komma i kontakt med bolag som på något sätt uttalat att de är aktieägarfokuserade. Vår intention var att bolagen i första hand skulle vara noterade på Stockholmsbörsens A-lista och i andra hand på Stockholmsbörsens O-lista. Anledningen till att vi valde att fokusera noterade bolag var att vi ansåg att de troligen i högre grad borde vara uttalat aktieägarfokuserade. Vi inledde urvalsprocessen med att söka på de noterade bolagens hemsidor, i deras årsredovisningar och i gamla uppsatser för att finna bolag som uttryckligen säger sig använda VBM som ekonomistyrningsmodell eller som anger att ett av företagets främsta mål är att öka aktieägarvärdet. Det föreföll sig dock vara mycket svårt att finna lämpliga aktörer då flera av de företag som i me-



dia anges vara mycket aktieägarfokuserade ej själva nämner något om det på sina hemsidor eller i sina årsredovisningar. Vi valde slutligen ut åtta bolag som vi ansåg uppfyllde våra urvalskriterier och kontaktade dem via e-post eller per telefon för att fråga om de hade möjlighet att medverka i studien. Av de åtta bolag vi kontaktade var det totalt sju stycken som kunde ställa upp för en intervju. De bolag som slutligen kom att ingå i vår studie var Gambro, Lindex, Scania, Skanska, SKF, Koncern X inom finansbranschen samt Koncern Y inom bygg- och fastighetsbranschen. Vid urvalet strävade vi efter att sprida bolagen mellan olika branscher i syfte att erhålla en mer nyanserad bild av hur bolag resonerar kring studiens problemställning.

Gällande de urvalskriterier vi ställt upp är vi medvetna om att även om ett bolag uttrycker att de är aktieägarorienterade behöver det ej betyda att så verkligen är fallet. En studie genomförd av PA Consulting Group i USA och flera europeiska länder har exempelvis visat att högsta ledning uppfattar att chefers huvudsakliga uppgift är att skapa aktieägarvärde (88 procent i USA, 96 procent i Storbritannien och 76 procent i Beneluxländerna). I praktiken visade det sig dock vara betydligt färre som fokuserade aktieägarvärde (13 procent i USA, 5 procent i Storbritannien och 8 procent i Beneluxländerna) (Malmi & Ikäheimo, 2003). Detta är något vi i studien ej har för avsikt att beröra eftersom vi inte huvudsakligen undersöker om bolagen praktiskt arbetar i enlighet med ett aktieägarfokuserat synsätt; vi utgår från att de urvalskriterier vi ställt upp och som vi uppfattar att bolagen uppfyller även uppfylls i praktiken.

3.2.2 Val av respondenter

Vid kontakt med bolagen efterfrågade vi att få intervjuva en person väl insatt i bolagets verksamhet och ekonomistyrning. Vår avsikt var till en början att intervjuva verkställande direktör på respektive bolag men i vissa fall har denne själv eller dennes kontaktperson hänvisat oss till personer de ansett vara mer lämpade som respondenter i studien. Nedan följer en förteckning över de bolag och personer som ingår i studien samt deras befattning:

Företag	Befattning	Namn
Gambro	VD	Sören Mellstig
Lindex	VD	Göran Bille
Scania	Koncerncontroller	Torbjörn Boije
Skanska	CFO	Hans Biörck
SKF	VD	Tom Johnstone
Koncern X	VD	Anonym
Koncern Y	VD	Anonym

Tabell 3.1: Studiens respondenter

3.3 Datainsamling

3.3.1 Primärdata

Det har inte tidigare bedrivits forskning i någon större utsträckning inom vårt problemområde varför vi varit i behov av att själva samla in data av primär karaktär. Informationen har genererats genom de intervjuer vi genomfört och nedan förklaras varför vi efterstävade personliga intervjuer.

3.3.1.1 Personliga intervjuer

Anledningen till att personliga intervjuer eftersträvades var att de ger en god flexibilitet gällande sättet att ställa frågor. Personliga intervjuer valdes av den anledningen att det är lättare att uppnå en dialog med respondenten genom att träffas öga mot öga. Vi ville vidare inte styra våra respondenter att svara på ett visst sätt vilket kan ske om på förhand givna svarsalternativ används. Personliga intervjuer ger även en större möjlighet till kontroll av att det verkligen är rätt person som svarar än vad övriga meto-



der gör och risken för bortfall minskar då tid och plats för intervju är bestämt på förhand (Lekvall & Wahlbin, 2001). Trots att vi eftersträvat personliga intervjuer med respondenterna har tidsaspekten, dels med avseende på vår deadline och dels med avseende på respondenternas scheman och geografiska position, inneburit att det ej varit möjligt att genomföra samtliga intervjuer på detta sätt. Som resultat av det har även en telefonintervju samt en intervju via e-mail genomförts. Nedan framgår vilket tillvägagångssätt som använts vid respektive intervju:

Företag	Typ av intervju
Gambro	Personlig intervju
Lindex	Personlig intervju
Scania	Telefonintervju
Skanska	Personlig intervju
SKF	Personlig intervju
Koncern X	Intervju via mail
Koncern Y	Personlig intervju

Tabell 3.2: Typ av intervjuer

3.3.1.2 Intervjuernas genomförande

Inför intervjuerna kontaktades respondenterna eller deras sekreterare via e-mail för en kort genomgång av syftet med studien (för redogörelse för hur bolagen valdes ut se avsnitt 3.2.1 Val av bolag). I de fall personlig intervju var aktuell fastställdes tid och plats för den. Även för telefonintervjun fastställdes tid och inför e-mailintervjun mailades, efter överenskommelse, intervjuguiden till respondentens sekreterare. Intervjuguiden återsändes ifylld efter 12 dagar. De personliga intervjuerna hölls i bolagens lokaler och diktafon användes efter medgivande från respondenterna. Användning av diktafon innebär förvisso ett visst merarbete då materialet i efterhand måste skrivas ned men vi ville alla vara delaktiga i dialogerna under intervjuerna varför vi ändå valde detta tillvägagångssätt. Vi inledde varje intervju (även telefonintervjun samt intervjun per e-mail) med att klargöra syftet med uppsatsen samt med att låta respondenten svara på den inledande frågan om bolaget har en uttalad aktieägarfokusering. Vi bad även intervjupersonen att försöka ange vad denne, som bolagets representant, lade för innebörd i begreppet aktieägarfokusering.

Bryman (2002) anger att öppna och ej ledande frågor skall användas för att intervjupersonen skall ha stor frihet att själv utforma svaren på sitt eget sätt utifrån vad denne upplever är viktigt. Med det i åtanke eftersträvade vi under samtliga intervjuer att ställa öppna och ej ledande frågor, för att låta respondenten formulera svaren på sitt egna individuella sätt. Intervjun som gjordes via mail genomfördes då det var det enda sättet bolaget hade möjlighet att medverka i studien på. Eftersom vi mycket gärna ville att det aktuella bolaget skulle ingå studien gjorde vi avkall på vår strävan efter personliga intervjuer. Trots att intervjun var tydlig och strukturerad underlättar det med personliga intervjuer eftersom det då finns möjlighet att göra förtydligande så att missförstånd kan undvikas och eventuella oklarheter utredas direkt.

Intervjuerna varade mellan 45 till 75 minuter vardera beroende på tiden som fanns till vårt förfogande från bolagets sida. Efter respektive intervju skrevs det bandande materialet ned för att se om vi var i behov av eventuella kompletteringar eller förtydliganden, samt för att underlätta sammanställningen av empirin. Information som ej ansåg vara relevant för studien utelämnades dock.

3.3.2 Sekundärdata

För att kartlägga tidigare forskning kring ämnet, fastställa uppsatsens syfte och problemformulering, sammanställa vår teoretiska referensram samt för att erhålla nödvändig bakgrundsfakta kring bolagen i studien har vi även insamlat data av sekundär karaktär. Den har insamlats från böcker, artiklar och uppsatser där Corporate Governance, aktieägarvärde och VBM på ett eller annat sätt behandlats. Vi



har använt oss av sökmotorn Google och Göteborgs Universitets sökdataas GUNDA för att finna lämplig litteratur. Via GUNDA har vi använt databasen Business Source Premier varifrån artiklar hämtats. De mest frekventa sökord vi använt, enskilt eller i kombination, är: VBM, Value Based Management, EVA[®], Economic Value Added, Shareholder och Shareholder value. Även de svenska orden för samma begrepp har i viss mån använts. Eftersom studien bygger på en redan befintlig referensram har vi i stor utsträckning använt oss av Malmi & Ikäheimos (2003) referenser för att utveckla resonemanget de för i sin studie. För sammanställning av metodkapitlet har böcker kring forskningsmetodik använts.

3.4 Metod för analys

Vid intervjuerna valde vi att ställa frågor i den ordning VBM-teorin berör respektive riktlinje för att således underlätta sammanställningen av empirin och den kommande analysen. Efter varje intervju skrev vi ordagrant ned vad respondenten svarat och sökte sedan välja ut det som på bästa sätt sammanfattade deras uppfattning. Sammanfattningen förde vi sedan in i tabeller där det kort framgick vad de olika respondenterna svarat under respektive rubrik. Tabellerna har sedan omarbetats flera gånger för att skapa en tydlig och sammanfattad bild över bolagens uppfattningar. För att göra resultatet jämförbart valde vi slutligen att redovisa bolagens uppfattningar gällande om riktlinjerna överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt med orden "Ja", "Ja, med komplettering" eller "Nej" i respektive ruta.

När tabellerna färdigställts påbörjades arbetet med att i löpande text återge uppfattningarna kring respektive riktlinje. Det gjordes för att skapa en större förståelse i studien kring varför respondenterna haft en viss uppfattning samt för att lyfta fram eventuella citat vi ansåg var intressanta att återge. Efter att empirin sammanstälts påbörjades analysen av densamma. För att undvika upprepningar i uppsatsen valde vi att slå samman empirin och analysen i ett och samma kapitel. När vi ställde samman svaren kontrollerade vi återigen de tolkningar vi gjort med den ursprungligt nedskrivna empirin och med de tabeller vi konstruerat; allt för att säkerställa att vi tolkat materialet korrekt. Med analysen som utgångspunkt påbörjades sedan arbetet med studiens diskussion och slutsats. Efter att uppsatsen färdigställts skickades den till samtliga respondenter för godkännande.

