



EKONOMIHÖGSKOLAN  
Lunds universitet

*Kandidatuppsats VT - 07*

*FEK 582*

# Konceptet EVA<sup>®</sup> som grund för belöning

-

*“Making managers into owners”?*

***Handledare:***

*Olof Arwidi*

*Peter Jönsson*

***Författare:***

*Camilla Gudmundsson*

*Caroline Lundberg*

*Petra Mårtensson*

*Carolin Nyrell*

# *FÖRORD*

Under vårt arbete de senaste veckorna har flera personer hjälpt oss med att fullfölja vår kandidatuppsats vid Företagsekonomiska institutionen, Lunds universitet. Vi vill gärna tacka dem för deras bidrag. Ett speciellt tack går till våra respondenter: Lennart Zadig, för stort engagemang samt Leif Rytter och Håkan Bryngelson för intressanta infallsvinklar på användandet av EVA i svenska företag. Sist men inte minst vill vi rikta ett stort tack till våra handledare, Olof Arwidi och Peter Jönsson, för vägledande kommentarer vilka fört vår uppsats framåt.

Tack!

Lund, maj 2007

.....  
Camilla Gudmundsson

.....  
Caroline Lundberg

.....  
Petra Mårtensson

.....  
Carolin Nyrell

# SAMMANFATTNING

<b>Uppsatsens titel:</b>	Konceptet EVA <sup>®</sup> som grund för belöning –“ <i>Making managers into owners</i> ”?
<b>Seminariedatum:</b>	2007-06-05
<b>Kurs:</b>	FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
<b>Författare:</b>	Camilla Gudmundsson, Caroline Lundberg, Petra Mårtensson och Carolin Nyrell
<b>Handledare:</b>	Olof Arwidi och Peter Jönsson
<b>Nyckelord:</b>	Ekonomistyrning, Economic Value Added, prestationsersättningar, Sverige, bonusbank
<b>Syfte:</b>	Syftet med denna uppsats är att kritiskt granska och analysera EVA som lämpligt prestationsmått till grund för belöning samt bedöma EVA:s utsikter i svenska företag. Avsikten är att sammanföra skriven teori om EVA med utgångspunkt från upphovsmännens ansats.
<b>Metod:</b>	Uppsatsen är till stor del en litteraturstudie som utgår från teorin kring EVA och därför har skriven litteratur, dels från upphovsmakarna och dels från andra författare inom ämnet, granskats. För att täcka in ett svenskt perspektiv har semistrukturerade intervjuer företagits med personer insatta i ämnet.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	För att skapa förståelse för EVA behandlas först agentteorin och därefter teorin om EVA och belöningar.
<b>Empiri:</b>	Tidigare forskning har använts vid granskning av EVA. Dessutom har intervjuer genomförts för att få en djupare inblick i det svenska perspektivet.
<b>Slutdiskussion:</b>	Slutligen framkommer det att EVA varken är ett bättre eller sämre mått än andra finansiella prestationsmått. Allt beror på omständigheterna kring måttet och begränsningarna måste inses. I Sverige har EVA en osäker framtid.

# ***ABSTRACT***

- Title:** The EVA<sup>®</sup> Concept Underlying Rewards - *“Making managers into owners”?*
- Seminar date:** 2007-06-05
- Course:** FEK 582, Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish credits (15 ECTS)
- Authors:** Camilla Gudmundsson, Caroline Lundberg, Petra Mårtensson and Carolin Nyrell
- Advisors:** Olof Arwidi and Peter Jönsson
- Key words:** Management control systems, Economic Value Added, performance compensation, Sweden, bonus bank
- Purpose:** The purpose of this thesis is to critically review and analyse EVA as a suitable performance measure and to investigate whether this is applicable in a Swedish context. The aim is to summarize the written theory of EVA by taking the originators approach as a starting point.
- Methodology:** The thesis is mainly a review of written literature in the subject of EVA. Theory about EVA, written by originators and other authors, has been evaluated. To cover the gaps in the theory about EVA in a Swedish context, semi-structured interviews have been undertaken with respondents knowledgeable in the subject.
- Theoretical perspective:** To create an understanding of EVA the agency theory is discussed. Furthermore, the theory about EVA and rewards are observed.
- Empirical foundation:** Prior research has been applied to examine EVA. Moreover, interviews have been carried out to get a better insight to the Swedish perspective.
- Final discussion:** Finally, EVA does not provide a better solution to the problem than any other financial performance measure. The circumstances play a key role in the use of EVA and its limitations have to be recognized. The future of EVA in Sweden is considered to be uncertain.

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING.....</b>	<b>7</b>
1.1 Bakgrund .....	7
1.2 Problemdiskussion .....	8
1.3 Problemformulering .....	9
1.4 Syfte .....	10
1.5 Teoretisk bakgrund.....	10
1.6 Relevans .....	13
1.7 Avgränsningar .....	13
1.7.1 Närliggande mått .....	13
1.7.2 Användningsområde.....	14
1.7.3 Val av intervjupersoner .....	14
1.7.4 Tillämpningsområde och nivå.....	14
1.8 Disposition .....	16
<b>2. METOD .....</b>	<b>17</b>
2.1 Tillvägagångssätt.....	17
2.2 Datainsamlingsmetod .....	18
2.2.1 Tillvägagångssätt vid sökning av data.....	18
2.2.2 Val av källor .....	18
2.2.3 Sekundärdata .....	19
2.2.4 Primärdata .....	20
2.3 Teoretisk referensram.....	21
2.4 Kritik .....	21
2.4.1 Metodkritik.....	21
2.4.2 Källkritik .....	22
<b>3. TEORI.....</b>	<b>24</b>
3.1 Problem kring belöningsystem – Stern Stewarts bild.....	24
3.1.1 Problemet .....	24
3.1.2 Agentteorin.....	26
3.1.3 Fast lön och bonus.....	27
3.2 Stern Stewarts lösning på problemet.....	28
3.2.1 EVA:s uppbyggnad .....	29
3.2.3 Syftet med EVA .....	33
3.2.4 EVA som grund för belöningar.....	35
3.2.5 Fördelar som Stern Stewart ser med sin lösning.....	41
3.3 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning.....	42
3.3.1 Positiv kritik till EVA .....	42
3.3.2 Negativ kritik till EVA.....	43
3.4 Sverigeperspektivet .....	45
3.4.1 EVA i Sverige .....	45
3.4.2 Den rörliga prestationsersättningen.....	47
<b>4. EMPIRI.....</b>	<b>49</b>
4.1 Tidigare forskning .....	49
4.1.1 Stern Stewarts lösning på problemet.....	49

4.1.2 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning .....	50
4.2 Primärdata .....	55
4.2.1 Sverigeperspektivet .....	55
<b>5. ANALYS .....</b>	<b>63</b>
5.1 Problem kring belöningsystem – Stern Stewarts bild.....	63
5.2 Stern Stewarts lösning på problemet.....	64
5.3 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning.....	67
5.4 Sverigeperspektivet .....	70
<b>6. SLUTDISKUSSION.....</b>	<b>73</b>
6.1 Avslutande diskussion.....	73
6.2 Förslag till vidare forskning .....	76
<b>7. KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>77</b>
7.1 Publicerade källor.....	77
7.1.1 Böcker .....	77
7.1.2 Artiklar .....	78
7.1.3 Övriga publicerade källor.....	79
7.2 Elektroniska källor .....	80
7.3 Intervjuer .....	80
<b>BILAGOR .....</b>	<b>81</b>
Bilaga 1: Intervjuguide Lennart Zadig .....	81
Bilaga 2: Intervjuguide Leif Rytter .....	81
Bilaga 3: Intervjuguide Håkan Bryngelson.....	82

# ***1. INLEDNING***

---

## ***1.1 Bakgrund***

Ekonomistyrning är ett omskrivet ämne och styrningens relevans i ett företags framgång är av högsta vikt. Ett sätt att styra sin verksamhet och sina medarbetare i önskad riktning är genom att införa investeringsansvar. Det är ett sätt att få chefer på företags olika avdelningar att ta större ansvar för sin enhet och dess prestation. För att kunna avgöra hur väl en enhet presterar måste något slags mätinstrument användas och här finns en uppsjö av alternativ. Value-based management är ett övergripande namn för styrsystem som ämnar att skapa värde i ett företag. Ett mått som hamnar under value-based management är Economic Value Added (EVA), skapat av konsultbolaget Stern Stewart & Co. Detta koncept kan tillämpas i hela företaget varav ett tillämpningsområde är vid prestationsbedömningar och då som grund för belöning. Belöningsystem och framför allt bonus är väldigt aktuellt i svensk press och det skrivs mycket om företags val av system för att hantera bonusproblematiken. En svårighet med belöningar är att få systemet att motivera belöningsmottagaren så de agerar i företagsägarnas intresse, det vill säga att uppfylla målkongruens.

EVA-konceptet utvecklades i USA där bonus länge varit en självklar del i hur chefer belönas och landet är, som i många andra sammanhang, en föregångare för resten av världen. 2003 var den rörliga delen av lönen för chefer i USA drygt 60 % medan siffran i Sverige var cirka

20 %.<sup>1</sup> Även om den svenska löne marknaden fortfarande inte ligger på samma nivå som USA visar statistik på att vi rör oss allt mer mot att låta bonus bli en större del av lönen.<sup>2</sup> För att kunna hantera en större bonusdel och samtidigt lyckas uppfylla målkongruens mellan ägarna och de som styr företaget krävs ett genomtänkt system för prestationsbedömning. Stern Stewart & Co. presenterar EVA som en lösning och har framgångsrikt sålt in detta koncept i USA. Hittills har EVA inte fått något större genombrott i Sverige men chansen kan öka om bonustrenden fortsätter i samma riktning.

## ***1.2 Problemdiskussion***

Det finns förespråkare för EVA som menar att måttet kan kopplas till bonussystem men det finns också mycket kritik riktat mot detta mått. EVA är ett aktierelaterat prestationsmått som är framtaget av det amerikanska konsultföretaget Stern Stewart & Co. Enligt upphovsmännen, Joel Stern och Bennett Stewart, är EVA det mått som fångar ekonomisk vinst bättre än alla andra finansiella mått samt att måttet är direkt kopplat till hur aktieägarvärde skapas över tiden.<sup>3</sup> Samtidigt finns det kritik riktat mot EVA. Exempelvis menar Merchant och Van der Stede att den första färdigställda studien gav resultatet att EVA inte ger en mer rättvisande bild än andra redovisningsbaserade mått gällande indikationer på förändringar av aktieägarvärdet.<sup>4</sup>

Under århundraden har det argumenterats för att om värde ska kunna skapas i ett företag måste företaget tjäna så mycket att kostnaden för kapital täcks. Under 1900-talet har sättet att räkna med kapitalkostnad vid investeringar kommit att kallas residual income (RI).<sup>5</sup> RI har använts som prestationsmått såväl internt som externt. Under tidigt 90-tal lanserade dock Stern Stewart & Co. en variant på måttet till ett varumärke som skyddas under namnet EVA. Kritiker menar att det varumärkesskyddade måttet inte är något mer än just RI medan en av grundarna Bennett Stewart menar att det är just deras anpassningar av de redovisade siffrorna som skiljer ut EVA från RI.<sup>6</sup> Stewart tycker att EVA ska användas både internt och externt för

---

<sup>1</sup> Kim, K & Nofsinger, J; *Corporate Governance*, 2007

<sup>2</sup> Hewitt Löneanalyser; "Rörlig lön gör börs-vd:n rik", *Affärsvärlden*, 2007

<sup>3</sup> [www.sternstewart.com/EVAabout/whatis.php](http://www.sternstewart.com/EVAabout/whatis.php) 2007-04-15

<sup>4</sup> Merchant, K. A & Van der Stede W. A; *Management Control Systems*, 2003

<sup>5</sup> Biddle, G, Bowen, R, Wallace, J; "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values" *Journal of Accounting and Economics*, 1997

<sup>6</sup> Anthony, R & Govindarajan, V; *Management Control Systems*, 2007



att bedöma företaget och chefers prestationer. De många påståenden gjorda av grundarna själva om EVA:s förmåga att bättre förutse börspriset förkastas av bland annat av Biddle, Bowen och Wallace. När EVA lanserades nådde måttet stora framgångar i amerikanska företag. Några av de företag som implementerat EVA med hjälp av Stern Stewart & Co. är Siemens, Coca Cola, Whirlpool och AT&T.<sup>7</sup> Måttet skall enligt upphovsmännen tillämpas och infiltreras i hela företaget och framställs inte enbart som ett mätverktyg utan som ett helhetskoncept. Några år senare introducerades EVA i Sverige men framgångarna går inte att mäta med succén i USA. Dock har många stora företag utvecklat liknande system som bygger på idéer från EVA-konceptet.<sup>8</sup> EVA som mått har flera användningsområden: det kan ligga som underlag vid resursfördelningar, fungera som kommunikationsmedel med finansiella marknader, användas för prestationsmätningar och som grund för belöning.<sup>9</sup> Stern Stewart & Co:s avsikt är att EVA ska användas på alla dessa områden. Vår fokusering ligger på EVA som grund för belöning. EVA var det mått som startade uppbyggnaden av incitamentsprogram under 90-talet och Stern Stewart & Co. anser sig inom ramverket för maximerande av aktieägarvärdet ha funnit ett system som ger ledningen incitament att fokusera långsiktigt och därmed öka aktieägarvärdet.<sup>10</sup>

Bonus- och belöningssystem är aktuella ämnen som diskuteras flitigt, både i media och i företag. Problem med bonussystem som kopplas till finansiella mått är att de ofta leder till kortsiktigt agerande från chefer som ser till sin egen vinning. Optimala belöningssystem är i litteraturen känt som ett ämnesområde där en analytisk lösning inte är enkel att finna.<sup>11</sup> Enligt Stern Stewart & Co. är EVA det mått som löser problematiken kring kortsiktighet och belöningssystem. Dock skiljer sig forskares åsikter vitt åt om EVA:s relevans och tillämpningsmöjligheter när det gäller prestationsbedömning.

### ***1.3 Problemformulering***

*Hur väl fungerar EVA vid prestationsmätning som grund för belöning och hur ser måttets utsikter ut i svenska företag?*

---

<sup>7</sup> www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php 2007-04-15

<sup>8</sup> Hamberg, M; *Strategic Financial Decisions*, 2001

<sup>9</sup> Ibid

<sup>10</sup> Ibid

<sup>11</sup> Bromwich, M & Walker, M; "Residual Income Past and Future", *Management Accounting Research*, 1998

## **1.4 Syfte**

Syftet med denna uppsats är att kritiskt granska och analysera EVA som lämpligt prestationsmått till grund för belöning samt bedöma EVA:s utsikter i svenska företag. Avsikten är att sammanföra skriven teori om EVA med utgångspunkt från upphovsmännens ansats.

## **1.5 Teoretisk bakgrund**

Ett företag kan delas in i investeringsansvarsheter för att styra sin verksamhet mer effektivt. Investeringsansvar innebär att avdelningschefer ansvarar för intäkter, kostnader samt för investeringar som görs av avdelningen. När det råder investeringsansvar ska chefer verka för att investera lönsamt för företagets fortlevnad. Två av flera alternativ för att se samband mellan vinst och investerat kapital är måtten Return On Investment (ROI) och EVA. Investeringsansvaret behöver inte enbart kopplas till investeringens lönsamhet utan kan även knytas till incitamentsbelöningar. ROI används i större utsträckning i praktiken medan EVA föredras av akademiker. Några av ROI:s fördelar är att det är mer välkänt och etablerat än EVA och det är enkelt att använda måttet vid jämförelser med andra företag då det uttrycks som en kvot. Nackdelen med ROI är att suboptimering är vanligt förekommande och risken för manipulering är stor. EVA i investeringsansvarsheter hanterar investeringsalternativ mer rättvist då vinsten hos investeringen minskas med kapitalkostnaden. Dessutom tas hänsyn till risken hos investeringen, då en skiftande räntesats används. Enligt Anthony och Govindarajan är EVA också ett bättre mått för incitamentsprogram jämfört med ROI. Anledningen till det är att EVA med hjälp av kapitalkostnaden tar hänsyn till lönsamheten hos investeringar och risken för suboptimering är inte lika hög. ROI ger även olika incitament för investeringar på de olika avdelningarna vilket gör prestationsbedömningar till grund för belöning svårare att mäta. Vad som dock bör poängteras är att Anthony och Govindarajan ser begränsningar med att enbart använda sig av finansiella mått vid prestationsmätningar. Detta då sådana kan bidra till kortsiktigt agerande när chefer undviker långsiktigt fördelaktiga investeringar till fördel för kortsiktiga förtjänster.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Anthony, R & Govindarajan, V; *Management Control Systems*, 2007

Att se kapital som något som i företag för med sig kostnader är inget nytt. Det kapital ett företag har tillgång till är antingen lånat eller investerat och därför finns krav på förräntning från borgenärer och ägare. Kravet på förräntning ställs sedan på företagets produkter i förhållande till hur stort kapital dessa tar i anspråk. Detta benämns kalkylmässig ränta och ses som en kostnad.<sup>13</sup> Många har vid beräkningar av värde i företag tagit till sig tankesättet om kalkylmässig ränta som kapitalkostnad. EVA är i grunden ett RI-mått och för att kunna förklara hur EVA är uppbyggt förklaras först grunderna bakom RI. 1965 presenterade David Solomons de första argumenten för att använda RI som prestationsmått. Han argumenterade för att måttet skulle leda till optimala val av projekt. Solomons kan kallas residualinkomstens fader då han i sin bok *Divisional Performance: Measurement and Control* för första gången beskriver RI. Han tar upp problemet kring mätning av vinst och framgång och ger ett svar på hur det bäst mäts. Vid en förenkling och jämförelse mellan två liknande företag där företagens framgång är helt korrelerad med företagschefernas framgång kan enkelt sägas att det är vinsten mätt i pengar som avgör. Detta ifrågasätter Solomons då vinst mätt enligt General Accepted Accounting Principles (GAAP) kan vara ganska osäker. Vinstsiffror kan flyttas mellan olika år för att genom denna manipulation utåt visa de siffror som önskas. Resultatet kan hållas uppe samtidigt som det dras ner på forskning, marknadsföring och försäljning av tillgångar vilka stigit i marknadsvärde. Om vinst då endast mäts i pengar kan den chef som sitter på stora kapital öka vinsten så länge som en viss avkastning kan visas. Om företagets framgång istället mäts genom avkastningen på investerat kapital uppkommer ett annat problem. En hög avkastning på ett litet kapital är kanske inte bättre än en låg avkastning på ett stort kapital. Solomons anser att det är först när kapitalkostnaden tas i beräkning som det går att säga vilket företag som är mest framgångsrikt. Kapitalkostnaden tar hänsyn till både storleken på det investerade kapitalet och den förväntade vinsten som investeringen ger upphov till.<sup>14</sup>

Enligt Merchant och Van der Stede argumenterar flera undersökningar och konsultationer för att användandet av RI-mätningar gör att många av de suboptimeringsproblem som finns i andra redovisningsbaserade mått övervinns. RI räknas ut genom att resultatet subtraheras med kapitalkostnaden för de nettotillgångar som är uppbundna i investeringsenheten. Kapitalet belastas med den ränta som svarar för ett vägt genomsnitt för företagets totala kapitalkostnader. Kostnaden för RI kan sättas så den motsvarar företagets avkastningskrav på

---

<sup>13</sup> Johansson, S-E. & Samuelson, L. A; *Industriell kalkylering och redovisning*, 1982

<sup>14</sup> Solomons, D; *Divisional Performance: Measurement and Control*, 1965

investeringar. Sålunda ger RI alla investeringsenhetschefer lika incitament till att vilja investera. Oavsett rådande nivå på avkastningen på deras enheter motiveras de till att investera i alla projekt som utlovar ett avkastningskrav högre eller lika med kapitalkostnaden. Merchant och Van der Stede menar därmed att RI-mått behandlar finansiella suboptimeringsproblem. Genom att ta hänsyn till både skuldkostnader och kostnader för eget kapital gör ett finansiellt RI-mått att frestelsen för chefer att öka deras egen enhets resultat på bekostnad av en annan enhet minskar.<sup>15</sup>

Ett annat finansiellt mått, Market Value Added (MVA), är precis som EVA ett mått utvecklat av Stern Stewart & Co. MVA är summan av framtida diskonterade EVA-värden och behandlas här kort på grund av sin koppling till EVA.<sup>16</sup> MVA är till för att se skillnaden mellan marknadsvärdet på företagets eget kapital och skulder och det totala investerade kapitalet. En positiv skillnad mellan det kapital som investerare satt in i företaget och vad företaget är värt skapar värde, medan en negativ skillnad förstör värde precis som EVA.<sup>17</sup> MVA anses bland många som arbetar med value-based management vara det bästa måttet för mätning av företagsvärde.<sup>18</sup> Dock finns det problem med MVA. Ett problem är att det kan motivera till icke lönsamma investeringar. Med en beräkning av MVA kan en investering skapa värde men om hänsyn inte tas till avkastningskravet kan egentligen värde ha förstörts då investeringar har gjorts i företaget utan att uppfylla lönsamhetskraven. Ytterligare ett problem är att MVA beräknas på ett bestämt datum och på så sätt inte tar hänsyn till kommande kostnader som uppstår senare under året såsom avkastning till aktieägare.<sup>19</sup>

$$\text{MVA} = \text{Marknadsvärde} - \text{investerat kapital}$$

Formel 1.5

MVA visar på hela företagets värdeskapande medan EVA kan visa på delar av det, exempelvis divisionsnivå. De två måtten korrelerar starkt med varandra.<sup>20</sup>

Konkurrerande konsultfirmor har utvecklat andra mått för att mäta värde i företag. Boston Consulting Group har skapat Cash Flow Return on Investment (CFROI), vilket är ett närliggande mått till EVA. CFROI fokuserar mer på kassagenererande faktorer och är ett

<sup>15</sup> Merchant, K. A & Van der Stede W. A; *Management Control Systems*, 2003

<sup>16</sup> Young, D & O'Byrne, S; *EVA and Value Based Management*, 2001

<sup>17</sup> Arnold, G; *Corporate Financial Management*, 2005

<sup>18</sup> Young, D & O'Byrne, S; *EVA and Value Based Management*, 2001

<sup>19</sup> Ibid

<sup>20</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

bredare mått som iakttar marginaler, tillgångars karaktär, omsättning och andra faktorer som påverkar prestationer.<sup>21</sup> CFROI påstås vara komplext men mycket precist medan EVA i sin tur är ganska enkel att använda men inte lika mångsidig.<sup>22</sup> Då EVA är ett mått framtaget av en konsultfirma får det inte användas utan upphovsmännens godkännande. Detta medför att det finns många liknande mått som framtagits dels av andra konsultbolag och dels av företag själva men som fyller ungefär samma syfte. Vår ambition är dock inte att redovisa ytterligare för dessa utan vår tyngdpunkt ligger på EVA.