3.5 Trovärdighet

För att kunna ställa rätta och relevanta frågor samt för att kunna förtydliga och förklara eventuella oklarheter var vi väl pålästa inom området innan vi genomförde samtliga intervjuer. Vi ställde öppna frågor och följdfrågor av karaktären "varför", "varför inte" och frågor av slaget "hur menar du då" ställdes för att erhålla respondentens egna tankar och mer uttömmande svar kring intervjufrågorna. Genom användandet av diktafon har det funnits möjlighet att lyssna på respondenternas svar flera gånger för att på ett korrekt sätt återge vad som sagts och risken för att missa väsentlig information har därmed minimerats. Vi medverkade medvetet alla tre vid samtliga intervjuer utom två, vilka genomfördes av två respektive en uppsatsförfattare på grund av praktiska skäl, och har alla tre noga läst igenom all empiri för att minimera risken för subjektiv tolkning av respondenternas svar. Reliabiliteten i vår studie kan påverkas av att personerna vi intervjuat utgör subjektiva källor men vi har ingen anledning att misstänka att de på något sätt ej har svarat sanningsenligt; vi är intresserade av bolagens uppfattning om VBM och den normativa teorins överensstämmelse med ett aktieägarorienterat synsätt vilket kräver subjektivitet.

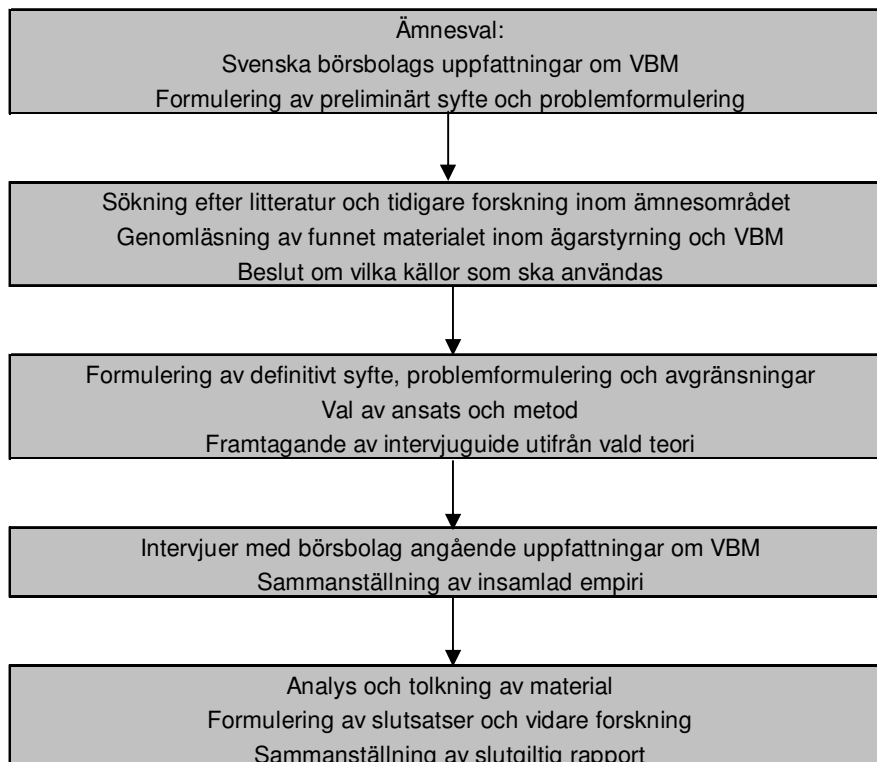
Mot bakgrund av att det är bolagens uppfattning kring vår aktuella problemställning vi vill beskriva finns det inte några rätt eller fel svar. Gällande respondenternas beskrivning av hur bolaget uppfattar de tematan vi behandlat i studien bör dock has i åtanke att vi endast intervjuat en person per bolag; vi kan ej bevisa att dennes uppfattning gäller för bolaget som helhet. Vi kan ej heller fastställa om sam-



ma svar hade erhållits vid en identisk intervju vid en annan tidpunkt på en annan plats men vi utgår från att de svar vi erhållit är relevanta för den studie vi bedrivit. Sekundärdata vi använt oss av anser vi vara trovärdig då den består av vetenskaplig och akademisk litteratur och således torde vara producerad, genomarbetad och granskad på ett sätt som gör den lämplig att använda som material i studien.

3.6 Arbetsgång

Arbetet med uppsatsen har genomgått olika stadier och följande modell är en sammanfattning av hur vi gått tillväga under arbetets gång. Parallellt med uppsatsskrivandets olika stadier har vi hållit diskussioner med vår handledare för att få feedback. Momenten nedan är inga separata och isolerade företeelser utan har ofta gått in i varandra under arbetets gång.



Figur 3.1: Arbetsprocessen (egen utformning utifrån Backman, 1998, sid. 25)



4 RESULTAT OCH ANALYS

I kapitlet redovisas det resultat studien genererat. Strukturen följer intervjuguidens upplägg (se bilaga 1) vilken i sin tur baserats på VBM:s riktlinjer (se tabell 2.1 i teoriavsnittet). Det medför att empirin automatiskt kopplas till teorin. Respektive riktlinje återges och följs av respondenternas uppfattning kring huruvida de anser den vara förenlig med ett aktieägarorienterat synsätt eller ej. För att tydliggöra respondenternas svar har vi kategoriserat dem efter svarsalternativen "Ja", "Ja, med komplettering" och "Nej". Resultatet för varje riktlinje har analyserats och i de fall bolagens uppfattningar kan förtydligas med hjälp av tankar kring VBM:s praktiska applicerbarhet har detta återgetts.

4.1 Sammanställning av resultat samt analys

4.1.1 Ekonomistyrning

4.1.1.1 Mål och strategier

>> Det övergripande målet är maximering av aktieägarnas förmögenhet. <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering
Gambro	Ja	
Lindex	Ja	
Scania	Ja	
Skanska		Ja. Företag måste dock se till riktlinjer för affärsetik, säkerhet och miljöfrågor.
SKF	Ja	
Koncern X	Ja	
Koncern Y		Ja. Företag måste dock se till såväl ett etiskt och moraliskt som till ett legalt perspektiv.

Tabell 4.1: Maximering av aktieägarnas förmögenhet

Som framgår av tabell 4.1 anger samtliga bolag att riktlinjen är förenlig med ett aktieägarorienterat synsätt. Fem bolag har dock synpunkter på vilket tidsperspektiv som avses. Gambro betonar exempelvis att skapande av aktieägarvärde tar tid och ser således målet som ett långsiktigt sådant. "Vi är i en business där du måste ta någon form av affärsrisk och för det kan du så småningom erhålla en överavkastning. Du tar inte risker i en marknad som är kvartalsvis. Eran för att skapa industriell utveckling är mycket längre." (VD Gambro) SKF arbetar idag med en VBM-inriktad styrning i form av Total Value Added (TVA), vilket är ett EVA[®]-mått före skatt. Bolaget har samma uppfattning som Gambro och poängterar vikten av att balansera kort, medellång och lång sikt och anger att det kan vara lätt att skapa kortsiktigt aktieägarvärde på bekostnad av långsiktigt värdeskapande. "You must have your house in order and the things in good shape, so if you're losing money at all forget about medium and long term. It's a bit like if you're drowning – then there is no point in someone teaching you how to swim. You got to get out of the water first and then you could learn how to swim. If your business is sinking the first thing you got to do is to get it into positive TVA and thereafter you can work to develop medium and long term." (VD SKF) Koncern X anser att maximering av aktieägares förmögenhet kan uppfattas som mycket kortsiktigt. Bolaget betonar att det övergripande målet skall vara maximering av uthålligt aktieägarvärde och värdetillväxt, vilket visar att det har en positiv inställning till målet men vill komplettera med att det bör placeras i ett långsiktigt perspektiv.

Lindex och Scania anser att målet överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt men betonar i sina svar värdedrivare till målet istället för målet i sig. Lindex anger att de arbetar med försäljningstillväxt och lönsamhet för att på sikt generera avkastning till aktieägarna. Scania anger att kunderna bör fokuseras, vilket i sin tur genererar avkastning och värde till ägarna eftersom nöjda kunder innebär högre försäljning. Skanska i sin tur har tidigare arbetat med Skanska Value Added (SVA), vilket är ett bolagsanpassat EVA[®]-mått. Bolaget poängterar att det ej går att ensidigt fokusera på aktieägarvärde



utan att även riktlinjer för exempelvis affärsetik, säkerhet och miljöfrågor måste beaktas. Även Koncern Y betonar vikten av att beakta etik och moral samt legala aspekter vid strävan efter maximerat aktieägarvärde.

Resultatet från intervjuerna med Skanska, Koncern X och Koncern Y indikerar att bolagen delar teorins uppfattning om att det övergripande målet skall vara maximering av aktieägarnas förmögenhet men anger en form av restriktion då de kompletterar målet. Respondenterna ger uttryck för att de tror att maximering av aktieägares förmögenhet i debatten uppfattas som ett kortsiktigt mål. Vi tolkar resultatet som att bolagen, i och med att de vidareutvecklar och förtydligar sina svar, vill understryka vikten av att ej agera alltför kortsiktigt och finansiellt. En förklaring till resultatet skulle kunna vara att bolagen påverkats av den kritik som i media riktats mot aktieägarfokuseringen och dess effekter på bolags agerande.

>> EVA[®]-mått (eller dess värdedrivare) skall vara det övergripande målet inom organisationen. <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering	Nej
Gambro	Ja		
Lindex		Ja, med restriktion för vilken bransch som avses.	
Scania	Ja		
Skanska	Ja		
SKF	Ja		
Koncern X			Nej
Koncern Y	Ja		

Tabell 4.2: EVA[®]-mått som övergripande mål

Som framgår av tabell 4.2 anger sex bolag att EVA[®] kan vara det övergripande målet inom organisationen. Gambro har tidigare arbetat med en VBM-modell men använde Cash Flow Return On Investment (CFROI) istället för EVA[®]. Uppfattningen är att modellen var mycket svår att förstå hos de anställda, varför den numera endast används då strategiska planer utvärderas. Till de anställda kommuniceras istället begrepp som tillväxt, vinst och kassaflöde då de anses lättare att förstå och mer kommunicerbara vilket på så sätt kan bidra till mer värdeskapande än vad EVA kan. Koncern Y har en liknande uppfattning och uttrycker det som: "EVA[®] är ett alldeles för krångligt mått att använda då det inte går att förklara för hela organisationen. Det kan dock vara ett bra mått om det går att kommunicera till samtliga. Jag har valt en väldigt trubbig filosofi vilken innebär enkla mål som går att bryta ned och kommunicera även på nivåer där den ekonomiska förståelsen är begränsad." (VD Koncern Y) Skanska har, liksom Gambro, tidigare använt ett EVA[®]-baserat mått. Måttet användes för att fokusera förståelsen för kapitalkostnaden inom organisationen men övergavs när bolagets balansräkning ansågs vara tillräckligt nedbantad. Skanska anser vidare att lämpligheten i att använda EVA[®], i syfte att skapa aktieägarvärde, beror på den ekonomiska situationen som råder. Med dagens låga räntenivåer anses EVA[®] ej vara det lämpligaste måttet att använda. Låga räntenivåer medför en lägre kapitalkostnad och eventuellt att investeringar genomförs som vid en räntehöjning kan innebära en otillfredsställande EVA[®]-nivå.