## ***1.6 Relevans***

Vi önskar med detta akademiska bidrag tillföra en översikt av EVA som koncept och dess användbarhet som grund för prestationsbedömning. Denna översikt tar sin utgångspunkt i Stern Stewart & Co:s framställning av EVA. Prestationsbelöningar i form av bonus är ett aktuellt ämne som dagligen figurerar i press och media och det finns inget som tyder på att intresset kring ämnet minskar. Vi anser därför att det är ett intressant ämnesområde att belysa. EVA som mått är stort i USA där bonus som prestationsbelöning används inte bara mer frekvent utan även står för en större del av den totala prestationsersättningen jämfört med i Sverige. Vi anser det vara av intresse att koppla EVA till svenska företag och den i Sverige ökande rörliga delen av prestationsersättningen.<sup>23</sup> Vår studie kan utgöra ett tänkbart komplement till tidigare forskning samt ligga till grund för vidare studier inom ämnesområdet.

## ***1.7 Avgränsningar***

### ***1.7.1 Närliggande mått***

Det finns många finansiella mått och koncept på vilka prestationsbedömningar kan grundas. Vissa av dessa mått har sin grund i externa redovisningsbaserade siffror medan andra lägger

---

<sup>21</sup> Clinton, D & Chen, S; "Do New Performance Measures Measure Up?", *Management Accounting*, 1998

<sup>22</sup> Birchard, B; "Mastering the New Metrics", *CFO*, 1994

<sup>23</sup> Hewitt Löneanalyser; "Rörlig lön gör börs- vd:n rik", *Affärsvärlden*, 2007

tyngdpunkten på den interna redovisningen. Avsikten med detta akademiska bidrag är inte att redovisa för alla finansiella mått. Då fokus på EVA finns, tas inte en djupare diskussion kring konkurrerande mått eller närliggande mått. De mått som har en nära anknytning till EVA behandlas kort i den teoretiska bakgrunden för att tydliggöra EVA:s ursprung.

### ***1.7.2 Användningsområde***

Vidare diskuteras inte på djupet hela EVA som koncept utan vi har valt att fokusera på EVA som mått för prestationsbedömning. Olika användningsområden för EVA tas kort upp för att visa på måttets bredd. Då vi valt att koncentrera uppsatsen på EVA som grund för prestationsbelöning har vi förutsatt att incitamentsbelöningar i allmänhet har en positiv inverkan på mottagarnas prestationer. EVA tas ibland upp vid konstruktionen av ett balanserat styrkort. Vi väljer dock att endast fokusera på EVA som enskilt styrsystem såsom Stern Stewart & Co. avser.

### ***1.7.3 Val av intervjupersoner***

När vi kontaktat företag för att få en uppfattning kring användandet av EVA i Sverige har vi valt att enbart prata med högt uppsatta personer i företag som på något sätt använder eller har använt EVA. Detta då vi vill få en bild av varför företaget valt att implementera EVA och varför de eventuellt har avslutat sitt användande. Uppsatsens syfte är inte att få medarbetares och aktieägares syn på EVA:s lämplighet som grund för prestationsbedömning.

### ***1.7.4 Tillämpningsområde och nivå***

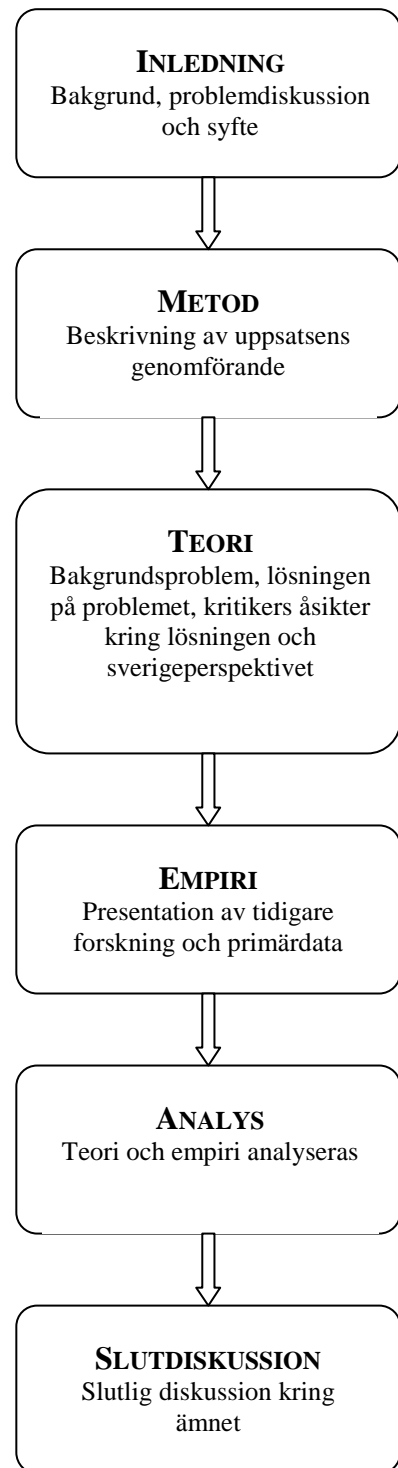
Den litteratur vi baserat vår teori på är amerikansk och upphovsmännen till EVA började lansera sitt koncept i USA. Detta har gjort att uppsatsen i grunden fått en amerikansk prägel. Vi har valt att koncentrera oss till EVA:s framgångar i USA och Sverige där fakta om Sverige nästan uteslutande framkommit genom intervjuer.

Stern Stewart & Co. avser att medarbetare på alla nivåer i företaget kan få sin belöning grundad på EVA. Uppsatsen inriktar sig dock på chefers belöning medan andra medarbetares belöning enbart flyktigt behandlas. Detta för att bonus är vanligare på chefsnivå och vi därigenom tycker oss få en mer intressant studie.

I uppsatsen läggs ingen tyngdpunkt på olika belöningsformer, såsom optioner som kan användas i samband med EVA-konceptet, utan tonvikt ligger på monetär ersättning. Detta då vi anser att belöningsformen inte är avgörande för det slutliga resonemanget.

## 1.8 Disposition

Den fortsatta dispositionen kommer här presenteras. I nästkommande kapitel kommer metoden behandlas för att beskriva hur uppsatsen har genomförts, samt kritik mot genomförandet presenteras. Därefter kommer teorikapitlet som är uppdelat i fyra underrubriker. Dessa fyra underrubriker är följande: problem kring belöningsystem – Stern Stewarts bild, Stern Stewarts lösning på problemet, kritikers åsikters om Stern Stewarts lösning och Sverigeperspektivet. Detta val av rubrikupplägg har gjorts för att ge uppsatsen en klar struktur. Efter detta behandlas kritikers åsikter om EVA för att få ett underlag för att kunna diskutera EVA på ett mer sakligt sätt. Till slut diskuteras det svenska perspektivet för att se möjligheterna för EVA i Sverige. I de två efterföljande kapitlen, empiri och analys, är rubriksättningen till största del den samma för att underlätta för läsaren. Empirikapitlet är uppdelat i tidigare forskning och primärdata, där de återkommande rubrikerna används. Undantaget är att problem kring belöningsystem –Stern Stewarts bild bortfaller i empirin då EVA inte uppkommit genom empiriska studier. Efter analyskapitlet presenteras en slutdiskussion.



Figur 1.8



## ***2. METOD***

---

*I nedanstående kapitel behandlas metoden för genomförandet av uppsatsen. Till en början presenteras det övergripande tillvägagångssättet som sedan följs av datainsamlingsmetod. Därefter presenteras teoretisk referensram och slutligen behandlas kritik mot metoden i sin helhet och källor.*

---

### ***2.1 Tillvägagångssätt***

Det övergripande tillvägagångssättet för att komma fram till vår slutsats har varit att utifrån teorin om EVA vända och vrida på måttet för att få en klarare bild av dess sätt att fungera som mått vid prestationsbedömning. Till stor del är denna uppsats en litteraturgranskning, då vi presenterar EVA utifrån upphovsmännens synvinkel och därefter lägger fram förespråkares och kritikers åsikter. Granskningen har sedan smalnats av och en diskussion framförallt om EVA som grund för belöning har förts. Då det inte finns någon större mängd skriven fakta kring EVA i Sverige har intervjuer ägt rum. Utifrån teorin, tidigare forskning och primärdata har en analys skett för att föra fram en övergripande syn på EVA med dess koppling till belöning och dess tillämpbarhet i Sverige. Utifrån analysen har sedan en slutsats framkommit med grund i det uppställda problemet.

Då en litteraturstudie till stor del har företagits är det relevant med val av teorier, val av insamlingsmetod och urval av litteratur. På grund av uppsatsens natur är det mycket

essentiellt att förhålla sig kritisk till den insamlade informationen. Bakomliggande grund till detta är att största delen av uppsatsen består av sekundärdata.

## ***2.2 Datainsamlingsmetod***

### ***2.2.1 Tillvägagångssätt vid sökning av data***

Insamlandet av information som passar till uppsatsens syfte inleddes genom sökning i ett flertal databaser. Specifika databaser för Lunds universitet som utnyttjats är Lovisa och ELIN för att finna både böcker och artiklar. De flesta artiklar som använts har hittats i ELIN och ABI Inform. Den sistnämnda databasen är en artikeldatabas på engelska, som innehåller ett brett utbud av artiklar. Dessutom har böcker sökts i LIBRIS som är ett övergripande nätverk över alla svenska bibliotek. På Internet har sökmotorer såsom Google och Google Scholar använts. För att finna relevanta artiklar och böcker i dessa databaser har ett antal sökord använts som passar till syftet med uppsatsen. De främsta sökorden som använts är EVA, Economic Value Added, bonus, belöning, performance measure, residual income, bonusbank och Sverige. När intressanta artiklar har hittats har referenser till tidigare forskare i ämnet sökts upp för att få nya användbara artiklar. Då väsentlig information kring EVA i Sverige inte hittats, skedde insamlandet av denna information i form av intervjuer. På Internet fann vi kontaktuppgifter till Lennart Zadig vilket ledde till en intervju. Zadig upplyste även om ytterligare intervjuobjekt.

### ***2.2.2 Val av källor***

Vid arbetandet med källor har till stor del Holme och Solvangs fyra faser använts. Dessa är observation, ursprung, tolkning och användbarhet. Dessa faser följer inte varandra strikt utan kan under uppsatsarbetet överlappas. Observationer av litteratur gjordes till en början för att få förståelse och inblick i ämnet. Genom dessa observationer detekterades relevanta källor vilka passades uppsatsens syfte. Framförallt har ansträngningar gjorts för att få fram fakta kring EVA som grund för belöning, detta från positiva som negativa kritiker. Den andra fasen enligt Holme och Solvang är bestämning av ursprung. Källans härkomst samt författare har identifierats och granskats. Återigen är det för uppsatsen viktigt att finna både positiva samt

negativa röster som kan belysa EVA som mått för belöning. Under informationsinsamlande har flera artiklar funnits vilka hänvisar till tidigare skribenter i ämnet. Dessa har tagits del av och använts. Tolkning är den tredje fasen som tagits i beaktning, vilket innebär att källan har analyserats för att tyda författaren. En förståelse för texten eftersträvas och då är det återigen viktigt att se vem författaren är samt textens ursprung. Den sista fasen handlar om huruvida källan är användbar eller inte för syftet med uppsatsen. Till stor del övervägdes om källan var trovärdig och passande för syftet. Dock var det svårt att finna objektiva källor, då skrivet material om EVA som varumärke ofta är färgat. Material har försökt finnas från båda sidor och källorna har granskats på ett kritiskt sätt.<sup>24</sup>

### 2.2.3 Sekundärdata

I och med att uppsatsen till stor del består av sekundärdata lades stor vikt vid att välja ut relevanta och pålitliga källor. Huruvida sekundärdata kring EVA och belöningsystem var relevant bestämdes utifrån syftet. Till stor del utgår uppsatsen från fakta skriven av upphovsmännen. Dessutom har kritikers åsikter och forskning tagits i beaktning för att kunna ge en helhetsbild av EVA:s verklighet. Sekundärdata kan vara förstahandskällor, andrahandskällor eller källor ännu längre från ursprunget. Förstahandskällor är information som författare själva producerat medan andrahandskällor är författares referat av andras undersökningar och påståenden.<sup>25</sup> Då det undersöks och tolkas hur EVA uppfattas av olika personer har det inte lika stor betydelse om informationen kommer från förstahands- eller andrahandskällor. Forskarens åsikter framgår ändå i deras egen forskning och framställning. Till stor del består uppsatsen av sekundärdata då syftet är att undersöka en befintlig teori. Stora mängder litteratur har skrivits i ämnet vilket gör det intressant att undersöka. Data har insamlats både genom böcker, vetenskapliga artiklar och till viss del populärpress. Ett par fördelar med att använda sekundärdata från andra forskare är att informationen oftast är av hög kvalitet och att nya tolkningar kan göras vid en ny analys.<sup>26</sup> Att kunna bidra med nya tolkningar i analysen är en förhoppning för denna uppsats. Samtidigt ska en medvetenhet kring begränsningar hos sekundärdata finnas, då informationen kan vara komplex och kvaliteten kan variera beroende på källa.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> Holme, I M & Solvang, B K; *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 1997

<sup>25</sup> Jacobsen, D I; *Vad, hur och varför?*, 2002

<sup>26</sup> Bryman, A & Bell, E; *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, 2003

<sup>27</sup> Ibid

### 2.2.4 Primärdata

Skreven litteratur kring EVA ur ett svenskt perspektiv är knapphändig. Syftet med uppsatsens primärdata är att få en tydligare bild av måttet i svenska sammanhang. För att få en vinkling mot Sverige har en intervju med Lennart Zadig som lanserade EVA i Skandinavien gjorts. Kontakt med Zadig uppstod genom Rewards hemsida vilken kom upp genom en sökning på Google med sökorden EVA och fördelar. Sidan innehöll kontaktuppgifter till Zadig som nyttjades. Intervjun var till för att skapa en ännu bättre förståelse för måttet och dess utveckling i Sverige. Dessutom har en intervju med ekonomi- och finansdirektör på Vasallen, Leif Rytter, ägt rum. De använder EVA som prestationsmätt för belöning. Syftet med intervjun var framförallt att se vilken roll EVA kan spela i ett svenskt företag. Även en kortare intervju per e-mail genomfördes med Håkan Bryngelson, VD för Vasakronan, som tidigare använt EVA som grund för belöning men avvecklat detta styrsystem. Innan intervjuerna företogs har fakta insamlats från de båda sistnämnda företagens årsredovisningar för att skapa större förståelse kring deras användande av EVA. Då fokus ligger på teori har endast ett fåtal intervjuer genomförts. De två företag som intervjuats är båda statligt ägda fastighetsbolag. Val av dessa två företag har gjort dels för deras liknande förutsättningar men också på grund av det knappa utbudet av företag som använt eller har använt EVA.

För att samla in primärdata från Lennart Zadig och Leif Rytter har semistrukturerade intervjuer använts. Anledningen var att på ett flexibelt sätt styra intervjuerna utifrån svar från tidigare frågor. Telefonintervjuerna tog sin utgångspunkt i en intervjuguide där ett antal huvudfrågor fanns. Genom att använda en semistruktur har den som svarar en möjlighet att svara på frågorna på valfritt vis.<sup>28</sup> Med semistrukturerade intervjuer ställs frågorna oftast i den ursprungliga ordningen och ordföljden, men avvikelser kan förekomma.<sup>29</sup> Under telefonintervjuerna uppkom det flera följdfrågor vilket ledde till en djupare förståelse av EVA i Sverige. Dessutom förändrades ordningen i guiden för att bättre passa framkomna svar och senare frågor. Vid intervjuer kan transkriberingen vara ett problem, då nyanserna av respondentens svar kan vara svårare att framställa i textform.<sup>30</sup> För att minska detta problem har inspelning av intervjuerna skett för att kunna gå tillbaka till ursprungliga svar. Dessutom har renskrivning av intervjuerna skett snart efter intervjutillfället för att minska risken för det

---

<sup>28</sup> Bryman, A & Bell, E; *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, 2003

<sup>29</sup> Ibid

<sup>30</sup> Jacobsen, D I; *Vad, hur och varför?*, 2002

ovanstående problemet. Genom renskrivning har relevanta infallsvinklar i efterhand framkommit. Då Håkan Bryngelson hade väldigt ont om tid har istället en intervju per e-mail skett med honom för att finna varför Vasakronan har slutat använda sig av EVA.

## ***2.3 Teoretisk referensram***

Uppsatsen har sin grund i teorin kring EVA och dess koppling till belöning. Teorikapitlet tar sitt ursprung i en beskrivning av Stern Stewart Co:s bild av problemet kring belöningsystem för att följas av agentteorin. Detta eftersom Stern Stewart & Co. utgår från att denna teori är riktig när de beskriver sitt problem och deras lösning på problemet bygger på att antagandena i agentteorin är sanna. Vidare följer ett stycke om uppdelning mellan fast och rörlig lön då detta är en viktig del i en EVA-bonusplan. Den första delen i teorin är såtillvida till för att förklara problemet och att skapa förståelse för vad Stern Stewart & Co. grundar sina resonemang på. För att sedan förklara Stern Stewart & Co:s lösning på sitt uppställda problem beskrivs EVA grundligt och dess uppbyggnad och syfte förklaras. Teorin koncentreras sedan på EVA som grund för belöning där bonusplan och bonusbanken, grundpelare vad gäller EVA som grund för belöning, beskrivs. Denna del i teorin avslutas med de fördelar Stern Stewart & Co. ser med sin lösning. Fram till denna del i teorin är uppsatsen färgad av upphovsmännens åsikter om sitt EVA-koncept och för att neutralisera uppsatsen följer ett stycke där kritikers, förespråkares likväl som motståndares, åsikter görs hörda. Sista teoridelen är ett stycke om EVA:s framfart, eller avsaknad av sådan, i Sverige för att kunna knyta an teorin till syftet: Att relatera EVA:s möjligheter som grund för belöning i svenska företag.

## ***2.4 Kritik***

### ***2.4.1 Metodkritik***

Vid insamlande av litteratur finns det alltid risk för att väsentlig information faller bort när ett antal begränsningar görs i sökprocessen. Samtidigt är det viktigt att finna relevant information för uppsatsens syfte. Därför har avvägningar gjorts både i avgränsningarna till uppsatsen samt

vid val av insamling av data. När val av teorier genomfördes togs inte fullständiga teorier med, utan bara de relevanta delarna. Följden av detta kan bli att viktiga fakta och samspel i teorierna kan falla bort. Då vi valt att fokusera främst på prestationsersättningar kan betydelsefulla interaktioner i måttet förloras. Samtidigt har en noggrannhet kring framförandet av en större bild förts för att inte förlora helhetssynen. Därutöver ska vi rikta allmän kritik mot oss själva då många källor är färgade, vilket medför att vi inte kan hålla oss helt objektiva i vår framställning. Även den kunskap vi besatt innan uppsatsarbetet färgar framställning på ett undermedvetet sätt. Kritik kan även riktas mot oss då vi kan sägas vara alltför homogena i vårt tänkande då vi alla är kvinnor i samma ålder med ungefär samma bakgrund och utbildning. Detta kan bidra till att kunskapsackumuleringen inte blir lika bred.

Då vi valt att göra ett fåtal intervjuer för att framställa EVA i Sverige har valet av intervjupersoner skett genom ett bekvämlighetsurval.<sup>31</sup> Detta innebär att tid och möjlighet har begränsat oss då enbart ett fåtal företag använder eller har använt EVA samt haft möjlighet att ställa upp på intervju. Med anledning av att EVA inte är spritt i någon större utsträckning i Sverige var inte urvalet av respondenter från början stort. Dessutom finns vid genomförande av intervjuer alltid en risk för intervju effekt då vi som intervjuare kan påverka respondenten genom ledande frågor, fel frågor, frågor som ställts tidigare kan påverka nästa svar och så vidare. Dessutom finns vid val av semistrukturerade intervjuer risken att intervjun blir antingen för mycket eller för lite styrd beroende på intervjuaren samt respondenten. Kritik kan även riktas mot intervjun via e-mail då den inte ger samma stringens som telefonintervjuerna och lika starka slutsatser kan därmed inte dras. Kortare svar tillhandahölls och följdfrågor kunde inte ställas men samtidigt var intervjuareffekten i det närmaste obefintlig.

## ***2.4.2 Källkritik***

### ***2.4.2.1 Sekundärdata***

Under arbetets gång har vi försökt förhålla oss till källorna på ett kritiskt sätt. I och med att många av källorna är vinklade har vi tagit detta i beaktning. Både positiva och negativa åsikter har tagits upp för att visa på den osämja som existerar kring måttets tillräcklighet. Stor

---

<sup>31</sup> Bryman, A & Bell, E; *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, 2003

del av framställningen av EVA kommer från upphovsmännen och på så sätt kan den positiva skildringen av måttet säkerställas. Då första- eller andrahandskällor inte alltid är tillgängliga måste tredjehandskällor, eller ännu längre bort från ursprunget, sökas. Följden blir att informationen har beskrivits flera gånger, vilket kan leda till bortfall och modifiering av sakförhållanden.<sup>32</sup> I flera artiklar som vi använt oss av har det funnits referenser till tidigare forskning. Många böcker och artiklar som behandlar EVA är från 1990-talet och grunden till det är att måttet då var nytt. På senare år har det skrivits mindre, men nu beskrivs det mer hur väl EVA har implementerats och därför är det intressant att ta i beaktning vid vilken tidpunkt texten är skriven. Dessutom ska en medvetenhet finnas om att de undersökta sekundärdata ofta är skriven i ett annat syfte än vårt. Medvetenhet finns om att artiklar från *Journal of Applied Corporate Finance* är färgade, då tidskriften ges ut av Stern Stewart & Co. Det samma gäller flera av böckerna när de är skrivna av upphovsmännen själva eller av dess medarbetare i företaget. På grund av att nästan all litteratur kring EVA är amerikansk finns en risk att det blir en för stor vikt på amerikanska förutsättningar för företag. Kulturella skillnader som finns mellan USA och Sverige gör att inte all teori kan appliceras direkt i en svensk kontext.