SKF är mycket positiv till EVA[®] som övergripande mål. "We have a clear correlation between our TVA-development and the share price, so we could say as a direct result of that, yes. It is an excellent metric. In my view however, you have to be careful so it is not becoming the only metric." (VD SKF) SKF:s uppfattning överensstämmer delvis med den kritik Lindex uttrycker gällande EVA[®]-mått då SKF anger att ytterligare ett eller två mått bör användas för att skapa balanserade beslutsunderlag, exempelvis tillväxt och rörelsemarginal. Uppfattningen på Scania är att företag istället för att fokusera mål bör fokusera metoder för att uppnå målen. Uppfattningen är att EVA[®] ej kan vara det övergripande målet på grund av att det inte visar om kunden är nöjd eller ej. Genom att istället fokusera på värdedrivare



som kundvärde anser Scania att bolag på sikt kan maximera aktieägarvärdet. Lindex anser att EVA[®] ej alltid ger en balans mellan styrning på kort och lång sikt. Uppfattningen är att EVA[®] lämpar sig bäst inom branscher där prognoser för värdeskapande på sikt är relativt säkra. Inställningen tycks vara att användningen av EVA[®] kan leda till kortsiktigt agerande och ovilja till investeringar vilka på kort sikt ej uppvisar tillfredsställande siffror. *"Inom detaljhandeln tas extremt många beslut utan vetskap om vad de kommer att generera. Vi kan inte avstå från besluten bara för vi inte vet vad de kommer att generera i framtiden. E-handel är exempelvis inget vi i dagsläget kan säga avkastar si och så mycket pengar. Däremot vet vi att om vi i framtiden inte kan erbjuda kunden e-handel går de till någon annan. Om vi skulle sätta ett EVA[®]-värde på e-handeln idag skulle det vara väldigt lågt, men ser vi det på längre sikt är det positivt."* (VD Lindex) Koncern X anser att räntabilitetsmått såsom avkastning på eget kapital borde vara av större vikt än EVA[®] i detta hänseende. Bolaget lämnar dock ingen utförligare förklaring till uppfattningen.

Enligt teorin kan användandet av EVA[®] som centralt styrmedel inom hela organisationen bidra till eliminering av konflikter och förvirring som kan uppstå då organisationen har flera övergripande mått. Införandet av EVA[®] möjliggör att samtliga finansiella beslut kan utformas, kontrolleras, utvärderas och kompenseras i termer av ett enda mått. Således etableras ett gemensamt språk och medarbetarna förenas mot det gemensamma målet att öka värde (Ehrbar, 1998). Gambro och Koncern Y:s uppfattningar att EVA[®] är för komplicerat att använda och kommunicera i hela organisationen strider emot den nytta VBM enligt teorin skall ge. Att användandet av flera övergripande mått skulle leda till konflikter eller förvirring gällande målet att skapa ökat aktieägarvärde, såsom teorin anger, är inte något respondenterna ger uttryck för. Bolagen tycks dock snarare fokusera värdedrivare och vara av uppfattningen att kompletterande mått är nödvändiga för att balansera den kortsiktiga och långsiktiga styrningen samt de finansiella och icke-finansiella målen.

>> En värdeskapande strategi är den enda strategin inom organisationen (dock sägs inget om hur den de facto skall se ut). <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.3: Värdeskapande strategi

Samtliga bolag anger direkt att så är fallet då de alla på sikt strävar efter att skapa värde. Samstämmigheten hos respondenterna kan bero på riktlinjens formulering och att ingen utförligare förklaring till vad en värdeskapande strategi innebär gavs. I VBM-litteraturen uttrycks inte exakt vad en värdeskapande strategi innebär utan fokus läggs på de verktyg som länkar strategin till aktieägarvärde (Malmi & Ikäheimo, 2003). Bolagen betonar dock att det finns risk för ensidighet om endast synligt värdeskapande fokuseras; ensidigt fokus på synbara värden medför att bolag riskerar att bortse eller nedvärdera andra aspekter. Bolagen betonar att faktorer som tid, trend över tiden, risker samt etik och moral måste beaktas vid fastställande av aktuell strategi.



>> Affärsenheter skall vara ansvariga för strategisk planering. <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.4: Strategisk planering

Samtliga bolag anser att affärsenheter skall vara ansvariga för strategisk planering. De poängterar dock att planeringen måste ske inom ramen för koncernens riktlinjer och att det är på koncernnivå som avgörande strategiska beslut bör tas. Gambro förklarar att eftersom aktieägarna investerar på koncernnivå är det på denna nivå värdet skall maximeras och att större grepp i affärsportföljen aldrig kan komma underifrån. SKF är av samma uppfattning och anger följande: *"Within a group, where I get to manage shareholder value, I have got to balance the priorities between all the business units and three big divisions. Therefore, if I only run it on business unit strategic planning then all of them would come up with wonderful ideas and wonderful ways to spend money. Then I have to decide what we can do to maximise what we need to do for the group. So you must have strategic planning in the business units but it must be within the framework of the total group planning."* (VD SKF) Uppfattningen hos bolagen tycks vara att enheternas ökade ansvar gör att de ser sig själva som enskilda bolag och således strävar efter att maximera sina resultat. De ger även uttryck för att det krävs disciplin och kontroll över affärsenheterna eftersom de annars kan tendera att ta på sig risker som ej är bra för koncernen som helhet och således ej bra för maximering av aktieägarvärdet.

Vi tolkar resultatet som att koncernledningen gärna tar vara på enheternas kreativitet och kunskap om sin specifika affärsverksamhet men att de vill utvärdera enheternas strategiska planering på koncernnivå innan den godkänns. Uppfattningen tycks vara att det högsta aktieägarvärdet för koncernen genereras då ledningen behåller den övergripande kontrollen och söker finna den balans mellan delegering och centralstyrning som genererar det högsta aktieägarvärdet.

4.1.1.2 Prestationsmätning

>> Mätning av prestationer skall ske genom ekonomiska vinstmått (exempelvis EVA[®], CVA, CFROI) och deras värde drivare i hela organisationen. <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.5: Prestationsmätning

Som framgår av tabell 4.5 anser samtliga bolag att riktlinjen är förenlig med ett aktieorienterat synsätt. Inställningen är dock överlag att verksamheten ej får anamma ett för starkt fokus på "outcome", i detta fallet det ekonomiska vinstmättet, utan att bolag bör fokusera så kallade "leading indicators", i detta



fallet värde drivare. Koncern X uppger exempelvis att mått av icke finansiell karaktär såsom rekrytering och trivsel bidrar till värdeskapande och därför bör beaktas. Scania är vidare av uppfattningen att prestationsmåttens värde drivare skall ses ur ett kundperspektiv och inte ur ett aktieperspektiv.

SKF ger ett exempel för att visa hur effektivt EVA[®] är för prestationsmätning i praktiken. Tidigare mättes medarbetarnas prestationer enbart på vinst. Idag anses detta dock riskfyllt då medarbetarna kanske ej beaktar balansräkningen i sin strävan att nå sina vinstmål, exempelvis genom att låta lagret växa utan att beakta den ökade kapitalbindningen. Om medarbetarna istället mäts på EVA[®] är uppfattningen att de kommer att erhålla en större förståelse för hur deras aktioner påverkar bolaget totalt sett. *"If we look at SKF over the last six to seven years we have taken our inventory and fixed assets down by over 40 per cent as a percentage of sales. I am totally convinced that TVA was one of the key-methods of doing that."* (VD SKF) SKF anger emellertid att mått för tillväxt bör adderas för att fånga upp även det långsiktiga värdeskapandet. Gambro är av samma uppfattning och anger att verksamheter som enbart mäts på ekonomiska vinstmått löper risk att svältas ut och att kompletterande mått som kassaflöde och tillväxt behövs för ett långsiktigt agerande. *"Du kan lyckas på kort sikt men vi vill ha ett beteende som imiterar och ger folk belöning för att de agerar som om de vore aktieägare. Att de gör långsiktiga satsningar. Att mäta både på kort och på lång sikt är det bästa om målet är att skapa värde för aktieägarna."* (VD Gambro)

Två bolag berör även teorins praktiska applicerbarhet, vilket tycks påverka deras uppfattning om teorin överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. Lindex anser att mätning av prestationer enbart genom ekonomiska vinstmått är att förenkla verkligheten. Efterfrågan och därmed butikssortiment skiftar idag snabbt vilket gör det är svårt att genomföra exakta mätningar på investeringar. Teorin uppfattas som mer applicerbar i ett verkstadsföretag där verksamheten går att mätas på ett mer precist sätt än inom exempelvis konfektionsbranschen. Uppfattningen är att relationen mellan gjorda investeringar och exempelvis förhöjd effektivitet troligen går att utläsa på ett tydligare sätt i ett verkstadsföretag än inom konfektionsbranschen där det är svårare att göra exakta mätningar. Koncern Y anser förvisso att teorins riktlinjer är förenliga med ett aktieägarorienterat synsätt men anser att resultat istället för VBM-baserade mått skall fokuseras. *"Det är onödigt att krångla till det och mäta en massa delmål. EVA[®] är ett svårare budskap att kommunicera. Företag ska mäta resultatet."* (VD Koncern Y)

Förklaringen till att bolagen anser att prestationsmätning ej enbart bör ske genom ekonomiska vinstmått är troligtvis, liksom några av dem själva anger, att ekonomiska mått ofta uppfattas som kortsiktiga och att aktieägarvärdet på lång sikt kan offras för skapandet av kortsiktigt värde.

4.1.1.3 Fastställande av mål

>> Fastställande av mål skall baseras på förbättringar i nuvarande EVA[®]-nivå. <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering	Nej
Gambro	Ja		
Lindex	Ja		
Scania	Ja		
Skanska		Ja. Måste dock skilja på hög- och lågpresterande verksamhet.	
SKF		Ja. Måste dock komplettera med andra mått för balanserad målsättning.	
Koncern X			Nej
Koncern Y	Ja		

Tabell 4.6: Förbättringar i nuvarande EVA[®]-nivå

Tabell 4.6 visar att samtliga bolag utom ett anser att riktlinjen överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. Gambro anser att en fantastisk poäng i EVA[®] är att värde bara skapas utifrån förbättringar. *"EVA[®] bygger antingen på att du har förbättrat några av parametrarna eller att du lägger till nytt kapital som du får samma typ av avkastning på. Only improvements create new value"*. (VD Gambro)



SKF instämmer men menar att EVA[®] bör kompletteras med andra mål för att undvika kortsiktighet i arbetet. Bolaget anger att det högsta aktieägarvärdet skapas om målet kombineras med mål för volym och tillväxt. Skanska är positiv till förbättringar men skiljer mellan hög- och lågpresterande verksamheter. *"Kommer man tillräckligt högt upp på en stege går det inte alltid att förbättra sig utan det räcker att man håller sig kvar på samma nivå."* (CFO Skanska) Koncern X är dock av en annan uppfattning och anger att avkastning borde vara centralare för aktieägare.