#### **2.4.2.2 Primärdata**

Vid intervju kan respondenten på olika sätt vara påverkad av omständigheter utom intervjuarens vetskap, vilket inverkar på svaren som ges. En betydelsefull person att intervjua var Lennart Zadig som med stor erfarenhet av EVA kunde bidra med väsentlig information för att ge en bild av hur EVA som mått fungerar i Sverige. Samtidigt var det viktigt att vara införstådd med att Zadig är förespråkare av EVA och på så sätt ger en färgad bild av måttet. Hos Leif Rytter kan ämnet vara känsligt då prestationsersättningar behandlas och då bolaget är statligt ägt. Vid den sista intervjun som genomfördes med Håkan Bryngelson kan kritik riktas mot att den skedde per e-mail på grund av Bryngelsons tidsbrist. Gemensam kritik mot våra respondenter är att de har ett inbördes beroendeförhållande, då det är Zadig som lanserat EVA på de andra respondenternas företag. Det finns alltid en risk att respondenterna inte för fram all fakta, då det kan vara känsligt eller att de inte känner relevansen av informationen i sammanhanget. Avslutningsvis kan sägas att det finns mycket att ta hänsyn till och ha i åtanke vid genomförandet av uppsatsen.

---

<sup>32</sup> Jacobsen, D I; *Vad, hur och varför?*, 2002

## 3. TEORI

---

*Under teorikapitlet tas först problemen kring belöningsystem upp ur Stern Stewart & Co:s synvinkel. Fortsatt presenteras Stern Stewart & Co:s lösning, både måttet i sig samt kopplingen till prestationsersättning. Sedan följer kritik från andra kring lösningen och till slut behandlas det svenska perspektivet.*

---

### ***3.1 Problem kring belöningsystem – Stern Stewarts bild***

*Nedanstående stycken behandlar de bakomliggande orsakerna till att EVA skapades. Först tas problemet i sig upp, därefter diskuteras agentteorin och sist fast lön och bonus.*

#### ***3.1.1 Problemet***

I boken *The EVA Challenge* beskriver Joel Stern, en av grundarna till Stern Stewart & Co., nedan kallat Stern Stewart, hur han runt år 1960 fick frågan om vad han studerade på universitetet. Stern svarade då att han försökte komma på vad som bestämmer värdet på ett företag. Nästföljande dag följde Stern med vännen till dennes affär där vännen visade honom cigarrlådan där pengarna förvarades. Vännen menade att om locket på lådan höjde sig under dagen gick affärerna bra och det var det enda han behövde bry sig om. Detta enkla sätt att se hur bra ett företag går fungerar enligt Stern alldeles utmärkt för entreprenören. Problemen med att värdera ett företag har sitt ursprung från kapitalismens framväxt då företagen



utvecklades från små enmansföretag till mycket stora företag. Det första problemet är åtskillnaden av ägandet och styrandet av publika företag. Det andra problemet är den vitt spridda acceptansen med att använda redovisningen till att mäta företags värde, trots att detta aldrig varit meningen med redovisning.<sup>33</sup>

Det första problemet tar upp svårigheterna kring att ett stort antal aktieägare äger ett företag medan det styrs av anställda chefer. Chefernas intressen stämmer inte alltid överrens med aktieägarnas. Samtidigt har cheferna större inblick i företaget och tillgång till bättre information än aktieägarna trots ansträngningar för att motverka detta. Det är till stor del informationsasymmetrin som ger upphov till agentteorin. Redan 1932 skrev Adolf A. Berle och Gardiner C. Means i sin bok *The Modern Corporation and Private Property* om problemet. Stern menar att boken är värd att nämna då den tar upp problemet som vi nu kallar för ”corporate governance”. Med denna term menas sökandet efter ett system som får chefer att agera i aktieägarnas intressen. Stern skriver ”for a given degree of risk, shareholders obviously seek the highest total return – the sum of dividend payments plus share price appreciation. Managers, by contrast, often tend to be preoccupied by their personal pecuniary interests”<sup>34</sup> och menar att det är det första av två problem som måste lösas.

Stern et al. kommer sedan in på det andra problemet. Då aktieägarna saknar insiderinformation försöker de övervaka företagens prestationer genom att använda sig av tämligen objektiva informationskällor såsom företagens redovisning. Det Stern Stewart ser som svårigheter kring att använda dessa siffror som de är, är att de ofta inte är tillräckliga och ibland till och med missvisande. På grund av tradition och enkelhet används de trots allt i stor omfattning. Stern menar att siffrorna inte nödvändigtvis visar den ökande eller minskande mängden pengar i cigarrlådan. Nettovinsten, som i sin tur relateras till EPS, har länge lyfts fram och anses ha en mycket viktig betydelse. När företagens EPS växer, ska aktiepriset stiga om P/E-talet ligger på en relativt konstant nivå. Stern menar att trots att måttet är enkelt och vanligt förekommande är det felaktigt. För att komma ner till nettovinsten måste ekonomen göra beräkningar i företagens redovisning vilket snedvrider den ekonomiska verkligheten. Dessa förvrängningar felar då de baseras på försiktighet och på så sätt underskattar det verkliga värdet på företaget. Felet är att fokus inte ligger på att ge information som är relevant för aktieägarna. Istället ligger det på att skydda företagens långivare och visa på vad de skulle

---

<sup>33</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>34</sup> Ibid

få ut om företaget går i konkurs. Stern menar att dessa två problem kan lösas med ett enkelt och flexibelt instrument – EVA.<sup>35</sup>

Sammanfattningsvis består Stern Stewarts uppställda problem dels av att chefer och ägare är skilda åt och därför kan de ha olika intressen i företaget och dels av att företagets redovisning inte är tillräckligt rättvisande för att användas till att mäta värde i företaget. Hur Stern Stewart löser dessa problem tas upp under en senare rubrik.

### **3.1.2 Agentteorin**

Stern Stewarts EVA-modell bygger på antagandet att problemet bakom agentteorin existerar. Anledningen till belöningsystemens existens är separationen mellan ägarskap och kontroll. Agentteorin behandlar denna separation och försöker minska intressegapet mellan ägare (principalen) och de som styr företaget (agenten). Agentteorin tar sin utgångspunkt i att alla individer antas vara nyttomaximerare. Agenten kommer att handla i sitt eget intresse snarare än i principalens. Informationsasymmetri ökar problemet då agenten har tillgång till mer information än vad principalen har. Trots att professionella chefer ofta endast äger en bråkdel av företaget jämfört med den tysta majoriteten av aktieägare besitter de den största kontrollen.<sup>36</sup> I och med informationsasymmetrin skapas agentproblem som i sin tur leder till agentkostnader. För att överbrygga problematiken finns två vägar att gå. Dels kan principalen övervaka agenten och dels kan agenten ges incitament så att principalens intressen även blir till agentens. Exempel på övervakningsinstrument som för samman intressena är styrelsen, årsredovisningslagen, budgetrestriktioner och bolagsstämman. Utan en viss övervakning och kontroll av ledningen kan frestelsen för att utnyttja företagets tillgångar i egna intressen bli allt för stor. Detta kan visa sig i form av allt för stora löner och en mängd löneförmåner. Ett annat övervakningsinstrument för att hindra att aktieägarnas pengar slarvas bort är att dela ut vinsten till ägarna i form av årlig utdelning. Uppsatsens tyngd ligger dock på att se på det ur en annan synvinkel nämligen att genom incitament binda samman chefernas intressen med aktieägarnas. Detta görs genom belöningar i olika former där kontrollen av chefer ökar samtidigt som chefers incitament för att spendera företagets resurser på fel saker minskar. Exempel på incitamentsinstrument kan vara bonus och optionsprogram. Aktieoptioner är den

---

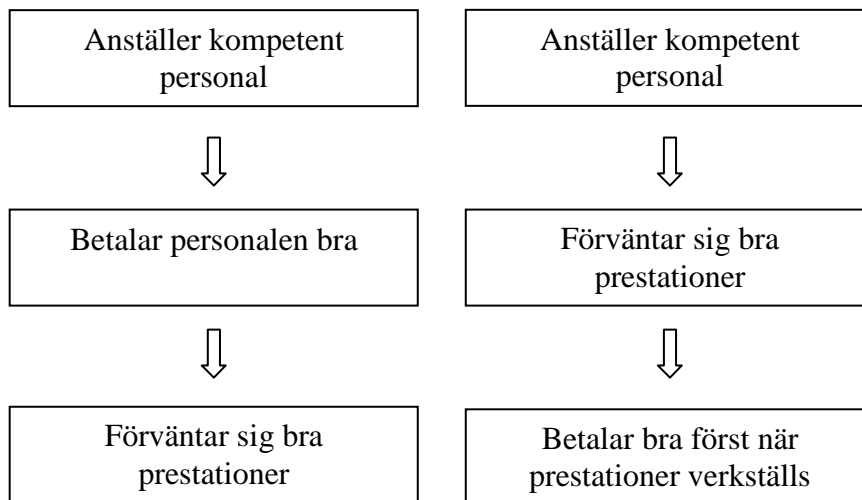
<sup>35</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>36</sup> Ibid

vanligaste marknadsorienterade formen av incitamentsbetalning till chefer och ses som ett hjälpmedel för att föra samman de olika parternas intressen så att ägarnas mål blir detsamma som chefernas. Stern Stewarts EVA-koncept tar dock inte ställning till i vilken form belöningen utdelas och uppsatsen utgår ifrån att belöningarna består av rent monetära medel. Av denna anledning behandlas olika sorters belöningar inte närmre.

### 3.1.3 Fast lön och bonus

Det finns två olika tankeskolor i hur fördelning mellan fast och rörlig lön för chefers totala kompensation ska se ut. Den första hävdar att företag anställer kompetent personal, betalar dem bra och förväntar sig bra prestationer i gengäld. Denna skola förordar fast lön framför rörlig prestationsersättning i form av bonus. Den andra skolan innebär att kompetent personal anställs och bra prestationer förväntas men betalning sker först när prestationerna har utförts.<sup>37</sup>



Figur 3.1.3

Källa: Fritt ur Anthony R. N. & Govindarajan V., *Management Control Systems*

Rörlig lön är något som funnits länge men för femton år sedan var det framförallt något som säljare erhöll då de lyckats prestera bra. Idag inför allt fler företag en rörlig del av lönen i den totala ersättningen, detta på alla nivåer i företaget. Anledningen är att arbetsgivare vill låta medarbetarna ta del av företagets framgångar samtidigt som de vill göra dem uppmärksamma

<sup>37</sup> Anthony, R & Govindarajan, V; *Management Control Systems*, 2007

på att företaget måste få in pengar för att kunna dela ut några.<sup>38</sup> Företagschefer kan avlönas på många olika sätt. Vad som generellt sett är lika världen över är att en grundlön erhålls och sedan kan olika typer av bonus tilläggas. Förhållandet mellan lön och bonus skiljer sig avsevärt åt mellan olika länder. USA delar ut relativt stor del av ersättningen genom bonus medan i Sverige är förhållandet tvärtom då den fasta lönen uteslutande är större än den rörliga. Fast lön till chefer har en tendens till att stiga varje år med motivet att de blir mer konkurrenskraftiga. Som komplement till den fasta lönen ges vid årets slut en pengabonus baserad på företagets framgångar det senaste året. Den kan baseras på olika finansiella mått till exempel EPS, EBIT eller EVA. Anledningen till att företagen använder sig av sådana mått är att företagets skapade värde ska kunna relateras till dess kostnader. Oavsett vilket mått som används krävs att vissa mål uppnås för att bonusutdelning ska erhållas. Kim och Nofsinger beskriver i sin bok *Corporate Governance* att fördelen med bonus är att det är en engångsbelöning som baseras på redan utförda prestationer medan en löneökning är permanent och ges utan en garanterad motprestation.<sup>39</sup>

Stern Stewart menar att ju större del av incitamentsbetalningen som är rörlig desto bättre fungerar EVA. Dessutom ska denna ersättning inte ses som en kostnad för företag, utan som en ökning av aktieägarvärdet. Enligt Stern Stewart kan aktieoptioner tendera att vara alltför långsiktigt då det till slut inte motiverar medarbetarnas beslut i deras dagliga arbete. Medarbetarna ser inte kopplingen mellan deras prestationer idag och den framtida ersättningen. Ledningen måste implementera en heltäckande kompensationsplan som väger trade-offen mellan retentionsrisk, aktieägarkostnaden och incitament för motivation.<sup>40</sup>

### ***3.2 Stern Stewarts lösning på problemet***

*Under denna rubrik tas Stern Stewarts lösning på problemen, som identifierats ovan, upp. Först förklaras EVA:s uppbyggnad, därefter behandlas syftet med EVA och EVA:s koppling till belöning. Till sist framställs fördelar som Stern Stewart ser med sin lösning.*

<sup>38</sup> <http://csjobb.idg.se/karriar.nsf/All/EB72A6286486B463C1256BD4003163AD?OpenDokument&id=5> 2007-05-10

<sup>39</sup> Kim, K & Nofsinger, J; *Corporate Governance*, 2007

<sup>40</sup> [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/042002.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/042002.pdf) 2007-05-09

### 3.2.1 EVA:s uppbyggnad

“EVA - *The Real Key to Creating Wealth*”<sup>41</sup> påstår Bennett Stewart, en av upphovsmännen till konceptet. EVA, som är ett registrerat varumärke, har sitt ursprung från Stern Stewart som på slutet av 1980-talet skapade måttet. Stern skriver i boken *The EVA Challenge* att EVA framkommit efter lång tankemöda.<sup>42</sup> Genom att de har en deduktiv ansats har de inte utgått från empirin för att identifiera problemet utan de har använt sig av befintliga teorier när de skapat EVA. Det finansiella måttet är till för att mäta prestationer och enligt Stern Stewart fångar EVA den verkliga ekonomiska lönsamheten bättre än alla andra mått. Dessutom påstår de att EVA är det prestationsmått som i störst utsträckning direkt förenas med att generera aktieägarvärde över tiden. För att lyckas med detta krävs att företaget implementerar ett fullständigt EVA-baserat styr- och incitamentsprogram. Totalt styrande genom EVA ger chefer en stark informationsgrund samt motivation för att ta de beslut som är rätt för aktieägarna i det långa loppet.

EVA beräknas enligt följande:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{kapital} * \text{kalkylmässig ränta})$$

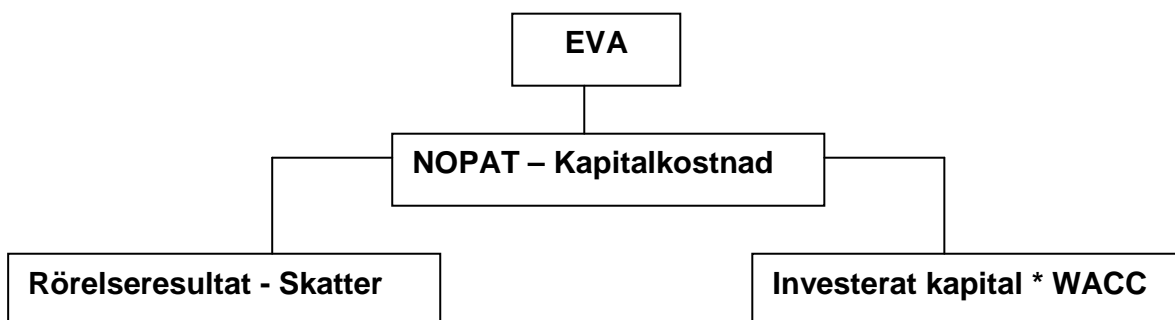
Formel 3.2.1 (a)

Net Operating Profit After Tax (NOPAT) är resultat efter finansiella poster och räntekostnader efter skatt som i sin tur ska minskas med kapitalkostnaden. Upphovsmännen påstår sig presentera ett enkelt och lättförståeligt mått, då det innehåller företagets överskott subtraherat med kapitalets kostnad. Meningen är att måttet ska klargöra och bilda gemensamt fokus för företag då allt är sammanlänkat i EVA.

---

<sup>41</sup> [www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php) 2007-04-15

<sup>42</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001



Figur 3.2.1 (a)

När EVA beräknas används inte hela balansräkningen men stora delar av den. Det som utesluts är icke räntebärande skulder på skuldsidan som tas bort gentemot icke räntebärande kortfristiga tillgångar.<sup>43</sup> Nedan illustreras en vanlig balansräkning samt en EVA-balansräkning.

<b>Kassa</b>	<b>Kortfristiga skulder</b>
<b>Kundfordringar + Inventarier + Förutbetalda kostnader</b>	<b>Icke räntebärande skulder</b>
<b>Anläggnings-tillgångar</b>	<b>Långfristiga skulder</b>
	<b>Eget kapital</b>

<b>Kassa</b>	<b>Kortfristiga skulder</b>
<b>Erforderlig finansiering av K + I + F</b>	<b>Långfristiga skulder</b>
<b>Anläggnings-tillgångar</b>	<b>Eget kapital</b>

Vanlig balansräkning, fritt från Young & O'Byrne

EVA balansräkning, fritt från Young & O'Byrne

Figur 3.2.1 (b)

NOPAT är rörelseresultatet minus skatter. Eftersom EVA innehåller NOPAT, investerat kapital och Weighted Average Cost of Capital (WACC) kan både avdelningar och företaget som helhet beräkna EVA. Anledningen är att EVA:s beståndsdelar är kända, inte bara på

<sup>43</sup> Young, D & O'Byrne, S; *EVA and Value Based Management*, 2001

företagsnivå, utan även på enhetsnivå. MVA kan som tidigare nämnts räknas ut för hela företaget och därför har EVA gentemot sådana marknadsbaserade mått en stor fördel.<sup>44</sup>

Kapitalkostnaden beräknas genom att det investerade kapitalet multipliceras med WACC. Investerat kapital är den totala summan av alla tillgångar i ett företag subtraherat med icke räntebärande skulder, exempelvis löner och skatter.<sup>45</sup> Vid beräkning av WACC måste hänsyn tas till de olika risker och därigenom de olika avkastningskrav som långivarna har. Ägarna och långivarna har olika avkastningskrav på grund av att de ser på sitt insatta kapital med olika risk. Investerares klassas som riskaversa och genom sin position som ägare tar de större risker än långivarna vilka vid en konkurs är prioriterade fordringsägare. På grund av dessa omständigheter har ägarna rätt att kräva en högre avkastning vilket för företaget innebär en högre kapitalkostnad. För att kunna räkna ut WACC krävs det information kring kostnaden för ägarnas kapital och dess viktade del av kapitalstrukturen, skattekvoten men också kostnaden för lånat kapital och dess viktade del av kapitalstrukturen. Företag vill veta vad kostnaden för att få in pengarna idag skulle vara, därför beräknas de viktade talen med hjälp av dagens marknadsvärden. Genom att ta dagens värden bidrar det också till att ge en mer korrekt bild av verkligheten.<sup>46</sup> Enligt Young och O'Byrne gör ett väl beräknat WACC EVA till ett mycket bättre prestationsmått än vinstmått som inte tar hänsyn till kapitalkostnaden.<sup>47</sup>

$$\text{WACC} = \text{kostnad för lånat kapital (efter avdragna skattefördelar)} * \text{viktat lånat kapital} + \text{kostnad för eget kapital} * \text{viktat eget kapital}$$

Formel 3.2.1 (b)

Ett sätt att beräkna kostnaden för eget kapital är genom den välkända modellen CAPM. Här grundas kapitalkostnaden på en riskpremie vilken sedan multipliceras med den systematiska riskfaktorn beta, vilken varierar från aktie till aktie. Ett betavärde över ett signalerar att aktien är mer riskfylld än en genomsnittlig aktie på marknaden. Volatiliteten på aktien är större vilket resulterar i större aktieprisfluktuationer och ger en högre avkastning.

<sup>44</sup> Young, D & O'Byrne, S; *EVA and Value Based Management*, 2001

<sup>45</sup> Ibid

<sup>46</sup> Ibid

<sup>47</sup> Ibid

$$\text{Kostnad eget kapital} = \text{avkastning på riskfri tillgång} + \text{beta (förväntad avkastning på aktiemarknaden} - \text{avkastning på riskfri tillgång)}$$

Formel 3.2.1 (c)

Själva beräkningen av kostnaden är inget problem i sig utan problemet ligger snarare i osäkerheten kring betafaktorn. Problemet kan delas upp i två delar där den första handlar om problematiken kring för vilken tidsperiod beta skall framräknas. Beräkningar av beta bygger på historiska data som används för framtida analyser. Beta kan komma att variera kraftigt beroende på om data nyttjas taget per vecka eller månad och sedan även över de antal år som data väljs att undersökas. En bransch kan vara relativt stabil under ett par år för att sedan bära högre risker. Om en beräkning görs under endast de år med mindre risk fås ett lägre betavärde än om beräkningen innefattar fler år. Det första problemet bygger alltså på problematiken kring mätningarna. Det andra handlar om den påstådda bristande kopplingen mellan beta och avkastning. Meningen med CAPM är att aktieägare som investerar i aktier med ett högre betavärde skall ha rätt till en högre avkastning då en större risk tas. Forskning har gjorts där betas validitet som mått på risk och dess påverkan på avkastningen har bekräftats men i andra undersökningar har det motsatta resultatet framkommit.<sup>48</sup>

### 3.2.1.1 Justeringar

Vid implementering av ett EVA-baserat ekonomistyrssystem vill företag komma så nära en marknadsvärdering av företaget som möjligt. Justeringar görs för att företag ska försöka komma fram till mer tillförlitliga EVA-beräkningar. Detta för att rätta till de resultat som god redovisningssed legat till grund för men som inte alltid speglar det verkliga värdet på företaget utifrån aktieägarperspektivet. Exempelvis tas forsknings- och utvecklingskostnader (FoU) upp som en kostnad i redovisningen trots att de kan generera pengar lång tid framöver och i sådana fall borde hanteras som en tillgång. Anledningen till detta är att värderingen skall vara så försiktig som möjligt för att inte ge långivare fel information om företagets ställning, då FoU-kostnader anses allt för osäkra för att garantera en framtida vinst.<sup>49</sup> Vid justeringar av företagets redovisning kan FoU anpassas till att ses som en tillgång. Den traditionella redovisningen framställs följaktligen i huvudsyfte för andra intressenter än aktieägarna och

<sup>48</sup> Arnold, G; *Corporate Financial Management*, 2005

<sup>49</sup> [www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php) 2007-04-15



detta ses som motivet till varför anpassningar görs i redovisningen. Stern Stewart har identifierat 164 justeringar i redovisade siffror. Företag gör i vanliga fall mellan 5-25 justeringar.<sup>50</sup> Det mindre antal justeringar görs för att balansera enkelhet med precision.<sup>51</sup> Justeringar görs även för att chefer inte skall kunna manipulera siffrorna i redovisningen för att på så sätt öka sin bonus. Med justeringarna åstadkoms effekten att det inte lika lätt går att mixtra med redovisningen och därför blir dessa siffror bättre att basera belöning på. Kostnaderna för att göra justeringarna bör tas med i beräkningarna då det inte är helt kostnadsfritt att ha två olika system för den interna och externa redovisningen.<sup>52</sup> Det finns både fördelar och nackdelar med att göra justeringar i redovisningen, dock finns inget formellt rättesnöre för vilka justeringar som bör göras utan det är något som beror på företagets situation. Delade meningar finns, även bland förespråkarna, om hur viktiga justeringarna är och hur de ska ställa sig i frågan.<sup>53</sup> De exakta beräkningarna av justeringarna som görs i redovisningen hemlighålls av Stern Stewart av kommersiella skäl.<sup>54</sup>

I och med införandet av IASB går årsredovisningar i Europa åt en gemensam redovisningsbas där marknadsvärden mer än tidigare prioriteras framför försiktighet. Reglerna tillåter även balansering av FoU-tillgångar i större utsträckning än förut vilket ger en mer rättvisande bild för aktieägare. Motsvarigheten till IASB i USA förkortas FASB och de två standardsättarna går sedan 2001 allt mer mot en harmonisering av redovisningsstandards vilket innebär att ovannämnda ändringar gäller även i USA.<sup>55</sup>

### 3.2.3 Syftet med EVA

Enligt Stern Stewart finns det fyra huvudsakliga användningsområden för EVA, vilka kallas ”the four M’s”. Nedan behandlas de fyra: measurement, management system, mindset och motivation.<sup>56</sup>

---

<sup>50</sup> Stewart, B; “EVA: Fact and Fantasy”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994

<sup>51</sup> [www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php) 2007-04-15

<sup>52</sup> Anonym; “How EVA perform non-performance”, *New Zealand Management*, 2002

<sup>53</sup> Young, D & O’Byrne, S; *EVA and Value Based Management*, 2001

<sup>54</sup> Arvidsson, P; *Controllerhandboken*, 2001

<sup>55</sup> Carlsson, J, Jonnergård, K. & Nilsson, S-A; *Koncernredovisning*, 2003

<sup>56</sup> [www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php) 2007-04-15

*Measurement* - En rad justeringar behöver göras för att EVA ska passa till ett visst företag och dess behov för att på så sätt ge en bättre bild av det verkliga ekonomiska resultatet. Justeringar görs utifrån poster i balansräkningen som visar det totala investerade kapitalet för att kunna bedöma den verkliga kapitalkostnaden. Enligt Stern Stewart är det allra viktigaste gällande mätningen att det påverkar beslut på ett kostnadseffektivt sätt.

*Management system* - Olika ledningsbeslut som tas i ett företag kan ingå i ett fullständigt EVA-system, såsom strategisk planering, allokering av kapital och årligen satta mål för den löpande verksamheten. Målet hos samtliga aktiviteter är att öka EVA. Om ett EVA-system ska verka fullt ut gäller det att det är fullständigt implementerat och inga andra mått finns med. Grunden till detta är att chefer kan bli vilseledda och ta felaktiga beslut. Genom att chefer ständigt strävar efter att öka EVA kommer rätt beslut fattas även ur aktieägarna synvinkel. Det finns tre sätt att öka värdet för aktieägarna. Det första är att öka intäkterna uppkomna från tidigare investerat kapital genom att effektivisera sig utan att investera nytt kapital. Det andra är att reducera kapital använt till att generera dagens intäkter både genom att sälja tillgångar som är värda mer än andra och öka kapitalets effektivitet genom att till exempel öka det sysselsatta kapitalet och snabba på cykeltiden. Sista alternativet för att öka värdet är att göra tillkommande lönsamma investeringar för att bygga upp företaget tills att förväntad avkastning på nya investeringar överskrider kapitalkostnaden.

*Mindset* - Enligt upphovsmännen blir ett väl implementerat EVA-system en del av företagskulturen. Ett fullständigt implementerat EVA bidrar till en lättkommunicerad gemensam bas då samtliga avdelningar använder samma mått. Hela företaget ska genomsyras av EVA till exempel vid rapportering, planering och vid beslutstagande. En decentraliserad styrform kan användas och alla kan tillsammans arbeta mot samma mål för att öka aktieägarnas värde. För att lyckas få EVA att ses som ett företags nav krävs att EVA är det enda måttet i företaget. Detta bland annat för att minska risken för förvirring hos de anställda. Att måttet kan vara en del av balanserat styrkort förkastar upphovsmännen.

*Motivation* - Det sista användningsområdet för EVA är dess anknytning till belöningsystem. Samtidigt som chefer ökar EVA för att uppnå sitt bonusmål, som är knutet till EVA, ökas också värdet för aktieägarna. Då ingen övre gräns av bonussystemet finns får aktieägarna mer värde för sina pengar desto högre EVA chefer lyckas åstadkomma. Stern Stewart hävdar att bonussystem med EVA förhindrar ett kortsiktigt tänkande vilket många andra

incitamentsprogram misslyckas med. Bonussystem knutna till budget där en fastslagen budget är alldeles för lätt att slå är exempel på misslyckande med att få chefer att agera långsiktigt. Stern Stewart har introducerat en bonusbank vilket innebär att en viss del av bonusen sparas till senare och betalas ut under flera år. Med detta system finns det en risk att en negativ bonus fås när EVA sjunker, vilket leder till att bonus bara betalas ut när EVA ökar. Chefer är motiverade till att göra långsiktiga investeringar inte bara i enighet med aktieägarnas intresse utan också för att gynna sig själva.<sup>57</sup> Motivation är den del som uppsatsen ämnar behandla och därmed kommer en djupare diskussion kring detta föras i den fortsatta framställningen.

### ***3.2.4 EVA som grund för belöningar***

Belöningar grundas ofta på vinstutveckling men tar ingen hänsyn till kapitalkostnaden. Med Stern Stewarts finansiella mått EVA kan kostnaderna sättas i förhållande till de förväntade intäkterna innan ett investeringsbeslut tas. Genom att använda EVA som ett mått för att se om uppsatta mål uppfyllts kan företaget bättre verka för ett långsiktigt tänkande, inte bara på ledningsnivå utan i hela företaget. När EVA används i ett företag utan att kopplas till en långsiktig incitamentsplan är systemet enligt Stern Stewart dömt att misslyckas. Vägen till en lyckad implementering av ett EVA-system går alltså genom ett med EVA välutvecklat incitamentssystem. En konflikt uppstår om ett företags prestation mäts med EVA medan chefer belönas med ett annat system. Exempelvis kan ett bra resultat mätt med EPS vara helt motstridigt med ett resultat uttryckt i EVA-termer. Belöningar i allmänhet grundas ofta på vinstutveckling men tar ingen hänsyn till kapitalkostnaden. Detta innebär att stora investeringar som i sin tur genererar stora vinster prioriteras trots att de kanske inte borde ha genomförts på grund av alltför höga investeringskostnader. Med EVA sätts kostnaderna i förhållande till de förväntade intäkterna innan ett investeringsbeslut tas.<sup>58</sup>

Den viktigaste nyckeln till framgång vid implementering av EVA ligger i att använda förbättringar av måttet till att skapa en unik plan för incitamentskompensation som sätter igång fantasin och initiativtagandet hos chefer och medarbetare. Al Ehrbar, Senior Vice President på Stern Stewart, menar att belöningssystem är det kontrollverktyg som har störst påverkan för framgång eller motgång i ett företag. När alla okontrollerbara faktorer separerats

---

<sup>57</sup> [www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php) 2007-04-15

<sup>58</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

från företaget, såsom ekonomins skede, kvaliteten på konkurrenterna och så vidare har inget en sådan stor betydelse som den arbetsamhet, entusiasm och kreativitet som företagens medarbetare tar med sig till arbetet varje dag. Medarbetarna är den faktor som ser till att de andra faktorerna blir levande och det är sättet som medarbetarna lägger energi och idéer på råvaror och tjänster som resulterar i vilka värden företaget skapar. Hur medarbetarna sedan sköter sitt arbete och hur mycket energi de lägger på det är beroende av sättet de blir behandlade och belönade på. Detta innebär att det inte är tillräckligt att enbart mäta EVA och sedan använda det som utgångspunkt vid planering och analysering av företagens värden. Här menar Ehrbar att EVA kan hjälpa till, men säger samtidigt att en medvetenhet bör finnas om att ett incitamentssystem baserat på EVA bara är en liten del av de förändringar som behöver göras. Företaget måste även göra radikala förändringar i designen av deras incitamentsprogram. Syftet med incitament är att sporra medarbetare att arbeta hårdare och smartare för att maximera organisationens prestationer. Ehrbar menar dock att de incitamentsprogram som används av en majoritet av företag istället är prestationsbromsklossar. De leder istället till att chefer agerar mer konservativt än aktieägarna hade önskat och ofta uppmuntrar de dem att agera rent värdeförstörande. De berövar chefer på initiativ och motivation genom att betala för lite för enastående prestationer och för mycket för svaga prestationer.<sup>59</sup>

Det är vanligt att i ett incitamentssystem ersätta ett mer traditionellt mått med EVA. Att enbart göra så utan att få med andra viktiga delar av EVA-konceptet, såsom bonusbanken, kan enligt Ehrbar göra saken ännu värre. Detta då det skapar ytterligare en dimension som sätter systemet på prov, nämligen kapitalanvändning. Med det menar han att chefer kommer uppmuntras att underspendera kapital för att gynna ett kortsiktigt bra EVA-resultat på bekostnad av de långsiktiga prestationerna. Ett effektivt incitamentssystem gör att medarbetarnas finansiella intressen faller samman med aktieägarnas, motivation och företagsmoral förbättras och det skapar en atmosfär där chefer konstant strävar efter att skapa mervärde. Med andra ord är det ett system som får chefer att tänka och agera som ägare, och det är vad Stern Stewarts EVA-koncept lyckas med enligt Ehrbar. En bonusplan baserad på EVA ger på ett effektivt sätt chefer ett ägarskapsintresse i prestationsförbättringar genom att belöna med en bonus som uttrycks i en fast procentsats av alla förändringar i EVA. Detta ger chefer möjlighet att tjäna en obegränsad bonus i utbyte mot att utsättas för fullständig risk att

---

<sup>59</sup> Ehrbar, A; *EVA – The Real Key to Creating Wealth*, 1998

förlora denna. Avsaknaden av bonustak görs möjlig genom att lägga undan en del av den bonus som tjänas in under goda år för att kunna jämna ut senare om efterföljande år ger försämrade EVA-resultat. Det är bonusbanken i en EVA-bonusplan som gör att chefer förvandlas till ägare. Det minimerar också möjligheterna för manipulation av systemet då det försäkras att företaget bara betalar ut bonus för uthålliga prestationsförbättringar. Chefers horisontseende stretchas och behovet av ett separat långsiktigt incitamentssystem undanröjs.<sup>60</sup>

Kompensationsplaner har ofta fyra typiska nyckelmålsättningar.

1. Att sammanföra chefers och aktieägares intressen genom att motivera chefer att välja de strategier och göra de val som maximerar aktieägarvärdet.
2. Att genom olika potentiella belöningar ge tillräckligt med inflytande för att motivera chefer att arbeta sena kvällar, ta risker och fatta obehagliga beslut.
3. Att begränsa retentionsrisken, det vill säga minska risken för att förlora kompetenta medarbetare.
4. Att hålla aktieägarkostnaderna på rimliga nivåer.

Att balansera dessa fyra målsättningar medför kompromisser. En bonusplan där chefer har extremt högt inflytande kan åstadkomma höga incitament men samtidigt ökar även risken att värdefulla medarbetare lämnar företaget under sämre år för bättre erbjudanden. Högt inflytande kombinerad med svag målkongruens kan medföra höga kostnader då företags belöningsystem inte bidrar till ökat aktieägarvärde. De mest uppenbara misstagen i incitamentssystem ligger i målkongruens. Genom att använda sig av fel prestationsmått kommer företaget få oönskade beteenden i organisationen.<sup>61</sup>

### ***3.2.4.1 EVA-bonusplan***

Enligt Ehrbar finns det fem viktiga punkter med en EVA-bonusplan som löser de problem som ofta finns i traditionella bonussystem.

1. Avkastning för ökat EVA
2. Inga golv eller tak
3. En målbonus
4. En bonusbank

---

<sup>60</sup> Ehrbar, A; *EVA – The Real Key to Creating Wealth*, 1998

<sup>61</sup> Ibid

## 5. Prestationsmål sätts utifrån formler istället för genom förhandling

*Avkastning för ökat EVA* - Det mest pålitliga sättet att koppla ihop storleken på bonusen med det värde som chefer skapar åt aktieägarna är att betala ut bonus för ökade EVA-värden. Det är också detta som får chefer att tänka och agera som ägare. För de som jobbar med bonussystemet är det tilltalande att systemet förser dem med rätt incitament och att det är lättförståeligt. Ehrbar är övertygad om de positiva effekter EVA för med sig och påstår att chefer kommer att skära ner på onödiga kostnader och därmed höja resultatet utan att öka kapitalkostnaden. Dessutom kommer de att sälja av olönsamma tillgångar för att istället återinvestera eller ge utdelning till aktieägarna. De kommer vidare att investera kapital för att kunna driva fruktbar produktion och de kommer att välja finansiella strategier som minimerar kapitalkostnaden.

*Inga golv eller tak* - Som Ehrbar uttrycker det har en EVA-bonusplan inga ”go golfing”-punkter. Med det menar han att bonussystem där det finns golv och tak för hur stor bonusen kan bli kommer leda till tillfällen där chefer väljer att inte anstränga sig ytterligare för att förbättra resultatet. Detta kommer att ske både när resultatet verkar bli bättre än förväntat och när det ser ut att bli sämre än förväntat. När chefen märker att kraven för att nå sin maxbonus lätt kommer uppnås saknas incitament till att fortsätta höja resultatet. Detta då mer än maxbonus ändå inte kan erhållas. När förhållandena är det motsatta och resultatet förväntas leda till en nivå i höjd med bonusgolvet saknas även här incitament att göra bättre ifrån sig då det ändå inte kan bli sämre, det vill säga bonusgolvet kommer ändå att nås. Dessa nackdelar undviks enligt Ehrbar med en EVA-bonusplan.

*En målbonus* - EVA förespråkar ett ökat aktieägarvärde där målet är den årliga förväntade EVA-ökningen. Den totala bonusen beror på till vilken grad de uppsatta målen uppfylls. Utgångspunkten är en målbonus vilken är en procentsats av en anställds årslön vilken i sin tur varierar från 100 % hos chefer ner till 10 % hos de lägst rankade anställda inom bonusprogrammet. Målbonusen ökar om EVA-målet överskrids med en viss summa som sedan beräknas i intervaller. Ett EVA-mål på 100 med ett intervall på 50 och ett resultat på 150 ger en fördubbling av den totala bonusen. Om ett EVA-resultat istället skulle nås på 200 skulle detta innebära en tredubbling av bonusen.<sup>62</sup> Motsatsen gäller under dåliga tider då

---

<sup>62</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

resultat under det uppsatta målet redovisas. Ett årsresultat som visar en nedgång i EVA medför att anställdas tidigare bonus debiteras i bonusbanken.<sup>63</sup>

*Bonusbank* - Det finns flera olika versioner på hur en fungerande bonusbank ser ut. Grundresonemanget bakom det är dock alltid att filtrera ut stora bonussvängningar och att skjuta upp effekten tills det kan försäkras att den höga bonusen kan associeras till uthålliga förbättringar av aktieägarvärdet. Senare i uppsatsen återfinns en egen del om bonusbanken.

*Prestationsmål sätts utifrån formler istället för genom förhandling* - Chefer får sin målbonus när EVA-ökningen stämmer överens med den förväntade förbättringen. Skillnader från traditionella bonussystem är dels att den årliga förväntade förbättringen fastställs runt fem år i förväg istället för årligen. Den enklaste formeln säger att EVA-målet är det EVA som uppnåtts föregående år. Detta innebär att om EVA upprätthålls på samma nivå år efter år kommer chefer få ut sin målbonus varje år. Detta är enligt Ehrbar inte orimligt då EVA inte nödvändigtvis växer även om verksamheten i övrigt gör det. Försäljning, vinster och tillgångar kan expandera men vinsten ökar kanske enbart tillräckligt mycket för att kunna förse investerare med det totala avkastningskrav de har. Om EVA däremot ökar förtjänar cheferna en extra hög bonus. Genom att åstadkomma ett högre EVA sätter cheferna också upp nästa års mål, utan att behöva argumentera och debattera kring det. Alltså räcker det med en väldigt simpel formel för att få chefer att arbeta för att öka EVA, då det är det enda sättet för dem att förtjäna en högre bonus. Ehrbar säger dock att en sådan enkel formel kan fungera bra i företag som nått en viss mognad och därför inte kan förvänta sig snabba EVA-ökningar, men att det i de flesta organisationer krävs lite mer. Många företag ställs inför marknader och chefer som förväntar sig varaktiga ökningar av EVA, antingen då förutsättningarna för branschen är starka eller för att företaget konsoliderar sin ställning på marknaden. I undantagsfall kan marknaden förvänta sig ett försämrat EVA-resultat. I EVA-målet måste den förväntade förbättringen eller försämringen inkluderas annars kommer chefer att orätt belönas eller bestraffas för rörelser i måttet som är förväntade och därmed redan är medräknade i aktiepriset.<sup>64</sup>

---

<sup>63</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>64</sup> Ehrbar, A; *EVA – The Real Key to Creating Wealth*, 1998

### 3.2.4.2 Bonusbank

Stern Stewart menar att det ekonomiska mervärde som skapas i företaget korrelerar med värdetillväxt och i sin tur med börskursen. Det gör att chefer får bonus på samma bas som skapar värde för aktieägarna och på så sätt strävar chefer och aktieägare åt samma mål istället för att det uppstår en diskrepans i målkongruensen. Chefer blir belönade för handlingar som ökar aktieägarvärdet och straffas om de misslyckas.<sup>65</sup> Paralleller dras till det gamla och modifierade ordspråket ”*what gets measured and rewarded, gets done*”.

Kärnan i bonusplanen är målen som sätts upp för förbättringar av EVA tillsammans med en tidsplan. Målen bestäms i förväg för en längre period för att undvika den årliga köpslåendeprocessen mellan de som ger bonus och mottagarna av bonus. Köpslåendet leder ofta till att bonusen sätts alldeles för lågt och nås alldeles för lätt. Målet i ett EVA-system kallas förväntad förbättring och om det uppnås får chefen 100 % av målbonus. Om chefen inte når upp till målet men kommer en bit på vägen, exempelvis 60 %, reduceras bonusen proportionerligt. Dock utgår ingen bonus överhuvudtaget om bristen på måluppfyllelse är alldeles för stor. Om chefen istället överträffar det förväntade EVA-målet kan chefen få en extra bonus proportionell till den överträffade prestationen. Bonusen kan stiga till att vara två eller flera gånger så stor som målbonusen och kan då uppgå till en stor summa pengar. Målbonusen är en summa ekvivalent med en procentsats av lönen. Toppchefer får som regel bonus baserat på hela företagets prestation. Divisionscheferna däremot kan få en bonus som till viss del är baserad på hur det har gått för den egna divisionen och till viss del hela företagets prestation vilket ska uppmuntra till samarbete mellan divisionerna. Stern, Shiely och Ross menar att den ersättning cheferna får huvudsakligen bör baseras på en rörlig del istället för fast lön då de anser att det får cheferna att anstränga sig lite mer. Dessutom anser Stern Stewart att bonussystemet bör vara utan tak då exceptionella prestationer bör belönas i förhållande till dessa. Många företag motsätter sig detta då de tror att det skapar dålig publicitet och klagomål från aktieägare. Stern, Shiely och Ross framhåller dock att när belöning utgår så är det på grund av att aktieägarvärde har skapats och att klagomål i sådana fall inte borde förekomma.<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>66</sup> Ibid



Det finns många versioner av bonusbanken men en populär sådan går ut på att en tredjedel av bonus sätts i bonusbanken och två tredjedelar ges ut i pengar. Om EVA sjunker året därpå debiteras banken med en tredjedel av de kvarstående medlen som inte ännu betalats ut. En annan version är den så kallade "all-in"-banken där hela bonusen sätts in och en tredjedel av total inestående bonus tas ut varje år. Båda versionerna sätter chefers bonus på spel över en längre tid vilket gör att belöningen blir beroende av framtida prestationer, allt för att försäkra att chefer agerar långsiktigt. Det finns inget incitament för chefer, för att få bättre bonus på kort sikt, att försöka minska kapitalbasen då nästföljande år istället tillintetgör det årets vinst i bonus. Bonusbankens värde ökar varje år som EVA är positivt men vid negativa EVA, då aktieägarvärde förstörs, minskar bonusbanken. Sammanfattningsvis är en EVA-bonusplan designad för att chefer ska ha samma risk som aktieägarna eller till och med större då divisionscheferna kan få en kraftigt minskad bonus om divisionen går dåligt även om hela företaget går bra.<sup>67</sup>

### ***3.2.5 Fördelar som Stern Stewart ser med sin lösning***

Till att börja med menar Stern Stewart att EVA är ett mått som är enkelt, både att beräkna och kommunicera. De anser att det är lättare att diskutera kring ett nominellt mått än ett procentuellt. Att i måttet ge kapitalet en kostnad innebär en klar skiljelinje mellan värdeökning och värdeminskning, det vill säga ett positivt EVA representerar värdeökning och vice versa. Vidare menar de att det nuvarande EVA-resultatet talar om för företaget vad det är som har hänt, vad som gjorts bra eller dåligt så att förbättringar därigenom kan göras. Då fokus ligger på värdeutveckling skapas en mer decentraliserad organisation där enheterna själva får ansvara för värdetillväxten. Belöningsystemet motiverar medarbetarna att prioritera långsiktig värdeökning. Detta kräver att belöningsystemet är utformat på så vis att ägarna inte lämnar ifrån sig någon belöning till de anställda förrän det konstaterats att förbättringsnivån är uthållig. Ett års förbättrande av EVA får alltså inte ske på bekostnad av den framtida tillväxten. Ytterligare fördelar med EVA som tas fram är att det skapar en gemensam bas för ägare, ledning och anställda i organisationen där alla får samma mål att sträva efter. Slutligen anses EVA av förespråkarna vara det interna mått som har starkast koppling till företagets värderingsvärde. Detta då skillnaden mellan företagets marknadsvärde

---

<sup>67</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

och det investerade kapitalet kan uttryckas som nuvärdet av företagets framtida samlade EVA-värden.<sup>68</sup>

Sammanfattningsvis redogörs för hur Stern Stewart löser sitt uppställda problem. Det första delproblemet löses genom att med hjälp av EVA-konceptet som helhet föra samman ägares och chefers intressen. Stern Stewart anser att chefer genom EVA känner sig som ägare och därför agerar i ägarnas intressen, vilket ska uppnås genom prestationsmätningens koppling till belöningsystemet. Delproblem två löser Stern Stewart med sina dryga 160 justeringar som ska göra de redovisade siffrorna mer rättvisande utifrån aktieägarnas synvinkel.