Majoriteten av företagen har en positiv inställning till ständiga förbättringar i värdeskapande. Lindex, Scania och Koncern Y ger dock ej uttryck för att EVA[®] är det lämpligaste måttet att använda för att skapa aktieägarvärde. Skanska tycks även väga in den praktiska aspekten i sin uppfattning; bolaget anser att teorin är korrekt men att det i praktiken ibland kan vara svårt att ständigt söka förbättringar. Bolaget poängterar också att bolag även bör fokusera mål som ej går att koppla till EVA[®] och där värdeskapandet ej går att kalkylera, exempelvis målet att ständigt reducera antalet arbetsplats-skador.

>> Noll-EVA[®] skall vara lägsta acceptabla nivå. <<

Företag	Ja	Nej
Gambro	Ja	
Lindex	Ja	
Scania		Nej
Skanska	Ja	
SKF	Ja	
Koncern X		Nej
Koncern Y		Nej

Tabell 4.7: Noll-EVA[®] lägsta nivå

Tabell 4.7 visar att fyra bolag anser det vara förenligt med ett aktieägarorienterat synsätt att noll-EVA[®] sätts som lägsta acceptabla nivå vid fastställande av mål. SKF är av uppfattningen att målet genererar tydliga riktlinjer inom koncernen gällande vad som skall eftersträvas på de olika enheterna samtidigt som det går lätt att urskilja vilka enheter som uppfyller kraven på värdeskapande. Således blir det lätt att se vilka enheter som skall expanderas eller avvecklas; enheter som presterar under noll-EVA[®] skall dock få chans att förbättra sig om tecken på en positiv trend finns. Skanska och Gambro har uppfattningen att noll-EVA[®] ger tydliga riktlinjer för vilket värdeskapande som skall krävas för att säkerställa ökning av aktieägarvärde. Lindex poängterar, i likhet med SKF, att tidsperspektivet är viktigt att beakta då investeringar ej alltid uppvisar värdeskapande på kort sikt.

De tre övriga bolagen anser ej att noll-EVA[®] skall användas som lägsta acceptabla nivå då den betraktas som för låg. Uppfattningen stämmer överens med Skanskas i det avseende att även Skanska anser att noll-EVA[®] i dagsläget ger en för låg avkastning. Skanska anser det dock beror på dagens låga räntenivå medan Koncern X, Koncern Y och Scania tycks vara av uppfattningen att noll-EVA[®] är en för låg nivå oavsett ekonomiskt klimat. Enligt Scania är lägsta avkastningsnivå ofta en ägarfråga.

Ovanstående resultat visar att det finns två huvudsakliga, men motstridiga, uppfattningar kring denna fråga. Den positiva uppfattningen till teorins riktlinjer baseras på resonemanget att värde för aktieägarna ej skall förstöras varför noll-EVA[®] anses utgöra ett tydligt riktmärke för vilket värdeskapande som är lägsta nivå inom organisationens olika enheter. Målet anses vara bra för att utvärdera vilka delar inom koncernen som skapar eller förstör värde och att det därmed kan användas som indikator för var resurser skall sätta in för att skapa maximalt värde. I praktiken är det dock viktigt att "ha is i magen" och våga ta beslut som genererar värde först på längre sikt. Övriga bolag anser ej att noll-EVA[®] överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. Uppfattningen kan bero på att respondenterna tolkat frågan som att alla investeringar överstigande noll-EVA[®] skall genomföras. De positiva bolagen upple-



ver vi har tolkat frågan annorlunda då de ser noll-EVA[®] som ett bra mått för att överhuvudtaget utvärdera om en investering är aktuellt att genomföra eller ej.

>> *Mål skall länkas till värde drivare.* <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering	Nej
Gambro	Ja		
Lindex		Ja. Mål som ej länkas till värde drivare kan dock förekomma.	
Scania	Ja		
Skanska	Ja		
SKF	Ja		
Koncern X	Ja		
Koncern Y			Nej

Tabell 4.8: Mål skall länkas till värde drivare

Som framgår av tabell 4.8 anger sex bolag att mål bör kopplas till värde drivare för att synliggöra hur verksamhetens olika delar hänger ihop och hur de påverkar varandra. Koncern Y har uppfattningen att det ej är nödvändigt att koppla mål till värde drivare utan att ett övergripande vinstmål istället skall fokuseras och brytas ned på olika nivåer. *"Alla mål går hela vägen ned genom organisationen. Vinst är det som gäller och det är respektive enhets ansvar att se till att målet uppnås."* (VD Koncern Y)

Frågan visade sig vara relativt svår för respondenterna att förstå innebörden av vilket vi tror kan bero på att de inte använder ordet värde drivare som ett begrepp. Tolkningen av vad värde drivare innebär har skilt sig åt mellan bolagen, exempelvis kassaflöde och kundnöjdhet har förekommit, vilket har påverkat deras svar. Exempelvis Scania ser värde drivare utifrån sin egen verksamhet och hur de kopplar samman sina mål vilket tydliggörs av citatet: *"Mål måste alltid vara att höja förädlingsvärdet av det som utvecklas för kunder och därigenom höja kundens betalningsförmåga."* (Koncerncontroller Scania)

4.1.1.4 Belöningar

>> *Bonus skall baseras på förändringar i EVA[®].* <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering	Nej
Gambro	Ja		
Lindex		Ja. Företagets nuvarande situation och storlek samt konkurrenternas prestationer bör även avgöra.	
Scania		Ja. Även en absolut nivå bör beaktas.	
Skanska	Ja		
SKF	Ja		
Koncern X	Ja		
Koncern Y			Nej

Tabell 4.9: Bonus skall baseras på förändringar i EVA[®]

Tabell 4.9 visar att majoriteten av respondenterna anser att bonus baserad på förändringar i EVA[®] är förenligt med ett aktieägarorienterat synsätt. Värt att notera är dock att bolagen är positiva till förändring i allmänhet men nödvändigtvis ej i EVA[®]. Gambros årsbaserade incitamentssystem sätts exempelvis utifrån en budget vilken när den fastställs skall innebära en förbättring mot nuvarande prestation. Poängteras görs att det långa perspektivet beaktas måste och inte enbart ettåriga ständiga förbättringar. SKF har, till skillnad från Gambro, gått från att basera bonus på budget till att basera den på förbättringar i TVA. I kombination med ytterligare parametrar anses detta vara ett bättre sätt att skapa värde för aktieägarna. Inställningen är även att negativt EVA[®] skall belönas så länge enheten utvecklas i rätt riktning. *"Even if you are showing very high TVA I think you should always try to impro-*



ve your targets. The worst thing you could do to an organisation is to get them to stay still.” (VD SKF) Skanska instämmer i SKF:s resonemang under förutsättning att verksamheten är lågpresterande. I en högpresterande verksamhet erhålls dock det största aktieägarvärdet genom att upprätthålla de höga prestationerna. Resonemanget baseras på att Skanska Sverige har haft ett rörelsemarginalmål på fyra procent, vilket uppfattas som högt inom branschen. Tvärt emot vad teorin anser vill bolaget belöna även om rörelsemarginalen kvarstår på denna nivå. Koncern X tar upp bolagets nuvarande situation (hur bolaget presterar i dagsläget) som en viktig faktor för bonusens storlek.

Koncern Y menar att oavsett vad verksamheten intjänade föregående år skall den innevarande år uppnå ett visst mål och utifrån detta sätts sedan bonussystemet. *”Det blir för mycket taktik i att basera bonus på förändringar i EVA®. I en extremt bra konjunktur duger det ej att jämföra med föregående år eftersom det då finns risk för dämpande effekter, utan man måste se till förutsättningarna för respektive år.”* (VD Koncern Y) Lindex är det enda bolag som betonar konkurrenssituationen; för att få ta del av en bonus anser bolaget att man även bör ha överträffat sina konkurrenter. Bolagets uppfattning är således, i likhet med Koncern Y, att förbättringar inte alltid skall belönas. *”Självklart är att en ökning ska till men är den från ingenting till någonting så är den kanske för liten och då skall ingen bonus utbetalas. Då har man inte presterat.”* (VD Lindex)

På frågan om bonus ser vi en parallell till frågan om fastställande av mål; inte heller där instämde någon av respondenterna i att enbart basera dem på förändringar i EVA®. De skilda uppfattningarna till vad bonusen bör baseras på kan tyda på en komplexitet inom bonussystemen och hur de är uppbyggda; fler faktorer än EVA® spelar in när bonus utbetalas. På våra frågor kring belöningar hade respondenterna generellt sett mycket funderingar och tankar kring vad som ansågs lämpligt och ej, vilket vi till viss del tror bero på ämnets aktualitet och mediala fokus.

>> Bonus skall inte ha någon övre gräns. <<

Företag	Ja	Nej
Gambro		Nej
Lindex		Nej
Scania		Nej
Skanska	Ja	
SKF	Ja	
Koncern X		Nej
Koncern Y		Nej

Tabell 4.10: Ingen övre gräns på bonus

Två av bolagen anser att bonus utan gräns förvisso är förenligt med ett aktieorienterat synsätt men att det ej är applicerbart i Sverige. Skanska finner påståendet om belöning baserat på prestation sympatiskt, men betonar att svensk och anglosaxisk syn skiljer sig åt. Uppfattningen är att bolag i USA är beredda att ge bonus så länge prestationen skapar aktieägarvärde medan bolag i Sverige, på grund av vissa skandaler, valt att införa ett tak på bonusutbetalningarna. *”Jag kan ha större förståelse för att taket i Sverige kanske är en eftergift för det mediala och politiska snarare än för den ekonomiska verkligheten.”* (CFO Skanska) SKF är av uppfattningen att svenska aktieägare vill ha ett bonustak men VD:n är inte övertygad om att Corporate Governance-utvecklingen i Sverige går åt rätt håll. *”To me the Corporate Governance trend in Sweden is to move away from using share or option based programs for creating shareholder value. They want caps and I am not convinced that that is the right way. I would like our people to be shareholders in the company.”* (VD SKF) SKF är även positiv till bonussystem kopplade till aktiekurs, vilket radikalt skiljer sig från Scantias uppfattning. Scania menar att om bonusen baseras på aktiekurs kan den skena iväg våldsamt i de fall aktien är övervärderad och inte



har med prestationer att göra. Uppfattningen är att människors prestationer skall driva storleken på bonus och ej makrofaktorer på börsen.

Gambro anger att samtliga faktorer ej kan förutses vid målformulering och att det därför behövs tak på bonusar. Gambro anger vidare att bonus utan tak kan leda till för lågt satta mål och att det dessutom kan uppfattas som stötande. Lindex anger att det i näringslivet idag finns klassiska exempel på hur det går om bolag ej har övre gränser på sina bonusutdelningar. Koncern X vill dock, mot bakgrund av vad som i press har skrivits kring enorma bonusutbetalningar, betona att det inte alltid är avsaknaden av tak som är orsak till extrema bonusbelopp utan att det oftare är en fråga om bonusen verkligen har varit relaterad till rätt prestationer. Koncern Y är av uppfattningen att taklösa bonusutfall kan leda till segregation i bolaget vilket ej är aktieägarna till gagn.