### ***3.3 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning***

*Nedan framställs förespråkare och motståndare till EVA. De kritiker som grundar sina resonemang på empiriska undersökningar presenteras i det senare empirikapitlet.*

#### ***3.3.1 Positiv kritik till EVA***

Stern Stewart hade 1995 konsulterat över 200 företag för att applicera EVA i deras finansiella styrning och som bas för incitamentskompensation. Reward Värdeutveckling AB är det företag som representerade EVA-konceptet i Skandinavien fram till 2001. Då EVA är ett patentskyddat koncept skapat av en konsultfirma står firman ensam bakom måttet. Andra konsultfirmor vill sälja sina egna tjänster och koncept och har inte rätt eller anledning att stå bakom Stern Stewarts EVA. Däremot har forskare och andra aktiva inom ämnet presenterat rapporter där EVA:s användbarhet och relevans undersökts och positiva samt negativa resultat har framkommit. Stern Stewarts syn på sitt mått har tidigare framförts i uppsatsen och kommer därför inte behandlas ytterligare.

---

<sup>68</sup> <http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php> 2007-04-15

### 3.3.2 Negativ kritik till EVA

Då hela Stern Stewarts problem bygger på antagandet att agentteorin är sann bör kritik som riktats mot denna tas upp. Det finns de som menar att teorin är allt för pessimistisk då den överbetonar egennytta. Teorin förutsätter även att det i företag finns konflikter och motsatta intressen vilket anses vara en överdrift.<sup>69</sup> Stanley Paulo anses vara en stor kritiker till de grunder EVA är byggt på.<sup>70</sup> Paulo lyfter fram två huvudproblem med EVA. För det första menar han att måttet är av tvivelaktigt värde då dess konstruktion är bristfällig både i en värld där den effektiva marknadshypotesen antas (EMH) och där den ineffektiva marknadshypotesen (icke-EMH) gäller. För det andra menar han att det finns en växande massa med undersökningar som pekar på att redovisningsinformation blir allt mindre relevant i förhållande till aktieavkastning och aktieprisförändringar och att detta är en trend som ser ut att fortsätta åt samma håll.<sup>71</sup> Paulo anser att EVA kan ifrågasättas utifrån hur det räknas ut. Måttet använder sig av CAPM för att räkna ut kostnader för olika kapitalkomponenter och Paulo menar att i en värld där effektiva marknadshypotesen gäller går det inte på ett meningsfullt sätt tala om ett mått som EVA. Han förkastar CAPM på grund av den svaga relationen mellan genomsnittsavkastning och den systematiska riskkoefficienten beta. Han ifrågasätter även EVA i en värld där marknaden antas vara ineffektiv då måttet utgår ifrån CAPM, som i sin tur uppkommit från, och är beroende av existerandet och funktionerna i den effektiva marknadshypotesen. Flera studier har enligt Paulo visat att användande av CAPM och beta för att räkna ut kostnad för kapital är ett icke önskvärt tillvägagångssätt som inte borde användas i värderingssyften. Paulo förkastar EVA på grund av dess beståndsdelar och går därför inte vidare i undersökningen om EVA:s användbarhet som grund för prestationsbedömning.<sup>72</sup>

Annan kritik förs av Merchant och Van der Stede som skriver i *Management Control Systems* att EVA i flera situationer borde bidra till bättre begrundanden över ekonomisk avkastning än andra redovisningsbaserade mått. Måttet borde mildra de kongruensproblem som annars lätt uppstår inför investeringsbeslut när ett finansiellt mått kopplas till belöning och EVA har

---

<sup>69</sup> [www.eki.liu.se/content/1/c4/43/48/ÖF%20FÖ1.ppt](http://www.eki.liu.se/content/1/c4/43/48/ÖF%20FÖ1.ppt) 2007-05-20

<sup>70</sup> Palliam, R; "Further Evidence on the Information Content of Economic Value Added", *Review of Accounting & Finance*, 2006

<sup>71</sup> Paulo, S; "Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric Is More Value Relevant – A Comment", *Journal of Managerial Issues*, 2002

<sup>72</sup> Palliam, R; "Further Evidence on the Information Content of Economic Value Added", *Review of Accounting & Finance*, 2006

fördelar av att vara ett residualinkomstmått. Merchant och Van der Stede trycker dock på att EVA inte, trots sitt namn, innebär ekonomisk avkastning. Det som är viktigast att komma ihåg, enligt Merchant och Van der Stede, är att EVA är ett resultat av en periods summerade transaktioner medan ekonomisk avkastning reflekterar förändringar i framtida kassaflöden. EVA fokuserar enligt dem på det förgångna.<sup>73</sup>

Ytterligare kritik finns då användandet av EVA bidrar till att enheter som vuxit organiskt och använder sig av gamla tillgångar gynnas. Det blir alltså lättare för dessa enheter att få ner kostnaden för kapital vilket gör att de lättare kommer upp till EVA-målet.<sup>74</sup> Genom att skjuta investeringar på framtiden kan chefer gynna sig själva då de får högre prestationsersättningar. Detta kan leda till att investeringsgraden inte är lika hög som den borde vara för framtida tillväxt.<sup>75</sup> Chefers möjliga manipulation ska dock förhindras av EVA:s bonusbank, då en längre tidshorisont iakttas. Med bonusbanken kommer förhalade investeringar resultera i sämre ersättning längre fram.<sup>76</sup> I Jönssons avhandling pekas det på att introduktionen av en bonusbank i Akzo Nobel ledde till ändrat fokus från att bara ta hänsyn till nuvarande period till att även se till framtiden.<sup>77</sup> Ännu en kritik mot EVA är att måttet berörs då ränteläget förändras. Det är positivt att EVA tar hänsyn till makroekonomiska faktorer men samtidigt, då en chef har bonus kopplad till kapitalkostnaden och räntan går ner, ökar chanserna avsevärt för chefen att nå upp till sitt EVA-mål. Relevansen av att använda EVA som bas för belöning kan ifrågasättas då ränteläget kan få större inverkan på prestationsersättningen än de beslut som chefen tagit för att öka sin bonus och aktieägarvärdet.<sup>78</sup> En annan aspekt som måste tas i beaktande när det gäller finansiella mått är att de inte tar hänsyn till de synergieffekter som kan finnas mellan divisioner i ett företag. Zimmerman menar att inget prestationsmått baserat på divisionsresultat, varken mått som till exempel EVA, nettovinst eller ROI, kan fånga alla beroendeförhållanden som finns mellan divisioner. Dessa mått utgår från att det inte finns några synergieffekter som gör att divisionerna är värda mer tillsammans än som separata enheter. De finansiella måtten motverkar därför inte att chefen handlar på ett sådant sätt att divisionens resultat ökar på bekostnad av de andra divisionerna och i sin tur hela företagets värde. I företagen försöker detta opportunistiska beteende och dessa suboptimala beslut

<sup>73</sup> Merchant, K. A & Van der Stede, W. A; *Management Control System – Performance Measurement, evaluation and Incentives*, 2003

<sup>74</sup> Jönsson, P; *Value-Based Management – Positioning of Claimed Merits and Analysis of Application*, 2006

<sup>75</sup> Wallace, J; "Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?" *Journal of Accounting and Economics*, 1997

<sup>76</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>77</sup> Jönsson, P; *Value-Based Management – Positioning of Claimed Merits and Analysis of Application*, 2006

<sup>78</sup> Arvidsson, P; *Controllerhandboken*, 2001

förhindras genom diverse lösningar. Exempel på en lösning är att företagen sätter en viss del av bonusen baserad på divisionens resultat men att bonus även utgår beroende på hur det går för hela företaget.<sup>79</sup>

Till sist kan kritik från Ittner och Larcker tas upp. De ställer sig frågande till om mått framtagna av konsultfirmor verkligen löser problem som företag står inför eller är måtten bara uppkommit för att kunna sälja in dyra paketlösningar till företag.<sup>80</sup> Ytterligare kritik kring detta tas upp under Sverigeperspektivet i empirikapitlet.

### ***3.4 Sverigeperspektivet***

*EVA som mått tas upp ur ett svenskt perspektiv och samtidigt diskuteras prestationsersättningar i en svensk kontext. Skillnader mellan USA och Sverige hanteras för att se konceptets lämplighet och applicerbarhet i Sverige.*

#### ***3.4.1 EVA i Sverige***

I Sverige har det länge funnits en tradition av att inkludera kapitalkostnaden vid investeringsbeslut. Detta gör att det i företag finns en kapitalmedvetenhet, inte enbart på företagsnivå utan även i divisioner.<sup>81</sup> När EVA sedan genom konsultbolaget Reward Värdeutveckling AB, nedan kallat Reward, spreds till Sverige var tanken bakom konceptet inte något nytt och revolutionerande. Reward startades 1995 i samarbete med Stern Stewart för att representera EVA i Skandinavien. I och med detta ökade svenska bolags möjligheter att komma i kontakt med EVA-konceptet. 2001 avslutade Reward sitt samarbete med Stern Stewart då de hade delade meningar om vilka företag som var av intresse att vända sig emot. I empirikapitlet följer en intervju med Lennart Zadig, VD för Reward.<sup>82</sup>

---

<sup>79</sup> Zimmerman, J; "EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1997

<sup>80</sup> Ittner, C. D & Larcker, D. F; "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of Management Accounting Research*, 1998

<sup>81</sup> Arwidi, O & Samuelson, L. A; *Budgetering i industriföretagets styrsystem*, 1991

<sup>82</sup> Lennart Zadig, 2007-05-03

EVA:s framgångar i Sverige går inte att mäta med de i USA. Konceptet har introducerats och marknadsförts av Reward i Sverige men efter det avslutade samarbetet med Stern Stewart bedrivs inte någon liknande verksamhet. Med hjälp av Reward började ett antal företag att använda sig av EVA inom olika verksamhetsområden. Några av dessa företag är Vasallen, Dahl, ISS, Vasakronan och Orkla. Detta är företag inom olika branscher som var och ett fått en individuell problemlösning med EVA. En del av företagen arbetar fortfarande med konceptet, som det antogs i implementeringen eller i vidareutvecklad form, medan andra har avskaffat det. Av de företag Reward arbetat med är det endast Vasallen som fortfarande använder EVA. En stor anledning till uppbrottet mellan Reward och Stern Stewart var att upphovsmännen endast hade för avsikt att vända sig mot större företag. Enligt Reward passade detta inte den svenska marknaden vid det tillfället då konjunkturen i Sverige inte var optimal.<sup>83</sup> När EVA introducerades i Sverige var konceptet inte lika revolutionerande som det varit när det presenterades i USA. Sverige har en historia där residualmått tidigare har använts och tanken bakom EVA innebar inte en lika omvälvande förändring som i USA. En annan förutsättning som finns i USA gentemot Sverige presenterar Esbjörn Segelod i sin artikel, vilken pekar på skillnader i svenska och amerikanska chefers uppfattning om kortsiktighet i chefers beteende. Det framkommer att i Sverige är det påstådda kortsiktiga agerandet i chefers beslutsfattande inte påverkas av marknadskrav på samma sätt som i USA. Chefer i USA påverkas mer av aktiemarknadens höga förväntningar, då de hela tiden tvingas prestera bra i nuläget och därmed förlorar det långsiktiga perspektivet.<sup>84</sup>

En aspekt att ha i åtanke är att Stern Stewart påstår att informationen som finns tillgänglig för aktieägare många gånger är bristfällig. Redovisningen ger inte en rättvis bild av företagets värde. Vad som då är värt att nämna är att svenska bolag håller hög klass vad de gäller det frivilliga informationsinnehållet i årsredovisningarna i internationella jämförelser. *”Många utländska aktieägare borde vara avundsjuka på svenskarna när de ser hur bra beskrivningar som svenska aktieägare får genom årsredovisningarna”*.<sup>85</sup>

---

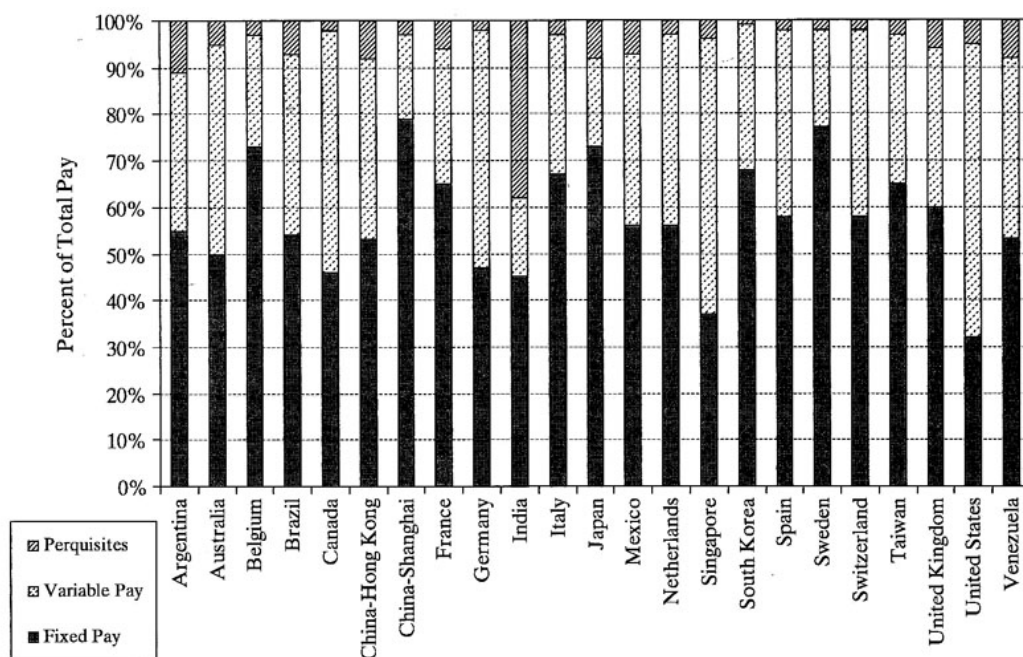
<sup>83</sup> Lennart Zadig, 2007-05-03

<sup>84</sup> Segelod, E; ”A Comparison of Managers’ Perceptions of Short-termism in Sweden and the U.S.”, *International Journal of Production Economics*, 1998

<sup>85</sup> Wilke, B & Segelström, O; ”Ett lätt sätt att lära känna företagen”, *DI*, 2007

### 3.4.2 Den rörliga prestationsersättningen

I årsredovisningar presenteras allmän information kring företags ersättningar till medarbetare. Bland annat förekommer det förklaring om hur ersättningen utgår. Bonusens storlek i förhållande till den totala ersättningen till chefer och dess betydelse för bonusprogrammets verkan är tydlig. När bonus endast utgör en liten del av den totala kompensationen minskar incitamentets påverkan på den berörda personen jämfört med om bonusen utgör halva delen eller mer av kompensationen. Författarna till *The EVA Challenge* påstår att detta är ett stort problem i USA men ännu större utomlands då belöningen tas bort för innovation och risktagande.<sup>86</sup> Tabellen nedan visar på stora skillnader i den rörliga delen av lönen världen över. Sverige har i jämförelse, inte bara med USA utan även med andra länder, en låg andel rörlig lön vilket kan påverka EVA:s möjlighet till att nå full incitamentseffekt.<sup>87</sup>



Figur 3.4.2

Källa: Kim, K & Nofsinger, J; *Corporate Governance*

Det finns flera skillnader mellan Sverige och USA, vilket påverkar användandet av EVA:s bonusbank i respektive land. I Sverige finns det framförallt två invändningar mot bonusbanken. Den första invändningen är att EVA:s upphovsmän förespråkar att bonusen

<sup>86</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>87</sup> Kim, K & Nofsinger, J; *Corporate Governance*, 2007

kopplad till måttet inte bör ha ett tak då detta inte ge lika höga incitament till extraordinära prestationer. Samtidigt hävdas det i Niklas Sandells avhandling att i Sverige är det oacceptabelt att inte ha ett tak för prestationsersättningar, då samhällsnormen inte tillåter det.<sup>88</sup> Den andra invändningen är att i Sverige är den största delen av de anställdas ersättning fast lön. Det kan göra det svårt att införa den bonusbank som Stern Stewart eftersträvar. Stern Stewart menar att bonusbanken inte kan ha en större inverkan på medarbetarnas prestationer, då inflytandet inte blir lika stort som om en större del skulle baseras på en rörlig ersättning.<sup>89</sup> I Sandells avhandling säger en vicedirektör på ett svenskt företag att svenska medarbetare inte påverkas av prestationsersättningar i samma utsträckning som i USA.<sup>90</sup>

Det finns de som argumenterar för att företagsledningen i många fall får en alldeles för hög bonus. I Sverige finns statistik från 1995 för att VD:n i företagen tjänar i snitt ca 20 gånger mer än den lägst betalda arbetaren. I jämförelse med USA var den siffran 1999 så hög som 326 gånger.<sup>91</sup> En stor del till att förklara denna skillnad ligger i rättvisetänkandet som finns i Sverige. I jämförelse med USA är svenska belöningssystem rent av "socialistiska" vilket kan tala emot EVA:s bonusbank där det helst inte ska finns något tak för hur mycket bonus som kan intjänas och betalas ut.<sup>92</sup> Dock undviks vid taklös bonus att chefer sysslar med gaming som kan uppkomma när bonusresultaten har ett tak. Gaming innebär att när chefer inte längre kan få en högre bonus så kan de exempelvis försöka periodisera överskjutande vinster till nästa bonusperiod, allt för att få så hög bonus även nästa period.<sup>93</sup>

---

<sup>88</sup> Sandell, N; *Redovisningsmått, påkopplade system och ekonomiska konsekvenser*, 2006

<sup>89</sup> Stern, J, Shiely, J, & Ross, I; *The EVA Challenge*, 2001

<sup>90</sup> Sandell, N; *Redovisningsmått, påkopplade system och ekonomiska konsekvenser*, 2006

<sup>91</sup> Arvidsson, P; *Controllerhandboken*, 2001

<sup>92</sup> Ibid

<sup>93</sup> Zimmerman, J; "EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues" *Journal of Corporate Finance*, 1997



## **4. EMPIRI**

---

*I följande kapitel tas empiriska undersökningar upp vilka sedan tidigare genomförts av forskare och kritiker. Därefter behandlas de intervjuer som ägt rum. Dock faller rubriken Stern Stewarts bild av problemet bort eftersom empiriska studier kring detta inte är relevant då EVA har framkommit efter vidsträckt tankeprocess.*

---

### **4.1 Tidigare forskning**

*Under nedanstående rubriker behandlas först undersökningar kring Stern Stewarts lösning på problemet och sedan kritikers undersökningar.*

#### **4.1.1 Stern Stewarts lösning på problemet**

Stern Stewart genomförde i maj 2000 en undersökning kring belöningsstrategi. Trots den vida användningen av bonus i företag menar de att prestationsersättningar fortfarande missförstås och att effekten inte blir den önskade. Ett stort fel hos de traditionella prestationsersättningarna är att trots den stora delen rörlig lön saknas risk som innebär att lönen kan gå förlorad. Korrelationen mellan prestation och betalning är dålig trots att kompensationen är relaterad till risken kring att prestera eller inte. Undersökningen diskuterar bland annat skillnaden mellan prestationsersättnings fasta samt rörliga delar till chefer. Undersökningens lösning på problemet, att enbart ersätta ett gammalt prestationsmått med EVA, fungerar inte med anledning av att EVA behöver kopplas samman med en större

omstrukturerad i ersättningsplanen som i sin tur påverkar medarbetarens belöningsuppfattning. Om EVA ska fungera som prestationsmått krävs att konceptet blir en del av medarbetarnas sätt att tänka.<sup>94</sup>

År 2002 presenterade Stern Stewart en rapport vilken påvisar att företag som har tillämpat EVA har högre avkastning än andra företag och marknaden i helhet. EVA-företagen hade under perioden 24 mars 2000 till 30 juni 2002 en total avkastning på 36,5 % och slog S & P 500<sup>95</sup> med 69,8 %. Resultaten var än mer signifikanta för företag som även använde sig av EVA i kompensations syfte. För dessa företag var den totala avkastningen 64,5 % och de slog därmed marknaden med 91,3 %. Företag som endast använde sig av EVA som incitamentsprogram hade en total avkastning på 20,2 %. I rapporten dras slutsatsen att EVA är som mest effektivt när det används i hela företaget samt när prestationsersättning är knutet till måttet. Samma studie gjordes över perioden 1 juli 1997 till 30 juni 2002 och gav samma resultat.<sup>96</sup>

#### ***4.1.2 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning***

##### ***4.1.2.1 EVA som prestationsersättning***

I en artikel av Wallace undersöks det huruvida chefer i företag med bonus grundad på residualbaserade styrsystem fattar beslut i linje med vad måtten mäter. Wallace studerade 40 företag som infört kompensationsystem baserat på RI och använde ett antal kontrollföretag vilka inte infört dessa system. Wallace jämförde resultaten med företag där kompensationsystemen var baserade på traditionella mått såsom vinst per aktie och rörelsevinst. Signifikanta ökning kunde ses i RI i de företag som antagit residualbaserade mått och kompensationsystem jämfört med kontrollföretagen i undersökningen. I jämförelse med kontrollföretagen minskade de sina investeringar och ökade sin tillgångsdisposition, ökade utdelningarna till aktieägarna genom aktieåterköp och använde sina tillgångar mer intensivt. Detta stämmer väl överens med kapitalkostnadens påverkan på chefers ageranden och det gör även att agentproblem reduceras så det fria kassaflödet inte kan manipuleras bort.