Resultatet på frågan tror vi är influerat av den pågående debatten kring stora bonusutbetalningar i både svenska och utländska bolag. Vi har under studiens gång fått uppfattningen att bolagen ej alltid svarar utifrån huruvida de själva anser att det är förenligt med ett aktieorienterat synsätt att ha obegränsad bonus eller ej. Svaren tycks snarare påverkas av vad som i dagens samhälle anses vara en sund och riktig inställning. Flera bolag nämner ett aktuellt fall inom finansbranschen då de delger oss sina uppfattningar, vilket vittnar om att de har debatten i åtanke då de svarar.

Skanska och SKF kopplar frågan till Corporate Governance och den nya koden för bolagsstyrning som tillkommit i Sverige. I förorden till "Svensk kod för bolagsstyrning" (SOU 2004:130) står att läsa: *"Med denna skrift har det för första gången i Sverige lagts fram en samlad kod för bolagsstyrning med utsikter att uppnå en bred förankring i det svenska näringslivet. Den utgår från aktiebolagslagen och den tradition av självreglering som i flera avseenden ligger långt framme vid en internationell jämförelse. Likväl anser Kodgruppen att det finns behov att ytterligare förbättra bolagsstyrningen i svenska företag. Sverige har liksom en rad andra länder drabbats av ett antal företagskandaler, som väckt stor uppmärksamhet och förorsakat berättigad kritik. En stor majoritet av det svenska folket är numera aktieägare, direkt eller indirekt, och berörs påtagligt av hur de börsnoterade företagen sköts. Vårt samhälle är ytterst beroende av ett näringsliv som är dynamiskt och värdeskapande och som åtnjuter allmänhetens förtroende."*

>> Bonusfördelning över flera år används för att undvika kortsiktigt och alltför fokuserat agerande. <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.11: Bonusfördelning över flera år

Samtliga bolag anser att bonusfördelning över flera år helt eller delvis överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt då det främjar ett långsiktigt agerande. SKF och Scania använder själva bonusfördelning över flera år där SKF:s motivering är att det skall leda till en strävan efter kontinuerlig TVA-förbättring och för att undvika kortsiktigt agerande. Scania i sin tur anger att nackdelen med belöningsystem är att de ofta tenderar att bli kalenderårsdrivna. Gambro, Lindex och Skanska är av uppfattningen att bonussystem på ett eller annat sätt bör kopplas till aktier eller aktieoptioner i syfte att få till stånd ett långsiktigt agerande samt få medarbetarna att agera i enlighet med aktieägarnas intressen. Koncern Y anser att bonusfördelning över flera år teoretiskt utgör en bra idé men ser en risk i att



systemet kan förlora sin drivkraft om den anställde tidigt i en bonusperiod inser att hon/han ej kommer att kunna uppnå ett visst mål. I praktiken skulle det därför enligt respondenten vara bättre att dela ut bonusen vid årets slut, vilket även skulle underlätta mätning.

Svaren från intervjuerna visar att samtliga bolag anser att bonusfördelning över flera år är positivt för att undvika kortsiktigt och alltför fokuserat agerande och att de således anser att teorins riktlinjer överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt.

>> *Aktieoptioner skall endast tilldelas högsta ledningen med stegrade målnivåer i linje med kapitalkostnaden.* <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering	Nej
Gambro	Ja		
Lindex		Ja, men fler än högsta ledningen bör omfattas.	
Scania			Nej
Skanska	Ja		
SKF		Ja, men fler än högsta ledningen bör omfattas.	
Koncern X		Ja, men fler än högsta ledningen bör omfattas.	
Koncern Y		Ja. Företagets storlek och antal anställda avgör dock om fler än högsta ledningen bör omfattas.	

Tabell 4.12: Aktieoptioner

I tabell 4.12 åskådliggörs att majoriteten av bolagen anser att aktieoptioner bidrar till skapandet av aktieägarvärde. Gambro och Skanska instämmer i högre grad med VBM:s riktlinjer då de anser att aktieoptionerna endast bör vara tillgängliga för högsta ledningen. Orsaken är att optioner anses svårbegripliga och riskfyllda vilket kan göra att drivkraften hos medarbetare på lägre nivåer inom organisationen ej förstärks om de tilldelas optioner.

Fyra bolag anser att fler än högsta ledningen bör omfattas av aktieoptioner. SKF har den mest positiva inställningen till att sprida dem längre ned i organisationen. *"I strongly believe that stock options create shareholder value. The more you could create an interest in the organisation for the share the more value you can create."* (VD SKF) Bolaget har dock självt varit tvunget att dra ned på omfattningen av aktieoptioner på grund av den svenska lagstiftningen. Koncern Y gör skillnad på små och stora bolag: *"Bolag med få anställda har större förutsättningar än bolag med många anställda att låta samtliga medarbetare omfattas av aktieoptionerna. Skall det vara någon idé eller drivkraft måste det resultera i lite större summor pengar varför ofta ett fåtal personer väljs ut att innefattas av aktieoptionerna."* (VD Koncern Y) Koncern X är av uppfattningen att optionsprogram syftar till att behålla personer med nyckelkompetens inom bolaget då de på ett positivt sätt bidrar till genererandet av aktieägarvärde. Bolaget anger att nyckelkompetensen ofta finns hos fler personer än de i högsta ledningen varför optionsprogrammen bör breddas. Scania är det enda bolaget i studien som anser att aktieoptioner ej är förenligt med skapandet av aktieägarvärde. Uppfattningen har sin grund i att bolaget är negativt inställt till aktieoptioner över huvudtaget då de anses bygga på framtida vinster som ännu inte har presenterats.

Resultatet visar på skillnader i inställning till hur långt ner i organisationen aktieoptioner bör spridas. Skillnaden tycks bero på aktieoptionernas svårbegripliga karaktär men skulle även kunna bero på ledarnas personliga preferenser och inställningar till aktieoptioners lämplighet. Intressant att notera är Koncern Y och Gambros motsatta åsikter kring lämpligheten i aktieoptionernas hävstångseffekt. Koncern Y ser hävstången som positiv medan Gambro ser en fara i att ett ledningsteam kan tänkas ta orimliga risker för att få ett utfall på optionerna om tre till fem år. Ledningsteamet riskerar i detta fall relativt lite i förhållande till aktieägarna. Den gängse uppfattningen bland respondenterna är att aktier är mer begripliga än aktieoptioner. Oavsett om aktier eller aktieoptioner används är syftet att knyta



samman medarbetares och aktieägares intressen då maximering av aktieägarnas förmögenhet underlättas om även medarbetare visar intresse för aktiekursens utveckling. Det tycks finnas en uppfattning om att medarbetare på ett bättre sätt skulle motiveras att, liksom Stern et al (1995) anger, arbeta i enlighet med aktieägarnas intressen om de själva ser sig som delägare i bolaget.

Vad gäller stegrade målnivåer i linje med kapitalkostnaden är SKF och Lindex positivt inställda och Scania är av uppfattningen att kapitalkostnaden på lång sikt skall vara så konstant som möjlig. Restande bolag berörde inte denna del av frågan i någon större utsträckning, vilket vi tror kan bero på det teoretiska uttryckssättet. Grundtanken i teorin är att hög kapitalkostnad har en negativ påverkan på EVA[®] och därmed skall reducera möjligheten till belöning. Resultatet från samtliga intervjuer har indikerat en ovilja till hög kapitalbindning (se avsnitt 4.1.2.2 *Operativa beslut*) varför vi tror att bolagen delar teorins grundtanke men att de ej kopplar samman aktieoptioner och kapitalkostnad på samma sätt. Vi har inte fått uppfattningen att kapitalkostnaden är någon avgörande faktor för aktieoptionernas storlek.

4.1.2 Påverkan på beslutsfattande

4.1.2.1 Strategiska beslut

>> *Strategiska beslut bör ske enbart baserade på EVA[®]-kalkyler. Förvärv, investeringar och avyttringar görs således med avseende på denna typ av kalkyl.* <<

Företag	Ja	Ja, med komplettering
Gambro		Ja, med komplettering
Lindex	Ja	
Scania	Ja	
Skanska		Ja, med komplettering
SKF		Ja, med komplettering
Koncern X		Ja, med komplettering
Koncern Y		Ja, med komplettering

Tabell 4.13: Strategiska beslut baseras på EVA[®]-kalkyler

I tabell 4.13 framgår att samtliga bolag anser att strategiska beslut baserade på EVA[®]-kalkyler är förenligt med ett aktieägarorienterat synsätt. Fem av dem anser dock att modellen inte bör användas isolerat utan tillsammans med andra mått för att minimera risken för felaktiga beslut. *"EVA[®] should be the primary one for looking at it, but I would be extremely nervous to run a group and only make my decisions based on EVA[®] I must say."* (VD SKF) Skanska anger att diskonterade kassaflödesmodeller idag är mer populärt än EVA[®]. Uppfattningen är dock att det är vanskligt att använda sådana kalkyler isolerat då de har en tendens till att ge en alltför positiv bild. *"En fot måste vara kvar i redovisningen för att förklara skillnaden mellan denna och övriga modeller som används. Därmed är det en teoretisk förenkling att samtliga beslut skulle kunna tas utifrån en enskild modell."* (CFO Skanska) Koncern Y anger även att strategiskt viktiga beslut inte alltid går att siffersätta och nämner som exempel ett evenemang för barn, i form av en snickarskola på sommaren, som uppmärksammades av allmänheten. Bolagens resonemang kring denna punkt tyder på en komplexitet inom det strategiska beslutsfattandet och att teorin, ur respondenternas synvinkel, är alltför enkelspårig.

På Lindex och Scania är uppfattningen att det verkar förnuftigt att anamma ett synsätt enligt teorin för större investeringar om syftet är att öka aktieägarvärdet. Scania anger dock att det bygger på "affärsområdeskonglomerattänket" och att teorin ej alltid fungerar i praktiken eftersom den förutsätter att varje enhet som köps eller säljs är en unik kassagenererande enhet som går att studera separat, vilket anses vara en illusion. Även hos dessa bolag kan vi således urskilja en mer diversifierad syn på hur strategiska beslut bör fattas.



Resultatet från samtliga intervjuer indikerar att det inte finns någon enskild modell som kan sägas vara den bästa; bolagen verkar i en mycket komplex omvärld där flera olika faktorer måste vägas in vid strategiska beslut. Ett negativt EVA[®]-projekt kan, sett ur ett längre tidsperspektiv, ändå vara lönsamt att genomföra då det på sikt kan generera intäkter och därmed värde för aktieägarna. Då vår uppfattning är att samtliga bolag i studien är måna om relationen till sina aktieägare drar vi slutsatsen att bolagen använder de beslutsunderlag som de själva anser mest optimala. Ett bredare kalkylunderlag än enbart EVA[®] anses överlag vara optimalt för att avgöra om projektet skapar värde eller ej varför det är detta som används.

>> *Affärsenheter skall vara ansvariga för strategiska beslut.* <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.14: Strategiska beslut

Tabellen åskådliggör att samtliga bolag anser att VBM:s riktlinje till viss del överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. Dock betonas att strategiarbetet för respektive affärsenhet måste falla inom ramen för den övergripande koncernstrategin. Betonas gör även affärsrisken i besluten samt enhetens erfarenhet och kompetens. På Skanska är inställningen att för mycket delegerande kan förstöra aktieägarvärde då kunskapen ofta inte är lika stor som den risk man tar på sig. *"Gällande att expandera rörelsen och bredda produktprogrammen låter vi den lokala ledningen ta stor del. Ofta uppkommer då förslag på att vi skall köpa diverse bolag, men risken finns då att den aktuella rörelsen lämnas halvdan."* (CFO Skanska)

Resultatet från intervjuerna visar på en positiv inställning till delegering av strategiarbete, dock inte i lika stor utsträckning som teorin förespråkar. Med tanke på faktorer som risk, kunskap hos affärsenheterna samt vikten av att behålla en enhetlig inriktning på bolaget är respondenterna till viss del restriktiva. Vi tolkar det som att ledningen har det övergripande ansvaret för bolaget och därför inte helt vill släppa kontrollen över strategiskt viktiga beslut. *"Eftersom strategiska beslut är, som jag uppfattar det, större vägvalsbeslut skulle det kännas konstigt att delegera bort dem. Jag kan inte fem år senare säga att jag delegerat bort väsentliga strategiska beslut."* (VD Gambro)



4.1.2.2 Operativa beslut

>> Både balans- och resultaträkning skall beaktas vid operativa beslut, vilket leder till förbättrade kapitalinvesteringar och effektivare nyttjande av kapital. <<

Företag	Ja
Gambro	Ja
Lindex	Ja
Scania	Ja
Skanska	Ja
SKF	Ja
Koncern X	Ja
Koncern Y	Ja

Tabell 4.15: BR och RR skall beaktas

Samtliga bolag är överens om att det är förenligt med ett aktieägarorienterat synsätt att basera operativa beslut både på balans- och resultaträkning. Skanska anser att EVA[®] är ett av få resultatmått som kopplar samman balans- och resultaträkning. SKF anger att införandet av TVA medfört att balansräkningen beaktas i större utsträckning vid operativt beslutsfattande. På SKF liksom på Gambro och tas även kassaflöde upp som ett viktigt mått att beakta. *"Introducing the TVA-model made us take into consideration the balance sheet much more. And I strongly believe that the strong cash flow development in SKF is due to the introduction of TVA. You must consider both sides. I would also say that cash flow is extremely important because it is a result of how you are managing your capital. In the short term it is ok with negative cash flow but in the long term it is devastating. And that's why I would be very nervous only using TVA as a metric."* (VD SKF)

På frågan om operativa beslut upplevde vi den största samstämmigheten både mellan teori och praktik och mellan de enskilda bolagen. Att ingen av respondenterna invände mot att beakta både balans- och resultaträkning tolkar vi som ett uttryck för kostnadsmedvetenhet och ovilja till kapitalbindning. Skanska och SKF är de bolag som starkast betonar EVA[®]-tänket men även de andra bolagen instämmer i vikten av att beakta både balans- och resultaträkning vid operativa beslut.



5 DISKUSSION OCH SLUTSATS

I kapitlet diskuteras och dras slutsatser kring studiens resultat. Diskussionen kopplas även till teori och tidigare studier på området. Avslutningsvis ges förslag till vidare forskning som skulle kunna bedrivas med hänsyn tagen till de slutsatser som dragits i studien och de reflektioner som gjorts.

Vi ämnar besvara vår problemformulering vilken lyder:

*>> Vilken är uppfattningen i svenska börsnoterade koncerner
gällande ändamålsenligheten i VBM:s riktlinjer? <<*

På basis av resultatet i föregående kapitel är vår slutsats att respondenterna instämmer i majoriteten av VBM:s riktlinjer då syftet är att öka aktieägarvärdet. Värdebaserad styrning och EVA[®]-mått är väl beprövade i både teori och praktik vilket kan göra företeelserna svåra att invända mot. Den gängse uppfattningen i studien tycks vara att EVA[®] skapar tydliga riktlinjer för vad som skapar värde inom verksamheten och således kan den styras och beslut fattas med hänsyn tagen till vad som genererar det största aktieägarvärdet för koncernen som helhet. Uppfattningarna överensstämmer med teorin i det avseende då den anger att bolagets värdeutveckling sätts i fokus genom att värdera strategier, planer och aktiviteter utifrån det värde de förväntas kunna generera för aktieägarna (www.reward.se).

Under intervjuernas gång har dock ett antal viktiga resultat framkommit. Utmärkande är respondenternas nyanserade synsätt och att de sällan instämmer med teorin helt utan förbehåll. En uppfattning vi fått är att **aktuell debatt** i media och affärspress kan ha en inverkan på bolagens svar och uppfattningar. Påtagligt i studien är att även om respondenterna instämmer i majoriteten av VBM:s riktlinjer vill flera av dem inte använda konceptet i sin verksamhet; modellen anses med andra ord inte vara **praktiskt applicerbar**. En tredje utmärkande punkt är **avvikelser** mellan bolagens uppfattning kring EVA[®] och hur måttet i teorin är tänkt att fungera. Avvikelserna gäller främst EVA[®]:s lämplighet inom olika branscher samt måttets tidsaspekt. Då flera av respondenterna inte själva valt att använda sig av värdebaserad styrning men ändå uppger att de är aktieägarorienterade ställer vi oss frågan vilken typ av styrning som då används; som följd av det för vi avslutningsvis en diskussion kring **alternativa tillvägagångssätt** som bolagen framfört gällande att öka aktieägarvärdet. Nedan förs en diskussion kring ovanstående fyra resultat.

5.1 Uppfattning om VBM relaterat till legitimering

Samtliga bolag anser att maximering av aktieägarnas förmögenhet som övergripande målsättning är förenligt med ett aktieägarorienterat synsätt. Resultatet överensstämmer med vad Malmi & Ikäheimo (2003) fann då de undersökte den praktiska appliceringen av VBM i sex finska bolag. Ett uttalat långsiktigt mål för bolagen i deras studie var att öka aktieägarvärdet. Även Hellman & Lind (2004) kom fram till ett liknande resultat då de undersökte finasteoretiskt baserade ekonomistyrningsmodellens påverkan på koncernstyrning. I studien ingick 17 stora svenska bolag vilka samtliga uttalade en aktieägarorientering och ett primärt mål att öka aktieägarvärdet. Bolagen i vår studie har dock åsikter om ur vilket tidsperspektiv målet skall beaktas. Endast ett bolag tycks uppfatta att målet, så som det uttrycks i teorin, är långsiktigt. Övriga bolag upplever vi vara av uppfattningen att de löper risk att betraktas som kortsiktiga och alltför finansiellt inriktade vid kommunikeringen av ett sådant mål. De förklarar hur målet bör beaktas och maximering av aktieägarnas förmögenhet tycks ibland uppfattas som om det sker på bekostnad av övriga intressenters intressen. Huruvida så är fallet eller ej har inte undersökts i vår studie men exempelvis Ehrbar (1998) hävdar att maximering av aktieägarvärdet är det enda sätt på vilket samtliga intressenters intressen kan tillgodoses.



Etik och moral

Värt att notera är att två bolag kompletterar sina uttalanden kring det övergripande målet med aspekter gällande etik och moral, samhälliga aspekter och miljöpolitik. Ytterligare ett bolag kommer in på dessa aspekter på flera andra frågor. Aspekterna är emellertid inget som direkt berörs i VBM-teorin. Att bolagen ändå väljer att poängtera aspekterna tyder på att de kan ha influerats av debatten kring Corporate Social Responsibilities (CSR) och vill agera på ett sätt som de tror att samhället anser är korrekt. Förfarandet kan förklaras med hjälp av grundtankarna i legitimitetsteorin. Kortfattat innebär den att organisationer adopterar strategier utifrån egna uppfattningar om hur samhället anser att företaget skall agera. Företag måste agera inom ramarna för sitt sociala kontrakt (den stora massans explicit och implicit uttryckta förväntningar på hur företaget skall agera). Vad som uppfattas som legitimt kan variera över tiden varför företag ej endast måste göra vad som förväntas av dem utan de behöver även informera samhället om sina aktioner och förändringar kopplade till dem (Deegan & Blomquist, 2005). Företagens vilja att förmedla en mer "samhällelig" uppfattning kring målet att maximera aktieägarnas förmögenhet än vad teorin anger kan bero på att de vill uppfattas som legitima och ej stöta sig med uppfattningen kring vad som är ett lämpligt beteende. Som legitimitetsteorin anger råder det "trender" för vad som uppfattas som legitimt och i dagsläget fokuseras trenden etik och moral i näringslivet. Gällande legitimitetsteorins koppling till maximering av aktieägarvärdet skulle en avvikelse från det som samhället uppfattar som etiskt och moraliskt kunna förstöra värde för aktieägarna, om aktörer väljer att vända sig till ett företag som bättre uppfyller legitimitetskraven. Därav vill företag legitimeras sig genom att följa de trender som råder.

Bonussystem och ersättningsnivåer

Den senaste tidens företagsskandaler kring bonussystem och ersättningsnivåer har i media och affärspress fått stor uppmärksamhet. Det mediala intresset kan ha medverkat till att VBM:s riktlinjer för belöningar fångade stort intresse och engagemang hos respondenterna. Generellt sett hade bolagen mer reflektioner kring dessa frågor än kring övriga. På frågan om bonus utan tak är förenligt med ett aktieägarsynsätt uppgav två bolag att de själva anser det vara vettigt att belöna efter prestation. De förklarar dock att mot bakgrund av den Corporate Governance-utveckling som skett och som fortfarande sker i Sverige är det mycket svårt för bolag att införa bonusar utan övre gränser.

Resterande fem bolag är kritiska till att bonus ej skall ha några gränser och flertalet riktade kritik mot alltför höga ersättningsnivåer och betonade att utbetalningar till styrelse och ledning måste ligga på en rimlig nivå. Majoriteten av bolagen har således en uppfattning som går emot teorin, då den anger att medarbetare skall belönas utifrån det aktieägarvärde som skapas. Bonus utan övre gräns motiveras i teorin med att den är självfinansierad; aktieägarvärdet som prestationen skapar överstiger bonusens storlek (Stern et al, 1995). Respondenternas uppfattning att VBM:s riktlinje ej är förenlig med ett aktieägarorienterat synsätt kan även här bero på att de påverkas av aktuell debatt i samhället. De svarar möjligen utifrån den uppfattning de tror att allmänheten vill att de skall svara snarare än utifrån vad de egentligen tror skulle generera det högsta aktieägarvärdet. Även detta agerande kan förklaras med hjälp av legitimitetsteorin som tas under rubriken etik och moral.