---

<sup>94</sup> [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/052000.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/052000.pdf) 2007-05-09

<sup>95</sup> S & P 500 är ett index över de 500 största företagen i USA framtaget av rankingföretaget Standard & Poors.

<sup>96</sup> [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/102002.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/102002.pdf) 2007-05-09

Wallace finner även svaga bevis för att marknaden kommer svara positivt på en övergång till en kompensationsplan baserad på residualmått eftersom aktieavkastningen ökar. Prestationsmått som motiverar chefer att maximera värdet på företaget är enligt Wallace de bästa att grunda belöning på. Wallace påstår att en liten men ökande skara företag väljer residualmått för att göra detta. Ett antagande som Wallace utgår ifrån är att i företags omvärld finns faktorer som gör att residualmått passar bättre än de traditionella vinstbaserade måtten. Syftet med undersökningen var inte att försöka förutse vilka företag som kommer att använda sig av residualmått eller om dessa mått kan anses vara överlägsna de mer traditionella mått de ersätter. Istället var syftet att se ifall chefer tar beslut i samklang med de incitament som residualbaserade mått ger. Besluten hade ofta den fördelen att de mildrade agentkostnader och ökade aktieägarvärdet men ledde samtidigt till suboptimala handlingar. Exempel på felaktiga beslut är att försöka reducera investeringar som har ett positivt nettonuvärde men som leder till att kapitalkostnaden ökar. Jämförelser gjordes i företag som infört EVA som grund för belöning samt i företag där chefers prestation och belöning bestäms av mer traditionella redovisningsmått. Wallace ställde upp fem hypoteser som han testade i undersökningen. Resultatet av undersökningen stödjer de tre första hypoteserna: att tillgångsdispositionen kommer öka samtidigt som nyinvesteringar minskar, aktieåterköp och utdelningar kommer att öka och omsättningen på totalt kapital kommer att öka då företagen bytt till ett residualmått. De två sista hypoteserna som testades var att residualinkomsten kommer öka när aktieägarnas förmögenhet ökar och att chefer tar värdefulla beslut ur aktieägares intressen. Wallace finner enbart svaga bevis för att de två sista hypoteserna stämmer och menar att marknaden svarar positivt på när ett företag går över till en residualbaserad kompensationsplan. Wallace kritiserar dock sin undersökning genom att påpeka att det finns risk för att chefer påverkats av andra faktorer än EVA, exempelvis att en förändring i organisationen har inspirerat dem till att prestera bättre.<sup>97</sup>

Riceman, Cahan och Lal har gjort undersökningar där de ställt frågan om chefer presterar bättre med EVA som mått för prestationsbedömning. Enligt Wallace kan EVA-baserade belöningssystem påverka en chefs beteende men hans undersökning gjordes på företagsnivå. Riceman et al. ville istället försöka hitta bevis för huruvida EVA påverkar på individuell nivå. Joel Stern från Stern Stewart argumenterar i *EVA Roundtable* att EVA-baserade kompensationsplaner är överlägsna traditionella redovisningsbaserade kompensationsplaner

---

<sup>97</sup> Wallace, J; "Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?" *Journal of Accounting and Economics*, 1997

då EVA ger större kongruens mellan chefer som styr företaget och aktieägarna. Stern menar även att EVA-baserade kompensationsplaner är objektiva, enkla och ger större påtryckningar då chefers incitament att ta beslut som leder till ett maximerande företagsvärde ökar. Givet dessa yttranden ställer sig Riceman et al. frågan om chefer med bonus baserad på EVA presterar bättre än chefer med bonus baserad på traditionell redovisning. De har granskat effekten av EVA på ett någorlunda kontrollerat sätt då de undersökt ett stort internationellt företag på Nya Zeeland som infört ett finansiellt system baserat på EVA. Företaget har anställda som belönas med hjälp av två olika belöningssystem där EVA är ett och ett annat redovisningsbaserat system det andra. Då de undersöker effekten av en EVA-baserad kompensationsplan förväntar de sig även att resultatet har ett samband med hur väl cheferna förstår EVA-konceptet. Urvalet bestod av 117 chefer på mellannivå där 52 av dessa hade EVA-baserad bonus och de resterande hade det andra redovisningsbaserade bonussystemet. Hypotesen som ställdes var: Chefer med EVA-baserad bonusplan kommer att överträffa andra chefers prestationer. Vad som kan skapa tvivel när det kommer till resultatet i denna undersökning är att chefer med bonus baserad på den externa redovisningen även fick en femtedel av sin bonus baserad på EVA. Detta gör att det kan ifrågasättas om inte dessa chefer trots allt påverkas av EVA och att det därför är fel att ha dessa som kontrollgrupp. En annan aspekt som kan ifrågasättas är att cheferna själva gjort ett aktivt val när de tre år innan undersökningen fick bestämma om de helt ville gå över till ett EVA-baserat bonussystem eller om de ville stanna kvar i det traditionella bonussystemet med ett litet tillägg baserat på EVA. Det skulle kunna finnas skäl till varför vissa chefer valt det gamla eller nya systemet. Resultatet av undersökningen visar att typen av bonusplan i sig inte är signifikant medan interaktionen mellan typ av bonusplan och förståelsen av EVA är det. Då chefer på egen hand inte kan skapa EVA är det mycket viktigt att de förstår EVA-konceptet och på så sätt kan leda, övervaka och bemanna rätt för att maximera EVA och därmed sin egen bonus. Riceman et al. menar att chefer som har en EVA-baserad bonus och som förstår EVA-konceptet presterar bättre än chefer med bonus baserad på extern redovisning.<sup>98</sup>

#### ***4.1.2.2 Andra empiriska undersökningar kring EVA***

Chen och Dodd tror att en anledning till den plötsligt ökade populariteten i början av 90-talet var den stora publicitet konceptet fick genom stora företag som implementerat måttet. Jättar

---

<sup>98</sup> Riceman, S, Cahan, S & Lal, M; "Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?", *European Accounting Review*, 2002

som AT&T och Coca-Cola fick genom uttalade lovord för måttet många andra företag att följa med EVA-vågen. Jack Stahl, finanschef på Coca-Cola uttalade sig så här: ”*EVA forces you to find ingenious ways to do more with less capital*”. Liknande hyllningar har uttryckts av flera användare och även om de inte poängterar exakt samma saker hos EVA är deras röster samstämmiga i den meningen att EVA motiverar företag att finna sätt för effektivisering av kapitalanvändningen. Chen och Dodd är dock inte lika övertygade om den otroliga inverkan EVA enligt förespråkare sägs ha på företag. De poängterar att tankegången bakom EVA, när det först framtogs, inte var så nyskapande som förespråkare ville framhäva. De genomförde 1997 en undersökning där de ställer sig frågan om korrelationen mellan EVA och aktieavkastning är så perfekt som Stern Stewart och dess anhängare påstår. Vad de kommer fram till är att måttet, trots förespråkarnas förnekelse, är ett redovisningsbaserat mått även efter gjorda justeringar. Detta leder dem in på nästa frågeställning: hur EVA jämfört med andra redovisningsbaserade mått relaterar till aktieavkastning. Den stora skillnaden mellan EVA och andra redovisningsbaserade mått är justeringarna. Redovisningsregler enligt GAAP kring exempelvis kostnader för FoU kan försvåra vid användandet av andra mått. De justeringar som görs med EVA behandlar dessa problem. Vad de dock poängterar är att om kostnaderna för justeringarna överstiger, i detta fall, FoU-kostnaderna är det inte värt besväret. Slutligen kommer Chen och Dodd i sin undersökning fram till att EVA är ett användbart mått för prestationsmätning i ett företag men att måttet dock inte är så perfekt som förespråkare hävdar. Inte heller anser de att EVA är det enda mått som sägs kunna leda till överlägsen aktieavkastning.<sup>99</sup>

Andra empiriska undersökningar från kritiker hävdar ungefär samma sak; att EVA:s korrelation till aktieavkastningen inte är så stor som Stern Stewart påstår. Richard Bernstein, analytiker på Merrill Lynch, påstår i en undersökning att företag med högt EVA inte har högre avkastningar än andra företag. Istället anser Bernstein att ett enklare och mindre tidsödande mått bör användas vid värdering av företag. Detta eftersom resultaten visar att EVA inte har större korrelation med aktieavkastning än andra mått.<sup>100</sup> Då anmärkningar gjordes på Bernsteins undersökning publicerades ytterligare en rapport. I den mättes

---

<sup>99</sup> Chen, S. & Dodd, J. L; “Economic Value Added: An empirical Examination Of A New Corporate Performance Measure”, *Journal of Managerial Issues*, 1997

<sup>100</sup> Bernstein, R; “An Analysis of EVA”, *Quantitative Viewpoint*, 1997

förändringen i EVA under en period istället för som ett absolut tal vid en tidpunkt och resulterade i ett oförändrat resultat jämfört med den första undersökningen.<sup>101</sup>

I en undersökning som Biddle, Bowen och Wallace har gjort framkommer det också negativ kritik mot EVA som mått, då de inte finner empiriska underlag som bekräftar att EVA är en bättre värdeindikator för börsvärde. Forskarna kommer fram till att EVA inte korrelerar med börspriset i högre utsträckning än vad vinst eller kassaflöde från den löpande verksamheten gör. Biddle et al. finner istället att vinsten är det mått som korrelerar allra mest med börspriset.<sup>102</sup>

Ytterligare en undersökning kring EVA är gjord av Griffith, där han undersöker huruvida företag som implementerat EVA i sina belöningsystem presterar bättre jämfört med övriga marknaden. Han undrar om EVA och MVA verkligen är mått som korrelerar med aktieavkastningar. Griffith undersökte företag som adopterat Stern Stewarts EVA-system då intentionen med EVA, enligt Joel Stern, är att skapa belöningsystem som får alla anställda att maximera aktieägarvärdet. För att undersöka detta använde han sig av två exempel. I det första använde han sig av Stern Stewarts publicerade kunder vilka har implementerat EVA-bonusplanen. Totalt bestod undersökningen av 63 företag varav 30 företag hade implementerat hela EVA-bonusplanen och 33 företag använde sig av EVA enbart som grund för belöning. I det andra exemplet undersöktes 2 561 företags förväntade avkastning där Griffith räknade med 200 dagliga avkastningar 210 dagar före företagen implementerat EVA-systemet. Uträkningarna slutade 11 dagar efter tillkännagivandet av systemet. Vad Griffith kom fram till i sin undersökning var att de företag som innan en implementering underpresterade i förhållande till konkurrenter och övriga marknaden, kom att fortsätta göra så även efter implementeringen. Han tycker att ingetdera av EVA eller MVA är bra prestationsmått.<sup>103</sup>

#### **4.1.2.3 Användares röster om EVA**

En divisionschef på Orkla påstår att 80 % av Stern Stewarts EVA-koncept skulle företag själva kunna skapa. Vidare menar chefen att Stern Stewart har gjort ett utmärkt

<sup>101</sup> Bernstein, R; "An Analysis of EVA – Part II", *Quantitative Viewpoint*, 1998

<sup>102</sup> Biddle, Bowen & Wallace; "Does EVA beat earnings?", *Journal of Accounting and Economics*, 1997

<sup>103</sup> Griffith J. M; "The True Value of EVA", *Journal of Applied Finance*, 2004

marknadsföringsjobb när de har lanserat EVA på marknaden.<sup>104</sup> En chef på Akzo Nobel som använder EVA säger följande ”*I mean, you need to be a mathematician to understand how Stern Stewart calculates a company’s value. I for sure don’t understand it. I know they’re looking at the future, but what they do in more detail, I haven’t a clue about*”<sup>105</sup> Kritik framförs här mot att EVA skulle vara ett enkelt mått att använda och förstå vilket Stern Stewart hävdar.<sup>106</sup> Däremot har Akzo Nobel tack vare EVA insett att kapital kostar och de är på så sätt mer medvetna om hur de effektivt måste utnyttja kapitalet. På grund av detta förs mer välgrundade investeringsförslag fram. Fortsättningsvis påstår en annan chef på samma företag att EVA är precis som andra prestationsmått, varken bättre eller sämre, och det gäller att acceptera måttet för vad det är.<sup>107</sup>

## **4.2 Primärdata**

*För att få bättre uppfattning om EVA och dess betydelse i svenska företag har tre intervjuer ägt rum. Nedan redogörs för telefonintervjuer med Lennart Zadig på Reward Värdeutveckling AB och Leif Rytter på Vasallen AB samt e-mailintervju med Håkan Bryngelson på Vasakronan AB. Intervjuguider för respektive intervju finnes i bilagorna.*

### **4.2.1 Sverigeperspektivet**

#### **4.2.1.1 Lennart Zadig, Reward Värdeutveckling AB**

Den 3 maj 2007 genomfördes en telefonintervju med Lennart Zadig. Han är före detta ekonomichef i LIC Care, som 1994 var första företag i Skandinavien att införa EVA. Därefter startade han Reward Värdeutveckling AB och samarbetade med Stern Stewart och introducerade därmed EVA i Sverige. 2001 avslutades samarbetet med Stern Stewart, men Zadig har sedan dess följt upp vissa tidigare uppdrag kring EVA.

---

<sup>104</sup> Jönsson, P; *Value-Based Management – Positioning of Claimed Merits and Analysis of Application*, 2006

<sup>105</sup> Ibid

<sup>106</sup> Stewart, B; “EVA: Fact and Fantasy” *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994

<sup>107</sup> Jönsson, P; *Value-Based Management – Positioning of Claimed Merits and Analysis of Application*, 2006

Lennart Zadig arbetade som ekonomichef på LIC Care 1993 och fick där tips om EVA från en av de privata investerarna i bolaget. Denna person fastnade vid en tidpunkt i snökaos på Chicagos flygplats och hade då inget bättre för sig än att läsa *The Quest for Value*<sup>108</sup>. Han fann genom denna bok EVA intressant och tyckte att det verkade vara en bra princip. Några i ledningen och några investerare i LIC Care passade sedan på att åka på ett av de få seminarier som Stern Stewart höll i Skandinavien, den här gången i Helsingfors. De tyckte att EVA lät spännande och tog kontakt med Stern Stewart för att höra om de var intresserade av att samarbeta med ett svenskt bolag. Stern Stewart hade vid denna tidpunkt inte mycket verksamhet utanför USA och speciellt inte i Skandinavien och tyckte därför att ett samarbete var av intresse. LIC Care började under 1994 att mäta EVA-värden i företaget på egen hand efter vad de hört på seminariet och efter vad de själva kunde läsa sig till. Detta för att skaffa sig bättre förståelse för måttet och för att kunna förbereda sig för en implementering. Vid presentation för ledningen var de flesta positivt inställda och tyckte att konceptet lät spännande. Företaget hade intresse av att införa ett incitamentssystem till vilket EVA kunde fungera bra. Till en början infördes incitamentssystemet på ledningsnivå och sedan, beroende på hur långt olika avdelningar kommit i förståelsen för ekonomin, även för alla medarbetare på vissa avdelningar. Bortsett från ledningen baserades bonusen på grupprestationer då de fann det alltför komplicerat och irrelevant att mäta enskilda individers prestationer. Anledning till att implementeringen kunde genomföras i omgångar och att EVA kunde tillämpas på olika sätt var att företaget var uppdelat i flera juridiska enheter där de olika bolagen svarade för sitt operativa kapital.

LIC Care blev 1995 uppköpta av Getinge och de flesta i ledningen, inklusive Zadig själv, lämnade då företaget. Zadig började fundera på att göra något eget och tanken på att utveckla EVA i Sverige dök upp. Han kontaktade Stern Stewart för att se om de var intresserade av ett projekt i Skandinavien, vilket de var, och Lennart Zadig startade hösten 1995 Reward Värdeutveckling AB. Sista uppdraget Zadig utförde i samarbete med Stern Stewart avslutades 2001 men han arbetade så sent som förra året med uppföljningar för EVA i ett bolag som ville vinkla om systemet. Idag finns det ingen som ansvarar för EVA i Skandinavien. Det har startats ett kontor i London varifrån verksamheten nu styrs. Zadig och Stern Stewart hade skilda åsikter om vilka bolag som var intressanta att jobba med och de valde därför att gå skilda vägar. Zadig tyckte att under en tid när konjunkturen inte såg särskilt ljus ut för

---

<sup>108</sup> Bok skriven av G. Bennett Stewart, III



konsulttjänster var det viktigt att kunna vända sig till mindre bolag där han även hade en del kontakter och där kunde genomföra mindre projekt. Stern Stewart ville däremot enbart vända sig till riktigt stora företag vilket gjorde att samarbetet upphörde.

Lennart Zadig anser att EVA alltid är ett aktuellt mått även om det i Sverige inte är många som använder sig av det idag. Han tycker det är sunt att inkorporera kapitalet och se hur det används då han anser att det på många ekonomiavdelningar ligger allt för mycket fokus på resultaträkningen. Många ekonomichefer är enligt Zadig kamerala och väldigt duktiga på resultaträkningen och redovisning men få funderar på ekonomistyrningen. Det finns idag för många företag där ekonomichefen fokuserar på resultaträkningen från måndag morgon till fredag klockan tre och om denne är kvar efter tre ögnas balansräkningen igenom. Genom EVA kan tänkandet kring ekonomistyrning inkorporeras i resultaträkningen vilken är ganska lätt för de flesta att förstå. Zadig tycker att EVA bidrar till en bra helhetssyn men vet dock inte om just EVA har en framtid i Sverige. Han tycker att svenska företag måste börja fokusera mer på balansräkningen vilket kan göras med en implementering av EVA. EVA är ett sätt att få fokus på det kapital som används och att ge folk ansvar för det kapital som de använder. Zadig vet inte varför EVA inte används i större utsträckning i Sverige än det gör. Kanske har det missionerats för lite för att det ska ha fått större genomslagskraft. Han säger att det finns företag som använder det på egen hand utan att göra något projekt av användandet. Många använder tänkandet genom EVA eller andra liknande mått utan att marknadsföra det såsom Stern Stewart gjort. Han tycker att Stern Stewart i viss mån gör det för stort och på så sätt tappar företag. Alternativa mätverktyg till EVA kan fungera om det bara används för att mäta värden men det Zadig sett ute på företag är att det ofta saknas en vidare förståelse och att viktiga saker missas då företag på egen hand försöker göra EVA-liknande styrsystem. Ska bonussystemet föras in och kopplas till mätningarna anser Zadig att företag behöver hjälp då det är mycket som behöver tänkas på. Då behövs den unika kompetensen från personer som jobbat med EVA och kan allt om det. Ett bonussystem måste vara långsiktigt och stabilt och skapa gemensamt fokus med ägandet. För att få acceptans för ett bonussystem skall utfallet/utbetalningarna vara rimliga. I de projekt Zadig varit delaktig i har bonusen ofta motsvarat en utbetalning kring ytterligare en månadslön. Det har oftast även handlat om EVA i kombination med ett eller två andra mått där EVA dock legat till grund för största delen av bonusen.

På frågan om vad problemen vid implementering av EVA är svarar Lennart Zadig att det enda han kan se är att det tar viss tid. Närmare bestämt spenderar konsulten vanligtvis mellan åtta och tolv månader på företaget, vilket gör implementeringen till en dyr affär. Det går att göra hur komplicerat som helst och han menar att många gånger får konsulterna stoppa företagen lite och ta ner dem på marknaden då de vill göra för mycket. Det är viktigt att företagen gör rätt justeringar för den verksamhet de driver men det viktigaste enligt Zadig är att vara konsekventa och göra samma justeringar varje år, annars tappar mätningarna sin betydelse.

Hur man ser på bonus tror Lennart Zadig är en viktig skillnad mellan förutsättningar för EVA i USA och Sverige. Speciellt efter Skandia-skandalen har bonus blivit något företag inte gärna talar om och han jämför det vid att svära i kyrkan. När bonus nämns är det höga chefsbonusar som folk i allmänhet tänker på och det är svenskar något avskräckta ifrån. Amerikanska företag är mer bonusdrivna och det är mer naturligt att chefer och ledningar får bonus.

Zadig anser att det är lättast både att belöna och bli belönad på företagets helhet. Då det gäller belöning på divisionsnivå menar han att det kan fungera om divisionen har en rättvisande balansräkning och det går att särskilja kapital som hör till just den divisionen. Att gå ner på individnivå och belöna för enskilda prestationer är komplicerat. Det viktigaste är att personen som får bonus förstår anledningen till bonusens storlek och att det finns förståelse för vad det är som belönas, annars tappas meningen med ett bonussystem. De tre allra viktigaste faktorerna när det gäller EVA som grund för belöning är enligt Zadig att det ska vara enkelt, enkelt och enkelt.