5.2 Praktisk applicerbarhet

Ett intressant resultat i studien är skillnaden mellan å ena sidan *uppfattningen kring det teoretiska resonemanget kring VBM:s riktlinjer* och å andra sidan *reflektionen kring teorins praktiska applicerbarhet*. Bolagen är generellt positivt inställda till VBM:s normativa riktlinjer i syfte att skapa aktieägarvärde men anser många gånger att teorin ej är praktiskt applicerbar. Vi finner det därför intressant att kort kommentera resultatet och på vilket sätt respondenterna finner modellens applicerbarhet begränsad.



EVA[®] - svårkommunicerat och svårbegripligt?

Två bolag anser att EVA[®] är komplicerat och svårt att kommunicera och därmed ej lämpligt att använda i hela organisationen. I syfte att skapa aktieägarvärde tycks uppfattningen vara att enkla och kommunicerbara mått skall användas för att skapa enighet kring målen; uppfattningen är att EVA[®] ej uppfyller de kraven. Enligt teorin är EVA[®] enkelt att beräkna och kommunicera såväl internt som externt med motiveringen att det oftast är lättare att diskutera kring ett nominellt mått än en procentsats (avkastning). EVA[®] anses också pedagogiskt då en skiljelinje mellan värdeökning (positivt EVA[®]) och värdeminskning (negativt EVA[®]) ges (www.reward.se). Bolagens uppfattning skiljer sig från vad teorin proklamerar. De två ovan nämnda respondenterna uttalar sig utifrån sin praktiska erfarenhet av VBM och EVA[®] varför de bör anses som insatta i modellens utformning och praktiska applicerbarhet. Eftersom vi inte undersökt hur de använt modellen per se kan vi ej uttala oss om huruvida uppfattningarna beror på att de ej använt EVA[®] såsom teorin rekommenderar eller om måttet faktiskt inte lämpat sig i de aktuella bolagen. Ett annat bolag, vilket idag använder en variant av EVA[®], säger sig ha löst problemet med kommunikeringen genom att använda och sprida enkla informationskort inom organisationen.

Ytterligare motiv som anges till varför det är svårt att använda EVA[®] i praktiken är att verksamheten anses vara för komplex för det teoretiska resonemanget. Vidare anges att teorin leder till för mycket målstyrning och för lite metodstyrning samt tenderar att leda till "kalenderårsagerande". EVA[®] anges även förenkla verkligheten genom att likställa olika aktieägares avkastningskrav; företag måste i verkligheten vara medvetna om att alla aktieägare har olika preferenser och representerar olika grupper. En fråga vi ställer oss är vad det egentligen är för mening med ett mått som av många företag anses teoretiskt korrekt men som de inte vill tillämpa praktiskt i sin egen verksamhet. Har förespråkarna för EVA[®] misslyckats med att marknadsföra innebörden av modellen?

5.3 Avvikelser

Något vi reflekterat över under studiens gång är att vissa av bolagen ibland för ett resonemang utifrån den bild eller föreställning de har av modellen snarare än utifrån erhållna teoretiska och praktiska kunskaper. De känner till innebörden i begreppen men för vissa gånger ett resonemang som står i konflikt med vad den normativa teorin anger. Viktigt att poängtera är att det råder delade meningar om vad som innefattas i VBM och att vi endast utgått från en sammanställning av teorin på området. Det finns således utrymme för andra synsätt. Eftersom flertalet bolag i studien ej använt VBM och/eller EVA[®] i någon större utsträckning är det inte överraskande att de ej är väl bevandrade med teorin. Noteras bör dock att en negativ inställning skulle kunna leda till att modellen förkastas trots att den kanske lämpar sig inom den aktuella organisationen. En förklaring till vissa negativa uppfattningar skulle kunna vara medvetenheten om, och i vissa fall även erfarenheten av, att teorier ibland utlovar mer än vad som kan genereras i praktiken. Det är något som exempelvis uppmärksammats av Malina & Selto (2001) gällande det konsultbaserade ekonomistyrningsverktyget Balanced Scorecard (BSC). Författarna eftersöker därför att fler empiriska undersökningar gällande BSC genomförs för att kartlägga hur det ser ut i verkligheten. Studier gällande användningen av VBM och EVA[®] har emellertid visat att modellen och måttet ej används som eller resulterar i det teorin anger (Malmi & Ikäheimo, 2003; Hellman & Lind, 2004; de Waal, 2005). Sammantaget med vår studies resultat framläggs ytterligare bevis för att så kan vara fallet.

EVA[®]:s lämplighet beroende på bransch?

Två bolag anser att EVA[®]:s lämplighet för att skapa aktieägarvärde varierar beroende på vilken bransch som avses. Bolagen har uppfattningen att EVA[®] ej bör användas i servicebranschen eller inom andra personalintensiva branscher där kapitalbindningen är låg. Förklaringen är att dessa bolag har mycket lätt att uppnå positivt EVA[®] med en mycket låg rörelsemarginal. EVA[®] anses istället vara



bäst lämpat inom mer kapitalintensiva branscher såsom exempelvis tillverkningsindustrin. Enligt Ehrbar (1998) är det en förekommande missuppfattning att EVA[®] ej lämpar sig inom servicebranschen. Företag tror felaktigt att EVA[®]:s betoning på kapitalkostnader innebär att modellen inte har mycket att erbjuda företag med låg kapitalbindning. Författaren anger dock att det finns bevis för att EVA[®] lämpar sig lika bra inom alla typer av branscher. Missuppfattningen beror ofta på EVA[®]:s förmodade fokusering på kapitalkostnad, vilket enligt Ehrbar (1998) i sig är en missuppfattning. Anledningen till att EVA[®] tycks framhäva kapitalkostnaden att de flesta andra prestationsmått helt utlämnar kostnaden för eget kapital och behandlar ägarnas investering som om den vore gratis (Ehrbar, 1998). Huruvida EVA[®] fokuserar kapitalkostnaden mer än andra mått utreds inte i denna studie. En uppfattning hos ett bolag i studien är dock att EVA[®] hjälpt dem "slimma" balansräkningen genom ökad *förståelse* för kapitalkostnaden.

Är EVA[®] ett kortsiktigt mått?

Resultatet visar att flertalet bolag anser att kompletterande mått är nödvändigt för att balansera kort- och långsiktig styrning. Bolagen efterfrågar en balans mellan ekonomiska vinstmått, finansiella mått och mått av icke-finansiell karaktär då de menar att en sådan ekonomistyrning beaktar samtliga aspekter som påverkar aktieägarvärdet. Enligt teorin balanserar EVA[®] det korta och långa perspektivet eftersom arbetet med ständiga förbättringar som huvudmål, i kombination med ett lämpligt utformat belöningssystem, gör att resultatet för ett enskilt år ej maximeras på bekostnad av framtida tillväxt (www.reward.se). Teorin anger även att kompletterande mått självklart skall beaktas, men med avseende på deras inverkan på EVA[®] och värdeskapande (Ehrbar, 1998).

Även gällande prestationsmätning anger bolagen att ekonomiska vinstmått bör kombineras med andra mått (både finansiella och icke-finansiella). Malmi & Ikäheimo (2003) kommer i sin studie fram till att VBM ej leder till att endast ett övergripande finansiellt mått används, vilket teorin förespråkar. Av bolagen i Malmi & Ikäheimos studie är det endast ett som enbart använder EVA[®] och dess värde drivare; bolaget kompletterar dock med mått av icke finansiell karaktär. Ett bolag använder ROCE som övergripande mål med komplettering av andra finansiella mått medan resterande bolag använder EVA[®] med komplettering av ett eller flera mått. Resultatet överensstämmer med den uppfattning bolagen i vår studie ger uttryck för och tyder på att de anser det vara otillräckligt att använda ett övergripande ekonomiskt vinstmått i strävan efter skapandet av aktieägarvärde.

5.4 VBM ej enda väg till maximering av aktieägarvärde

Som tidigare nämnts anser bolagen att VBM:s riktlinjer överlag överensstämmer med ett aktieägarorienterat synsätt. Ett av bolagen som valt att implementera EVA[®] i praktiken anser sig se en korrelation mellan aktiekurs och EVA[®]-utveckling. Flera av de andra bolagen anger dock att andra mått än EVA[®] bör användas för att maximera aktieägarvärdet. Ett bolag nämner att de använder ROE i kombination med kapitalkostnad och kapital, ett annat säger att resultat är det bästa och mest ändamålsenliga måttet att mäta verksamheten på. Ett tredje bolag har utvecklat en egen modell innehållande vinst, kassaflöde och tillväxt och anger att detta koncept är bättre än EVA[®] då syftet är att skapa aktieägarvärde.

Eftersom flera bolag valt alternativa sätt att utforma sin ekonomistyrning på än det sätt VBM-teorin förespråkar uppstår en reflektion kring hur bolagen säkerställer att de skapar maximalt aktieägarvärde. VBM-modellen är utvecklad just i syfte att fokusera aktieägare och värdeskapande och anges vara lämpad för organisationer där aktieägarvärdet skall maximeras. Att bolagen valt andra sätt att styra och mäta på än de som teorin förespråkar beror troligtvis på en mängd olika faktorer. Ett bolag antyder att organisationskulturen gör att aktieägarfokus inte kan kommuniceras inom organisationen. Bolaget anger att medarbetarna ej skulle känna igen sig i sin roll om de blev meddelade målsättningen att



generera si och så mycket pengar åt aktieägarna. En annan respondents uppfattning tycks påverkas av en stark personlig syn på att ekonomistyrningen skall göras så enkel och lättförståelig som möjligt. Ett tredje bolag resonerar genomgående kring att utformningen av ekonomistyrningen alltid skall ske med kunden som utgångspunkt och att maximering av aktieägarvärdet sker genom att anamma detta tillvägagångssätt.

5.5 Förslag till fortsatt forskning

Studiens resultat visar att VBM ej uppfattas som enda väg till maximering av aktieägarvärde. Huruvida respondenternas personliga inställningar påverkar styrningen mot maximering av aktieägarvärdet har vi i studien ej haft för avsikt att beröra. Det skulle dock vara intressant att i fortsatta studier undersöka hur bolag säkerställer att aktieägarvärdet maximeras och hur mycket personliga åsikter och influenser från teoretiska modeller spelar in. Ytterligare en reflektion studiens resultat genererat är hur företagen påverkas av de "legitimitetstrender" som råder. Eftersom studiens resultat visar att flera bolag tycks eftersträva en ekonomistyrning som gör att de erhåller legitimitet i samhället kan även det vara ett intressant uppslag för fortsatta studier att beröra. Hur påverkar bolagens strävan efter legitimitet deras strävan efter maximering av aktieägarvärdet? Slutligen skulle en studie som jämför resultatet i vår studie med uppfattningen hos bolag i andra nordiska länder (som verkar inom ungefär samma företagsklimat) genomföras. Det vore intressant att undersöka om det finns likheter och/eller skillnader mellan de nordiska ländernas uppfattning gällande hur ledning ser på skapande av aktieägarvärde genom VBM.

Det sätt vi valt att genomföra vår uppsats på och de avgränsningar som gjorts är medvetna val vi gjort, där hänsyn tagits till tidigare forskning kring området, uppsatsens omfattning, tidsaspekt och praktiska genomförbarhet. Vi är medvetna om att det finns alternativa angreppssätt vi kunnat använda oss av i vår studie och att dessa hade kunnat belysa problemområdet ur andra vinklar än den vi valt att utgå ifrån. Ursprungligen hade vi för avsikt att intervjua ett antal styrelsemedlemmar om deras syn på ekonomistyrning kopplat till värdeskapande. På grund av svårigheter att med kort varsel få tag på tillräckligt många styrelsemedlemmar valde vi dock att vända oss till personer i företagsledningar. En anledning till att det var svårt att få till stånd intervjuer med styrelsemedlemmar berodde delvis på att uppsatsen skrevs under en period då planeringen inför företagets bolagsstämmor pågick intensivt; om uppsatsen författats under en för styrelsemedlemmar mer "lämplig" tidpunkt anser vi att upplägget skulle vara genomförbart. Då styrelsen företräder aktieägarna och då den har stort inflytande på verksamheten i bolaget skulle det vara av relevans att intervjua ett antal styrelsemedlemmar för att få deras syn på hur ekonomistyrningen bör vara utformad för att på bästa sätt tillfredsställa aktieägarnas intressen. Slutligen har det under studiens gång uppkommit ytterligare ett uppslag för fortsatt forskning som ligger utanför vårt problemområde. Ett led i den ökade ägarstyrningen är den nya koden för bolagsstyrning i Sverige samt regelverk som Sarbanes Oxley Act. Under intervjuerna har diskussioner ibland uppstått kring den utveckling som skett och hur bolagen upplever att de nya bestämmelserna påverkar ekonomistyrningen i bolaget. Bolagen har haft mycket tankar och reflektioner kring det här varför vi tror det finns ett stort intresse för dessa frågor.

5.6 Studiens begränsningar

I studien har vi endast talat med en respondent per bolag som vi låtit representera hela koncernen. Poängteras bör att de uttryckta uppfattningarna är subjektiva och således påverkade av personliga erfarenheter och tankar. Det kan därmed ej säkerställas att de redovisade uppfattningarna är generella uppfattningar för hela koncernen. Vidare vill vi poängtera att vi endast intervjuat personer på sju börsnoterade bolag varför det ej är möjligt att generalisera uppfattningarna på svenska börsnoterade bolag.



KÄLLFÖRTECKNING

Böcker

- Ask, U., & Ax, C. (1997) *Produktkalkylering i litteratur och praktik*. Göteborg: BAS ek. för.
- Backman, J. (1998) *Rapporter och uppsatser*. Lund: Studentlitteratur.
- Bengtsson, L., & Skärvad, P.-H. (2001) *Företagsstrategiska perspektiv*. 3:e upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Black, A., Wright, P., Bachman, J.E., & Davies, J. (1998) *In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance*. London: Pitman Publishing.
- Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S.-E., & Östman, L. (2000) *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bryman, A. (2002) *Samhällsvetenskapliga metoder* (Nilsson, B. översättning). Malmö: Liber Ekonomi.
- Ehrbar, A. (1998) *EVA®: The Real Key to Creating Wealth*. New York: John Wiley & Sons.
- Hellman, N., & Lind, J. (2004) *Aktieägarvärde och koncernstyrning – en studie av interna och externa aspekter på koncernstyrning*. Kapitel (sid 339-369) i Lind, J., & Schuster, W. (2004) *Redovisningens teori praktik och pedagogik*. Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Holme, I.M., & Solvang, B.K. (1997). *Forskningsmetodik - om kvalitativa och kvantitativa studier* (Nilsson, B. översättning). Lund: Studentlitteratur (Originalarbete publicerat 1991).
- Knight, J.A. (1997) *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*. New York: McGraw-Hill.
- Lekvall, P., & Wahlbin, C. (2001) *Information för marknadsföringsbeslut*, 4:e upplagan. Göteborg: IHM Publishing.
- Martin, J.D., & Petty, J.W. (2000) *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Business School Press.
- Rappaport, R. (1998) *Creating Shareholder Value: a Guide for Managers and Investors*, 2:a upplagan. New York: The Free Press.
- Samuelsson, L.A. (2004) *Controllerhandboken*, 8:e utgåvan, Lidingö: Industrilitteratur AB.

Artiklar

Deegan, C., & Blomquist, C. (2005) Stakeholder Influence on Corporate Reporting: An Exploration of the Interaction between WWF-Australia and the Australian Minerals Industry. *Accounting, Organizations and Society*, in press.

De Waal, A.A. (2005) Insights from Research – Forget Value-Based Management and the Balanced Scorecard! An Interview with Professor Ken Merchant. *Measuring Business Excellence*, Vol. 9, Issue 2, sid. 30-32.

Gressle, M. (2001) Value-Based Management Enhances Shareholder Value in the New Economy. *Directorship*, Vol. 27, Issue 1, sid. 14-18.

Ittner, C.D., & Larcker, D.F. (2001) Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: a Value-Based Management Perspective. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, Issues 1-3, sid. 349-410.



Jensen, M., & Meckling, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Issue 4, sid. 305-360.

Koller, T. (1994) What is Value-Based Management? *McKinsey Quarterly*, Issue 3, sid. 87-101.

Malina, M.A., & Selto, F.H. (2001) Communicating and Controlling Strategy: An Empirical Study of the Effectiveness of the Balanced Scorecard. *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 13, sid. 47-91.

Malmi, T., & Ikäheimo, S. (2003) Value Based Management Practices – some Evidence from the Field. *Management Accounting Research*, Vol. 14, Issue 3, sid. 235-254.

Ryan, Jr., Harley E., Trahan, & Emery A. (1999) The Utilization of Value-Based Management: An Empirical Analysis. *Financial Practice & Education*, Vol. 9, Issue 1, sid. 46-59.

Slater, Stanley F., & Olson, E.M. (1996) A Value-Based Management System. *Business Horizons*, Vol. 39, Issue 5, sid. 48-53.

Stern, J.M., Stewart, B. III, & Chew, D.H. (1995) The EVA[®] Financial Management System, *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 8, Issue 2, sid. 32-46.

Internetkällor

Gambro, www.gambro.se, hämtat 2006-02-09

Lindex, www.lindex.se, hämtat 2006-02-09

Regeringskansliet, www.sweden.gov.se. Dokument SOU 2004:130 (Svensk kod för bolagsstyrning), hämtat 2006-02-10

Reward Värdeutveckling, www.reward.se, hämtat 2006-03-21

Scania, www.scania.se, hämtat 2006-02-09

Skanska, www.skanska.se, hämtat 2006-02-09

SKF, www.skf.se, hämtat 2006-02-09

Stern Stewart & Co, www.sternstewart.com, hämtat 2006-03-21

Intervjuer

Gambro; personlig intervju 2006-03-07

Koncern X; mailsvar åter 2006-03-07

Koncern Y; personlig intervju 2006-02-20

Lindex; personlig intervju 2006-03-06

Scania; telefonintervju 2006-02-23

Skanska; personlig intervju 2006-02-21

SKF; personlig intervju 2006-03-03



BILAGA 1 – Intervjuguide

Kort inledning på intervjun

Syftet med uppsatsen är att mot bakgrund av Corporate Governance-utvecklingen och aktieägarfokuseringen undersöka uppfattningen i börsnoterade svenska företag kring ekonomistyrningen. Tyngdpunkten i intervjun kommer att ligga på hur ledningen ser på och resonerar kring mål, strategi, prestationsmätning, belöning samt strategiska och operativa beslut kopplat till att skapa värde för ägarna.

Ägarstyrningens innebörd

1. Har Koncern X en uttalad aktieägarfokusering? Förklara hur ni ser på aktieägarfokusering, det vill säga vilken innebörd ni lägger i begreppet.

Syn på värdebaserad styrning

Som en följd av ägarfokuseringen har begreppet Value Based Management (VBM) vuxit fram vilket utgår från att det övergripande målet i företaget är att maximera värdet till aktieägarna och att styrningen skall byggas upp utifrån det. Enligt teorin på området är lösningen på värdebaserad styrning följande:

Ekonomistyrning

- Mål och strategier
 - Det övergripande målet är maximering av aktieägarnas förmögenhet.
 - EVA[®]-mått (eller dess värde drivare) skall vara det övergripande målet inom organisationen.
 - En värdeskapande strategi är den enda strategin inom organisationen (dock sägs inget om hur den de facto skall se ut).
 - Affärsenheter skall vara ansvariga för strategisk planering.
- Prestationsmätning
 - Mätning av prestationer skall ske genom ekonomiska vinstmått (exempelvis EVA[®], CVA, CFROI) och deras värde drivare i hela organisationen (uppifrån och ned).
 - Andra mått bör överges.
- Fastställande av mål
 - Fastställande av mål skall baseras på förbättringar i nuvarande EVA[®]-nivå.
 - Noll-EVA[®] skall vara lägsta acceptabla nivå.
 - Mål skall länkas till värde drivare.
- Belöningar
 - Bonus skall baseras på förändringar i EVA[®].
 - Bonus skall inte ha någon övre gräns.
 - Bonusfördelning över flera år används för att undvika kortsiktigt och alltför fokuserat agerande.
 - Aktieoptioner skall endast tilldelas högsta ledningen med stegrade målnivåer i linje med kapitalkostnaden.

Påverkan på beslutsfattande

- Strategiska beslut
 - Strategiska beslut bör ske enbart baserade på EVA[®]-kalkyler. Förvärv, investeringar och avyttringar görs således med avseende på denna typ av kalkyl.
 - Affärsenheter skall vara ansvariga för strategiska beslut.
- Operativa beslut
 - Både balans- och resultaträkning skall beaktas vid operativa beslut, vilket leder till förbättrade kapitalinvesteringar och effektivare nyttjande av kapital.



Utifrån definitionen på värdebaserad styrning ställs nedanstående frågor kring varje tema:

2. Anser du, som representant för koncernen, att följande stödjer ett ägarorienterat synsätt? Varför/varför inte?
3. Använder ni inom Koncern X följande? Varför/varför inte?

Som en avslutning ställs följande frågor:

4. Har ni inom Koncern X andra resonemang kring de olika tematan?
5. Har ni inom Koncern X resonemang utöver de olika tematan?