Ett exempel som Lennart Zadig tar upp på att EVA fungerar i vilken organisation som helst handlar om två företag vilka han arbetade med samtidigt. Det ena var det danska städföretaget ISS som vid tidpunkten hade ett par hundratusen anställda men i stort sett inget kapital. Anledningen till att de ville implementera EVA var att de ville hitta ett bra sätt att hantera sin goodwill på. Fastighetsbolaget Vasakronan med 300-400 anställda och en *”jädra massa kapital i sina fastigheter”* var det andra företaget som istället var ute efter ett belöningssystem. Zadig tycker att detta visar på spännvidden med EVA och att det är ganska fantastiskt att ett företag med få anställda och stort kapital och ett företag med väldigt många människor men i stort sett obefintligt kapital kan söka varsin lösning och båda finna den i EVA.

#### **4.2.1.2 Leif Rytter, Vasallen AB**

Vasallen AB är ett statligt bolag som utvecklar försvarsfastigheter för främst försäljning men även uthyrning. Företaget består av moderbolag med tolv dotterbolag runt om i Sverige och har sitt huvudkontor i Örebro. 2006 hade företaget 73 anställda.<sup>109</sup>

Från Vasallen intervjuades Leif Rytter den 10 maj 2007 per telefon. Han är ekonomi- och finansdirektör på företaget och sitter dessutom med i koncernledningen. Vasallen använder sig idag av EVA som styrinstrument och däribland som grund för belöning. Leif Rytter var med vid införandet av EVA i företaget 2000. Rytter kom i kontakt med EVA först på Vasakronan när det där infördes ett bonussystem. När det i Vasallen väcktes intresse för ett bonussystem tog han kontakt med Reward Värdeutveckling. Anledningen till intresset för ett mått för prestationsbedömningar var att de ville införa en rörlig lönedel i den totala ersättningen. Målet var ett mått som inte kunde manipuleras så lätt och då EVA bygger på förbättringar i kapitalanvändningen tyckte de att måttet passade bra för deras syften. De är dock medvetna om att det flesta mått går att påverka på någon nivå eller till en viss grad. Jämfört med budgetrelaterad bonus tycker de dock att ett system grundat på EVA är bättre och mer svårmanipulerat. Vasallen gick in i EVA-systemet 1999 och 2000 började måttet användas för bonusberäkning. Själva implementeringen tog ca sex månader, från det att idén uppkommit tills det att bonussystemet accepteras av styrelsen. De använder sig fortfarande av måttet dels som grund för prestationsbedömningar men även vid investeringsbedömningar.

Vasallen ser på konceptet som ett styrverktyg där syftet är att effektivisera kapitalanvändningen. Företagets bonussystem bygger på målet om att förbättra kapitalanvändningen med 0,5 procent per år. Uppnår de detta mål utbetalas målbonusen som innebär en månadslön för var och en av de anställda. Medarbetarna kan få en bonus på upp till två månadslöner om kapitalanvändningen ökar mer än 0,5 procent och upp till två månadslöner kan dras ifrån bonusbanken om de uppnår sämre resultat än målet. De använder sig såtillvida av bonusgolv och bonustak med ett intervall på fyra månadslöner. Vasallen är ett statligt ägt företag där bonusen är begränsad. De anställda kan aldrig gå miste om sin vanliga månadslön, vid dåliga resultat påverkas de endast genom den minskande bonusbanken. Då systemet bygger på ständiga förbättringar är det svårt att uppnå maxbonus flera år i rad.

---

<sup>109</sup> Vasallen årsredovisning 2006

EVA är i Vasallen inte det enda mätinstrument som ligger till grund för hur mycket bonus som betalas ut utan ytterligare två variabler har en roll i bonussystemet. Statens ägardirektiv blev för några år sedan tydligare med vad de ansåg skulle gälla för bonus och på grund av detta infördes ett bonustak och systemet ändrades från att delat ut en tredjedel av saldot i bonusbanken till att betala ut hälften med maxbonus på två månadslöner. I samma modifiering infördes de två andra faktorerna i systemet. Då EVA står för största delen, nämligen 80 procent står en nöjd-kund-indexfaktor för 15 procent och uthyrningsmål i kvadratmeter för 5 procent. De första fyra åren användes enbart EVA som grund för belöning och Vasallen tycker att EVA fungerar bra i belönings-sammanhang men känner även att det finns andra saker som är viktiga att trycka på när det gäller att motivera medarbetare. Därav har två faktorer tillkommit då Vasallen ser uthyrning och sättet kunder blir behandlade på som oerhört centralt i fastighetsbranschen. De menar att detta är faktorer som den enskilda medarbetaren kan påverka väldigt mycket, speciellt nöjd-kund-indexfaktorn. Vilka EVA-resultat olika medarbetares bonus grundas på skiljer sig lite åt i företaget. Anställda i dotterbolag, där den operativa verksamheten bedrivs, får 50 procent av sin bonus baserad på framgång eller motgång i just det företaget och 50 procent baserad på koncernens resultat. Detta för att alla anställda ska känna att de tillhör Vasallen koncernen och för att det, för dotterbolagens del, är stora fluktuationer i hur de enskilda åren går. System gör därmed att fluktuationer jämnas ut över tiden samtidigt som bolagen i bonusen får känna av det egna bolagets framgång/motgång. På koncernkontoret får de anställda sin bonus grundad helt på det totala resultatet. Företaget bokar upp det bonusbelopp som gäller för året på ett balanskonto och sedan betalas hälften av saldot ut varje år.

Den mest uppenbara fördelen med systemet anser Vasallen vara att anställda ser och märker när det går bra för företaget men även när det går sämre. Detta ger motiv till att göra ett bra arbete. Företaget genomförde för cirka två år sedan en enkät med alla anställda i samband med ovanstående förändring av bonussystemet. Då det där inte framförts några nackdelar med systemet kan inte heller Rytter påstå att han kan se några sådana. Det som är svårt med belönings-system säger han är att få den enskilda att känna sig riktigt delaktig. Som ett system som belönar hela personalen tycker Rytter att EVA är bra. Han tror att det kan vara svårt att motivera folk på alla nivåer med ett system relaterat till aktieutveckling eller liknande. Så vitt han kan bedöma tycker han att framtiden för det nuvarande systemet ser ljus ut men trycker på att det är upp till styrelsen att bedöma. Systemet är godkänt i ett år framåt och inga

förändringar är planerade då det i dagsläget anses vara väl anpassat till verksamheten. Då bolaget är statligt ägt kan det genomförda regeringsskiftet orsaka förändrade förutsättningar för bonus i bolaget om de ser annorlunda på situationen.

#### **4.2.1.3 Håkan Bryngelson, Vasakronan AB**

Vasakronan AB är ett av Sveriges ledande fastighetsbolag och ägs av svenska staten. Deras affärsidé är att erbjuda attraktiva kontorslokaler och kundanpassade tjänster i svenska storstadsregioner med nöjda och lojala kunder.<sup>110</sup>

För att få större insikt i vad fördelarna samt nackdelarna med EVA är har vi per e-mail intervjuat Håkan Bryngelson, VD för Vasakronan AB. 1999 införde Vasakronan EVA som ett kompletterande styrsystem där måttet fungerade som bas för ett incitamentssystem vilket omfattade hela företaget. 2004-2005 avvecklades EVA. Då Bryngelson hade ont om tid svarade han kort på vilka fördelar och nackdelar som fanns med EVA och varför Vasakronan valde att sluta använda måttet. Målet med EVA var att få ett brett engagemang i hela verksamheten och att premiera långsiktigt tänkande. De fördelar som Bryngelson menar var mest positiva för företaget var att det mätte det som var Vasakronans uppdrag vilket är att få bästa möjliga totalavkastning och värdeutveckling och att skapa en bra bas för att bygga en incitamentsstruktur i företaget. Bryngelson anser att EVA fick de anställda att agera och känna sig som aktieägare och menar vidare att måttet är välkänt på marknaden och väl kommunicerat i kapitalmarknaden. Emellertid fanns det enligt Bryngelson flera nackdelar med EVA. Ett av huvudsyftena med implementering av EVA var att få en bas för ett incitamentssystem. Den viktigaste parametern att mäta i ett fastighetsbolag är den stora tillgångsmassan i fastigheter och värdeutvecklingen på denna. Dock upplevdes en trög återrapportering i systemet eftersom den externa marknadsvärderingen bara gjordes en gång per år. En hörnpelare i ett EVA-incitamentssystem är fördelning av utbetald bonus över tiden, det vill säga bonusbanken. Problemet Bryngelson såg med detta var att de nyanställda som kom in i Vasakronan vid fel tidpunkt, som vid lågkonjunktur, kunde drabbas initialt av ett negativt saldo i bonusbanken. Vasakronan fick ta många diskussioner vid omplaceringar om en anställd skulle flyttas från en bra EVA-avdelning till en sämre. På frågan om varför de valde att sluta använda EVA svarade Bryngelson att Vasakronan gick över till de

---

<sup>110</sup> Vasakronan årsredovisning 2006

internationella redovisningsprinciperna enligt IFRS, där alla tillgångar mäts i aktuellt marknadsvärde. I och med detta uppnådde de sin ursprungliga princip utan att använda EVA.

# 5. ANALYS

---

*Nedanstående kapitel kommer att behandla och analysera den fakta som lagts fram i ovanstående kapitel angående Stern Stewarts bild av problemet och lösningen. Även forskares och kritikers åsikter samt det svenska perspektivet analyseras.*

---

## ***5.1 Problem kring belöningsystem – Stern Stewarts bild***

Problemet Stern Stewart ställer upp grundas på två antaganden. Det första antagandet gäller åtskillnaden av ägandet och styrandet av företag och bygger på agentteorin, en teori vilken återspeglas på de flesta nivåer och områden inom ekonomiämnet. Problemet kring teorin uppstår först när företag når sådan storlek att ägandet och styrningen av verksamheten separeras. Då hela EVA-konceptet på sätt och vis står och faller med antagandet om att agentteorin är sann är det viktigt att ta ställning i frågan om teorins realitet. Agentteorin behandlar problematiken kring belöningsystem och anledningen till att teorin är så viktig i Stern Stewarts EVA-koncept och i denna uppsats är att EVA-måttet används som grund för belöning. Då uppsatsen avgränsat sig till EVA som grund för prestationsbedömning tas det enbart ställning till agentteorins relevans utifrån denna ansats. En belöning betalas ut för att motivera chefer att agera i företagets bästa intresse, det vill säga i aktieägarnas intresse. Chefer besitter mer information om företaget än dess ägare, vilket sätter den förstnämnde i en maktposition. Hade ägare haft tillgång till samma information skulle chefer inte kunna agera i

egna intressen och agentproblemet hade inte existerat. Om agentteorin inte är sann skulle motivationsbelöningar inte behövas. De skulle i och med sin roll som chef besitta den motivation som krävs för ett i företaget riktigt agerande.

Den andra delen av problemet bygger på den första, det vill säga att ägande och styrning är skilda åt. Ägare har begränsad tillgång till information och det som är mest lättillgängligt för dem är företags externa redovisning. Det Stern Stewart tar upp i andra delen av sitt problem är att det finns omständigheter kring redovisade siffror som gör dem otillräckliga och missvisande. Därför menar de att det är fel att använda dessa siffror för att beräkna värdet på företaget. Med belöning som utgångspunkt bör en medvetenhet finnas om att det kan vara missvisande att grunda belöning på siffror från redovisningen. I och med att regler kring redovisning inte i alla lägen är precisa utan öppna för tolkning kan resultat i viss mån styras i önskad riktning. Detta för att genom redovisningen nå de mål som satts för att erhålla belöning.

Analysen av problemet utgår ifrån att problemen förklarade i agentteorin existerar. Argument för att alla individer är nytto-maximerande finns överallt i samhället och det räcker många gånger att rannsaka sig själv och sina beteenden för att konstatera detta. Möjligtvis syns teorins verklighet tydligare i företagsvärlden då press dagligen visar på chefers agerande i egenintresse där insideraffärer och manipulation är del av vardagen och det som kommer fram i ljuset enbart är en liten del av verkligheten. Detta påvisar att det finns grund för agentteorin och dess problematik. Därigenom förkastas motsatsen, nämligen att chefer utan incitament och övervakning skulle agera i aktieägarnas bästa intressen.

## ***5.2 Stern Stewarts lösning på problemet***

Lösningen på agentproblemet delas upp i två kategorier: incitament och övervakning. Belöningar fungerar som incitament för agerande i aktieägarnas intresse och övervakning sker inne i företaget genom en av aktieägarna tillsatt ledning. Dess uppgift är att utvärdera styrandet och designa belöningsystemet. Stern Stewarts problem, separationen mellan ägande och styrning samt mätning av företagsvärde med hjälp av redovisningssiffror, löses med både incitament och övervakningsinstrument. Deras särprägel på lösningsstruktur diskuteras längre fram i analysen.



En viktig och stor del i EVA-konceptet är de justeringar som enligt Stern Stewart görs för att åstadkomma mer tillförlitliga EVA-beräkningar. De anser att redovisningen, trots att den borde riktas främst till aktieägare, i första hand anpassas för borgenärer. Borgenärens preferenser kring redovisningen är att den ska grundas på försiktighet då de vill vara på den säkra sidan gällande företagets återbetalningsförmåga. Som aktieägare är det av större intresse att företaget värderas till så verkliga och marknadsmässiga värden som möjligt. Kritik kan riktas mot Stern Stewarts påstående angående redovisningens innehåll och vilka informationen riktas till. De tänker möjligtvis främst på USA när de uttalar sig om redovisningens innehåll men samtidigt menar de att EVA är ett universellt mått. Exempelvis har svenska årsredovisningar fått positiv kritik i pressen och anses ge aktieägare oslagbar information när det kommer till översikt och detaljrikedom. Vad som då kan ifrågasättas är om justeringar är nödvändiga. Om justeringar görs främst för att ge ett mer rättvisande värde på företaget utifrån ett aktieägarperspektiv och svenska aktieanalytiker anser att bolagens redovisningar redan ger tillförlitlig information, kanske justeringar inte är nödvändiga. Stern Stewart anser att med rätt justeringar blir manipulation av bonusgrundade siffror svårare och EVA leder därmed till en mer rättvisande belöning. Vilka justeringar som görs anpassas dock efter varje individuellt företag och vanligtvis görs inte alla justeringar. Det kan ifrågasättas hur viktiga justeringarna är då måttet går att använda även utan dem. De specifika justeringarna hemlighålls av konsultbolaget av konkurrensmässiga skäl. Detta kan ses som ett sätt för Stern Stewart att förhindra att konceptet brukas utan att de ersätts för användandet. I och med införandet av IASB och FASB går årsredovisningar i både Europa och USA åt en gemensam redovisningsbas. På grund av de ändringar som gjorts från tidigare standards kan det ifrågasättas om justeringar är av samma betydelse som tidigare. Tillgångar tillåts i större utsträckning än tidigare att värderas till marknadsvärde och reglerna tillåter även balansering av FoU-tillgångar i större utsträckning än förut. Justeringar av FoU-kostnader och liknande kan vara av stor vikt i EVA-sammanhang då det i vissa företag handlar om väldigt stora summor. Fortsätter utvecklingen av standards i samma riktning tappar förmodligen flera av Stern Stewarts justeringar sin betydelse.

I uppsatsen ligger största fokus på att behandla EVA som grund för belöning. Stern Stewart anser sig genom EVA funnit den optimala lösningen på problemet med kortsiktigt tänkande kopplat till belöningsystem. Målet med EVA är att motivera chefer att investera långsiktigt och därmed öka aktieägarvärdet. Det långsiktiga inslaget i systemet är bonusbanken. Frågan är om bonusbanken enbart verkar långsiktigt kopplat till EVA eller om andra mätinstrument

tillsammans med liknande bonusbanker kan fungera lika bra. Det verkar orimligt att EVA skulle ha unika egenskaper som vid koppling till bonusbank verkar bättre för långsiktighet än andra mått. Det är också påpekat av forskare att måttet i sig inte verkar för långsiktigt agerande. Alltså borde andra finansiella mått kunna användas tillsammans med en bonusbank och därigenom bidra till att långsiktigt öka aktieägarvärdet. Till Stern Stewarts försvar kan tilläggas att de aldrig avsett att EVA-måttet ska användas utanför helhetskonceptet. Stern Stewart anser vidare att varken bonusgolv eller tak skall användas då utbetalning av en stor bonus endast möjliggjorts genom investeringar vilka genererat en hög avkastning till aktieägarna. I teorin har uttrycket ”go golfing”-punkter nämnts vilket är tämligen talande för vad Stern Stewart ser för nackdelar med att ha tak och golv för hur hög bonus som ska kunna erhållas. Om bonusgolv inte existerar finns det alltid mer att förlora vilket ständigt motiverar chefer att prestera max, vilket är precis vad Stern Stewart vill uppnå. Det är lätt att hålla med om deras resonemang i teorin. Resonemanget är lättförståeligt och teoretiskt sett välgrundat. Vad som däremot saknas är en genomtänkt praktisk lösning anpassad för olika typer av verksamheter. De förutsättningar som av Stern Stewart antas ligga till grund för systemet passar inte alla organisationer och belöningsstrukturer. Den svaga spridning konceptet fått i Sverige kan vara ett resultat av detta. Diskussion kring den praktiska lösningen i Sverige förs längre fram. En förutsättning som Stern Stewart anser vara viktig för att systemet ska fungera optimalt är att den rörliga delen av den totala ersättningen är av betydande storlek. Trots att den i genomsnitt ligger på dryga 60 % i USA anser de att det i vissa fall är för lite. Resonemanget bakom detta är att de anser att en för liten andel rörlig lön inte kommer fungera som motivation i tillräckligt stor utsträckning. Detta behövs för att systemet ska kunna fungera fullt ut.

När EVA-konceptet utvecklades antog upphovsmännen en deduktiv ansats. De såg ett problem utifrån teoretiska grunder och kom sedan med förslag på lösning. Denna lösning, EVA-konceptet, har sedan implementerats i företag. Tillvägagångssättet att ta fram denna lösning utan empiriska undersökningar till grund kan ifrågasättas. Lösningen hade förmodligen sett annorlunda ut om de istället utgått från faktiska problem upplevda i verkligheten och sedan arbetat fram en lösning utifrån detta. Eventuellt hade de funnit att det inte går att ha en generell lösning för alla verksamheter utan att konceptet måste anpassas till exempelvis geografiska och kulturella områden.

### ***5.3 Kritikers åsikter om Stern Stewarts lösning***

Alla är inte helt eniga om att Stern Stewarts EVA är det bästa sättet att mäta samt öka aktieägarvärde eller det bästa måttet som grund för belöning. Då det är ett varumärke registrerat av Stern Stewart är det inte många andra som förespråkar måttet. De förespråkare som finns jobbar i företaget eller för företaget, såsom Ehrbar och Reward. EVA har marknadsförts världen över men framförallt i USA. På så vis har måttet fått stor uppmärksamhet och till och med rotat sig så pass mycket att det finns med i läroböcker i ekonomistyrning. I fallet med Stern Stewarts EVA kan det i det närmaste talas om en degenerering av begreppet då EVA för många är synonymt med residualinkomst. Följden av att EVA har blivit så pass känt är att mycket kritik riktas mot måttet. Exempelvis kritiserar gärna andra konsultbolag EVA för att istället kunna sälja sina egna tjänster. Det finns både kritik till måttet i sig och till dess koppling till prestationsersättningar. Stern Stewarts påstående om att EVA är det mått som bäst korrelerar med börsvärdet och aktieavkastningen kritiseras starkt och flera kritiker motbevisar argumentet. Bernstein är en av de som undersökt EVA och dess verkliga koppling till aktieavkastning. Han påstår att företag som använder EVA inte har större aktieavkastning än andra, vare sig om EVA undersöks i absoluta tal eller som förändring över en period. Undersökningarna kan ha motivet att underminera EVA då Bernstein representerar den konkurrerande firman Merrill Lynch. Resultaten som Bernstein har kommit fram till kan därför vara vinklade vilket bör tas i beaktning. Chen och Dodd kommer fram till att EVA inte är ett unikt mått som ensamt leder till en överlägsen aktieavkastning. Vidare säger de att måttet trots justeringar är ett redovisningsbaserat mått och korrelerar i stort sätt inte bättre med aktieavkastning än andra redovisningsbaserade mått.

Vid förändring av ett företags styrsystem kan just själva förändringen som sker i företaget ha större effekt än vilket styrsystem som väljs. Detta påpekas i Wallace artikel från 1997 där han menar att det skulle vara just förändringen som leder till ett uppsving för företag som implementerar EVA. Vidare anför även Griffith att EVA inte är korrelerat med aktieavkastning och att prestationsersättningar knutna till EVA inte gör företaget starkare. I hans undersökning framkommer att tidigare underpresterande företag inte presterade bättre efter införandet av EVA. Resultatet ur undersökningen kan ifrågasättas då Griffith mätte värden i företaget 210 dagar innan EVA-implementeringen men endast 11 dagar efter. Frågan är om förändringen i företaget verkligen hunnit ge utslag. Som konstaterats ovan är forskare

oense om det är implementeringen av EVA som leder till ökat värde för företaget eller om det är konceptet i sig. Forskare såsom Biddle, Bowen och Wallace finner inte heller belägg för att EVA är bättre korrelerat med aktieavkastningen än andra mått. De hävdar att det traditionella mätinstrumentet vinst är det som korrelerar bäst med aktieavkastningen. Det specifika för EVA, kapitalkostnaden och justeringarna gör snarare att korrelationen minskar och därför hävdar de att vinsten som ensamt mått är bättre för att förutspå börsvärdet. Dock är det komponenter utöver vinst i EVA-konceptet såsom bonusbanken som mildrar ett kortsiktigt tänkande, då fokus inte enbart ligger på att maximera vinsten just nu. Den tillfälliga vinstmaximeringen kan ske genom att enbart sälja utan att backa upp med till exempel framtida produktutvecklingar. Resultaten som framkommer i undersökningarna vilka olika negativa kritiker och forskare företagit är till viss del samstämmiga, vilket visar att EVA inte har den positiva och enkla framställning som Stern Stewart ger en bild av.

De ovanstående kritikerna påstår att EVA inte är ett lämpligt mått att använda sig av och det kan då diskuteras hur passande det är för prestationsersättningar. Wallace påstår att det finns en svag koppling mellan aktieavkastning och implementering av en EVA-baserad kompensationsplan. Hans undersökning ger uttryck för att chefer vars prestationsersättning baseras på EVA tar beslut i EVA:s anda. Med detta menas att chefer styrs av måttet som i sin tur gynnar företaget. Exempelvis reduceras onödiga nyinvesteringar då en medvetenhet kring kapitalet uppkommer. Bland annat har medarbetare på Akzo Nobel erfarit detta vid användandet av EVA, då en av dessa menar att mer välgrundade investeringsförslag läggs fram. Dock finns risken att suboptimala beslut tas, såsom att förkasta lönsamma investeringar eftersom kapitalkostnaden ökar. Vid koppling till bonus eftersträvas ett så högt EVA som möjligt, vilket chefer styrs av. Även ränteläget påverkar bonusen för cheferna, vid en sänkning minskas kapitalkostnaden och chefers bonus ökar, och vice versa. Det är positivt att EVA tar hänsyn till de makroekonomiska faktorer, exempelvis räntan. Dock med ett i förväg bestämt fast EVA-mål kan chefer antingen vinna eller förlora på detta, vilket är en kritik mot EVA som grund för belöning. Att målet nås kan bero på omständigheter som ligger bortom chefers kontroll.

Riceman, Cahan och Lal har istället undersökt EVA-kompensationsplaners inverkan på individnivå. Precis som i Wallace undersökning framkommer det att EVA har ett positivt inflytande, chefer med EVA-belöning presterar bättre än chefer vars bonus baseras på traditionella mätinstrument såsom budget. EVA tar hänsyn till fler aspekter än de traditionella

måtten, vilket kan vara anledning till att dessa företag presterar bättre. Exempel på en aspekt är att måttet är kopplat till investeringar, vilket i sin tur är viktigt för företags fortlevnad samt framtida lönsamhet. I undersökningen hade cheferna själva valt ifall de ville gå in i den nya EVA-kompensationsplanen eller fortsätta med det gamla systemet. Chefer med belöning kopplad till EVA presterade bättre och ett skäl som Riceman et al. konstaterar är att förståelsen för EVA är större då bonusplanen är självvald. I och med förståelsen åstadkommer EVA en positiv effekt i chefers agerande. Dock kan resultatet inte tolkas rakt av då de chefer som fortsatte med den gamla kompensationsplanen ändå hade en viss del av ersättning baserad på EVA. Vid införandet av EVA är det således mycket viktigt att det är enkelt att förstå kopplingen mellan prestation och EVA och att acceptera måttet för vad det är. Stern Stewart hävdar att det är ett enkelt mått. Att räkna ut måttet är dock komplicerat då justeringar ska göras vilket kan göra det svårförståeligt för många användare. Zadig påpekar i intervjun att den viktigaste faktorn för en lyckad implementering och användning av EVA är det ska vara så enkelt att förstå som möjligt.

Även Merchant och Van der Stede riktar kritik mot måttet, då de menar att EVA fokuserar på det förgångna och inte framtiden som Stern Stewart advocerar. Kritiker menar att EVA inte ger svar på framtida ekonomisk avkastning, utan bara är ett resultat av perioders summerade transaktioner. Annan kritik som förs är att i företag med organisk tillväxt eller äldre anläggningstillgångar kan nyinvesteringar skjutas upp av chefer för att de ska få en så hög bonus som möjligt. Användandet av bonusbanken talar dock emot att ett sådant spel skulle ske då detta skulle göra belöningen lägre för framtida perioder. Argument som tas upp i Jönssons avhandling är att användare menar att bonusbanken har flyttat tyngdpunkten från nuvarande period till att sträcka sig över en längre tidshorisont. Det kan då ifrågasättas hur långsiktigt EVA egentligen är som mått om bonusbanken inte hade varit en del av konceptet.

Paulo förkastar EVA både i en effektiv samt ineffektiv marknadshypotes. EVA bygger till viss del på CAPM, som i sin tur antar att den effektiva marknadshypotesen är sann. Därför menar Paulo att EVA inte kan användas på en ineffektiv marknad. Frågan att ta ställning till är därför om marknaden är effektiv eller inte. Många modeller och formler bygger på just antagandet om en effektiv marknad och även om varken dess effektivitet eller ineffektivitet går att bevisa anses teorin kring EMH kunna användas för att skapa förståelse för marknaden. Beta är en del av CAPM som visar på ett företags risk i förhållande till marknadsrisken. En av anledningarna till att Paulo förkastar CAPM är att han anser att beta inte korrelerar tillräckligt

väl med avkastningen. Ett otal undersökningar kring beta och förhållandet till avkastning har gjorts och resultaten av dessa är spridda. Det bör finnas en medvetenhet kring ekonomiska teoriers osäkerhet just för att dessa är teorier men många gånger kan de trots osäkerheten fungera som hjälpmedel för förståelse av marknaden.

### ***5.4 Sverigeperspektivet***

Under de drygt tio år som EVA har funnits i Sverige har måttet inte fått någon större genomslagskraft. Reward lanserade EVA i Sverige, vilket ledde till att ett antal företag implementerade måttet i sin verksamhet. Sedan dess har flertalet av dessa gått ifrån EVA. Dessutom har Reward avslutat samarbetet med Stern Stewart, då Lennart Zadig ansåg att EVA-konceptet blev alltför stort och dyrt för många svenska företag. Ännu en orsak till att samarbetet avslutades var den rådande situationen i Sverige då konjunkturen 2001 var på väg ner.

Det kan finnas flera anledningar till att EVA inte har blivit någon större succé i Sverige. EVA är en typ av RI-mått, vilka har förekommit i Sverige sedan länge. Tidigare har det funnits mått som i likhet med EVA tar hänsyn till kapitalkostnaden, exempelvis kalkylmässig vinst. Därför har EVA från dag ett haft konkurrerande mått och ett inte lika bra utgångsläge som i USA. Ytterligare en anledning till den uteblivna framgången är att Stern Stewart främst riktar sig till de större företagen och marknaden i Sverige är då inte så stor. Zadig menar dock att EVA-konceptet kan passa flera olika företag i skilda storlekar och med stor eller näst intill obefintlig kapitalbas. I och med att det idag inte finns något konsultföretag i Sverige som aktivt arbetar med EVA och dess koncept ihop med Stern Stewart är marknadsföringen av måttet minimal, vilket leder till att användningen inte är speciellt vidsträckt. Zadig menar också att missionerandet under hans tid inte var tillräckligt omfattande för att konceptet skulle spridas ordentligt och fortleva. Då måttet var som mest aktuellt i USA under 90-talet var också marknadsföringen större vilket skapade mycket uppmärksamhet. Idag är måttet inte lika i ropet och därför skapas inte heller nya positiva spiraler där word-of-mouth är en viktig del för spridningen. Därtill finns argumentation att EVA är för dyrt för svenska företag att använda. Grunden till att måttet är dyrt är att det är ett registrerat varumärke och att Stern Stewart tar ut höga konsultkostnader vid implementering. Stern Stewart har gjort en utmärkt marknadsföring av EVA och till följd av detta spridit sitt koncept. Detta trots att det inte är ett

nytt koncept utan ett varumärke som företaget har sålt in. Som divisionschefen på Orkla påstod kan företag nästintill själva konstruera ett liknande system och det är egentligen bara en liten resterande del som företaget behöver betala för. Detta stärks av Ittner och Larcker som menar på att konsultfirmors mått bara är modeflugor som de försöker sälja in. Lennart Zadig menar dock att när företag själva implementerar ett system av denna storlek är risken större att misslyckas. Ett annat skäl som Zadig framför är att det tar tid att införa ett styrsystem såsom EVA, då det måste finnas en förståelse för konceptet bland medarbetarna för att det ska ge resultat.

Förutom en förståelse för måttet anser Stern Stewart att den rörliga ersättningsdelen måste vara så pass stor att den motiverar medarbetarna fullt ut. I Sverige finns det ingen lång tradition av rörlig lönedel för utfört arbete. Även om det har blivit allt vanligare är den fasta delen av ersättningen förhållandevis stor jämfört med den rörliga. Även om USA har en så pass hög rörlig del är det dock inte tillräckligt enligt Stern Stewart, då de vill se en ännu större rörlig del. I Sverige är det då inte lätt för EVA att få stor genomslagskraft som mått för prestationsmätning. Stern Stewart menar att ett tak förhindrar EVA:s möjligheter att prestera optimalt. Ett antal skillnader finns mellan de båda länderna när det gäller affärskultur, normer och andra kulturella skillnader. Exempelvis är chefer i Sverige inte påverkade av aktiemarknaden i samma utsträckning som sina jämlingar i USA. Därför kan relevansen i ett mått som EVA, som ska vara korrelerat med aktiemarknaden, ifrågasättas. Samtidigt influeras affärssverige av amerikanska koncept och teorier och på så vis skulle landet kunna vara mottagligt för dess nymodigheter såsom EVA en gång var. EVA borde kanske vara aktuellt då utvecklingen, enligt Affärsvärlden, verkar gå i riktning mot att allt större prestationsersättningar betalas ut i svenska företag. Samtidigt kan det ifrågasättas hur mycket svenskar verkligen motiveras av monetära medel. I Sandells avhandling ges det av en divisionschef uttryck för denna tanke och Zadig ställer sig också frågande till i vilken grad svenskar verkligen motiveras av monetära ersättningar. En anledning till detta kan vara den samhällsnorm som finns i Sverige kring prestationsersättningar. Ett rättvisetänkande finns och på så vis är det svårt att ha en bonusbank som tillåter taklös prestationsersättning. Exempelvis har Vasallen infört bonustak som innebär en maximal utdelning på två månadslöner. Anledningen till detta kan vara rättvisenormen men samtidigt kan det bero på att företaget är ett statligt bolag där en taklös bonus är ännu mindre acceptabel. Dessutom är ersättning lite tabu att tala om i Sverige då det i vissa fall anses stötande att tjäna mycket pengar. Med en mindre rörlig del som chefen kan påverka minskar till viss del också risken för manipulation

av redovisningen. Samtidigt hävdar Stern Stewart att måttet har egenskapen att förhindra suboptimala beslut genom dess justeringar. Zadig menar att justeringarna som görs måste vara konsekventa från år till år för att uppnå en pålitlig beräkning som är begriplig för medarbetarna. Leif Rytter på Vasallen påstår att de valde EVA som styrsystem bland annat på grund av att det anses vara svårt att manipulera samt för att förbättra kapitalanvändningen genom att större vikt läggs vid balansräkningen. Fokus på balansräkningen har ökat i Sverige genom införandet av IFRS redovisningsstandards. I och med detta minskar betydelsen av att använda ett mått som EVA vilket konstateras av Håkan Bryngelson på Vasakronan AB. De valde att avsluta användandet av EVA just på grund av att IFRS standards gjorde att de uppfyllde målet med deras verksamhet utan att använda EVA. Samtidigt kan måttet möjligtvis användas fast utan justeringar. Då fokus har flyttats till balansräkningen är det passande att ha styrning samt prestationsersättningar baserad på mått som utgår från balansräkning, såsom EVA. Det riktas kritik mot EVA då det av vissa inte anses vara ett allomfattande mått. Andra mått tar hänsyn till mer kvalitativa faktorer, exempelvis kundnöjdhet och trivsel bland personal på företaget vilket är uppskattat av många. Vasallen har inte enbart EVA som grund för belöning utan de vill ta in mjuka faktorer också såsom kundnöjdhetsindex för att motivera medarbetarna till att även ta hänsyn till kunden. Detta säger emot Stern Stewarts påstående att EVA fungerar bäst som ensamt styrinstrument. Att koppla prestationsersättning till ett så pass finansiellt mått som EVA kan ge incitament att bara koncentrera sig på dessa aspekter i företagets värdeskapande. Skapas ett styrsystem enbart utifrån EVA leder det till en koncentration på enbart kvantitativa element. Hänsyn måste främst tas till aktieägarna, tycker Stern Stewart, men dock bör andra intressenters värden också iakttas. Ändå menar Zadig att det är en sund grundtanke att använda EVA då hänsyn tas till kapitalkostnaden. För att lönsamhet ska genereras i framtiden är det viktigt att se till nya investeringar och se dess möjligheter för företaget, samtidigt som kostnaderna inte får ta överhand på grund av överinvesteringar.



## 6. *SLUTDISKUSSION*

---

*I detta avslutande kapitel förs en slutdiskussion kring EVA och dess koppling till prestationsersättningar. Slutdiskussionen avses föras kring den tidigare uppställda problemformuleringen: hur väl fungerar EVA vid prestationsmätning som grund för belöning och hur ser måttets utsikter ut i svenska företag? Dessutom läggs förslag på vidare forskning fram.*

---

### **6.1 Avslutande diskussion**

För att kunna redogöra för frågorna i problemformuleringen underlättar det att dela upp formuleringen i två delfrågor. Den första delen handlar om hur EVA fungerar vid prestationsmätning som grund för belöning och för att måttet ska fungera i detta sammanhang ska det ge chefer incitament att agera i aktieägarnas intresse. När chefers och ägares intressen sammanfaller uppnås målkongruens vilket är målet med ett belöningssystem. Detta vill Stern Stewart uppnå genom ”*making managers into owners*”

Det problem som Stern Stewart fann och sedan försökte lösa resulterade i EVA-konceptet. De anser att EVA löser det presenterade problemet, detta främst genom maximerande av aktieägarvärde. Lösningen är intressant och på många sätt bra men som påvisats i analysen fungerar måttet inte alltid i praktiken såsom det i teorin varit tänkt. Stern Stewart framställer

EVA som något exceptionellt, ett mått utöver det vanliga och en lösning på alla problem i ett företags ekonomistyrning. De, som alla andra som vill sälja sina produkter, gör allt för att övertyga omvärlden om konceptets briljans. Som framgått i uppsatsen har de framgångsrikt lyckats med detta, speciellt på hemmamarknaden i USA. Många företag som anlitat Stern Stewart är nöjda med systemet och med sättet måttet kan användas som grund för prestationsmätning. Att använda EVA som prestationsmått till grund för belöning är en av huvuddelarna i EVA-konceptet och den del som i denna uppsats studeras. Målet med belöning är enligt Stern Stewart att få chefer att känna sig och agera som ägare. EVA ökar medvetenheten kring kapitalanvändning vilket får chefer att noga överväga hur kapitalet används och vilka investeringar som görs. Endast investeringar som ger positivt EVA och därmed ökar aktieägarvärdet kommer att genomföras. Om måttet används utan bonusbanken riskeras det långsiktiga inslaget att gå förlorat. Måttet i sig är inte mer långsiktigt än andra finansiella mått och kopplat till belöning riskerar långsiktigt lönsamma investeringar att utebli till förmån för ett kortsiktigt högt EVA.

Det som framkommit i uppsatsens analys är att EVA lägger alltför stor vikt på den finansiella aspekten. Andra viktiga infallsvinklar i ett företags framgång förbises, såsom hänsyn till mjukare värden. Stern Stewart svar på ett påstående likt detta skulle med största säkerhet, efter vad som utvunnits genom uppsatsarbetet, varit att skapandet av aktieägarvärde bidrar till att även andra positiva effekter sprider sig i företaget. De menar att tack vare ett ökat aktieägarvärde fås nöjda kunder och trivsel bland personalen och inga ytterligare mått än EVA skall därför behövas. Efter vad som framkommit av intervjuerna kan dock slutsatsen dras att det ser annorlunda ut i verkligheten frånskilt från Stern Stewarts förhoppning. EVA kan fungera som en bra grund i en verksamhets styrsystem men bör absolut kompletteras med andra mätinstrument för att passa just ett specifikt företag. Detta för in oss på problemformuleringens andra del som handlar om hur utsikterna för EVA ser ut i svenska företag.

Konceptet EVA:s framgångar i Sverige har inte varit i närheten av de i USA. En viktig detalj som tillsammans med andra faktorer ligger till grund för den uteblivna succén i Sverige är att varumärket inte marknadsförts i samma utsträckning som i USA. Vidare står den rörliga ersättningen för en stor del av total belöning i USA och på så vis har EVA som grund för belöning större inflytande medan andelen i Sverige är betydligt mindre. Detta är en mycket viktig skillnad länderna emellan och förklarar stora delar av den avsaknade svenska succén.

Samtidigt sker det i svenska företag en förändring kring hur stor del rörlig ersättning ska stå för då bonus och annan rörlig ersättning både ökar i relation till fast lön och blir allt vanligare. Dock dröjer det förmodligen länge innan nivån är i höjd med den i USA och kanske kommer den aldrig ta sig dit. Som prestationsmått kopplat till belöning måste måttet ha stort inflytande på total ersättning för att ge resultat och skapa ett högre aktieägarvärde. Detta kräver en hög rörlig lönedel och ur denna aspekt ser EVA-konceptet i dagsläget inte ut att ha en framtid i svenska bolag. Det är dessutom relativt dyrt att implementera EVA-konceptet då konsultarvoden tas ut under en ganska lång tidsperiod. Det är därför främst stora företag som har råd med dessa kostsamma arvoden. Eventuellt finns det i Sverige inte en marknad för EVA just av denna anledning då det i och för sig finns några riktigt stora företag som lyfter den svenska ekonomin men också många små och mellanstora företag som inte har råd med så höga konsultarvoden.

Stern Stewart anser att ett fullständigt EVA-system måste antas för att måttet ska få högsta möjliga effekt. Det statligt ägda bolaget Vasallen använder sig av EVA som prestationsmätning till grund för ett bonussystem samtidigt som andra mått kompletterar bonusberäkningen. De anser att belöningssystemet fungerar bra och att det till och med fungerar bättre efter att de kompletterande måtten tillförts. Det framgick även av intervjun med Lennart Zadig att det i de svenska företag han haft projekt med ofta såg snarlikt ut, nämligen att EVA kompletteras av andra mått. Vad som kan utvinnas av detta är svårt att säga då det i uppsatsen inte framgått hur det ser ut i amerikanska företag som använder sig av EVA. Om de följer Stern Stewarts linje helt ska inget annat än EVA användas men Reward, som arbetade under Stern Stewart, godkände till viss del komplement. Av detta kan slutsatsen dras att Stern Stewarts koncept såsom det formulerats i teorin inte går hem i svenska företag utan vissa korrigeringar.

Härmed kan slutsatsen dras att EVA är som andra finansiella prestationsmått, om just detta mått är bättre eller sämre är relativt. För att utnyttja måttet gäller det att acceptera måttet för vad det är och inse de begränsningar som trots allt existerar. Vad som gör EVA speciellt är det koncept måttet är en del av. Allting beror på omständigheter och faktorer runt måttet såsom implementering, användande, förståelse för måttet, storlek på företag, storlek på ersättningar, kultur och så vidare. Vad som är viktigt att komma ihåg är att om EVA ska ha en framtid i Sverige behöver någon ansvara för marknadsföring och implementering då konceptet säljs som ett varumärke. Detta är något som i dagsläget saknas. Det som är mest

avgörande för EVA:s framtid är införandet av IASB och FASB samt utvecklingen av dessa redovisningsstandards. Av de justeringar EVA-konceptet kan innebära är flera redan idag irrelevanta och därför känns konceptet daterat.

## ***6.2 Förslag till vidare forskning***

Under vårt arbete med denna uppsats har det framkommit flera intressanta sidospår som vi har fått begränsa oss ifrån på grund av uppsatsens syfte. Ett flertal förslag på framtida forskning har dykt upp. Intressant vidare forskning kan vara en studie grundad på mer empiriska undersökningar på företag vilka infört EVA. Detta för att se hur väl företagens verkliga användning av EVA överensstämmer med Stern Stewarts bild av hur konceptet ska fungera. En annan intressant infallsvinkel är att implementera EVA på ett företag som har ett annat styrsystem idag för att se vilka förändringar i organisationen EVA kan föra med sig. Detta kan göras på flera företag för att se ifall EVA:s funktion i olika branscher skiljer sig åt. En jämförelse mellan EVA:s tillämpningsmöjligheter i olika länder kan belysa vilka kulturella aspekter som EVA-konceptet bör anpassas till. Medarbetares syn på konceptets funktionalitet är en aspekt som i denna uppsats inte tas upp. Det vore dock av intresse att se hur personal på alla nivåer i företag uppfattar måttet. Vi har inriktat oss på EVA:s kompatibilitet med prestationsersättningar, dock har EVA andra användningsområden som skulle vara intressanta att studera och huruvida de fungerar i företag som infört EVA. I analysen framkom att det är bonusbanken som är det långsiktiga inslaget i EVA och därför skulle en studie kunna genomföras där andra mått kopplas till liknande system.

Vi har genom detta uppsatsarbete skapat oss en bra insikt i konceptet och dess användningsområde. Ämnesområdet är stort och många dörrar har öppnats som kan leda till framtida intressanta studier.

# 7. KÄLLFÖRTECKNING

---

## 7.1 Publicerade källor

### 7.1.1 Böcker

Anthony, Robert N. & Govindarajan Vijay; *Management Control Systems*, 12:e upplagan, McGraw-Hill Irwin 2007

Arnold, Glen; *Corporate Financial Management*, 3:e upplagan, Prentice Hall 2005

Arwidi, Olof & Samuelson, Lars A.; *Budgetering i industriföretagets styrsystem*, 1:a upplagan, Mekanförbundet 1991

Bryman, Alan & Bell, Emma; *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber 2003

Carlsson, Jörgen, Jonnergård, Karin & Nilsson, Sven-Arne; *Koncernredovisning*, Liber Ekonomi 2003

Ehrbar, Al; *EVA – The Real Key to Creating Wealth*, John Wiley & Sons, Inc. 1998

Hamberg, Mattias; *Strategic Financial Decisions*, Liber 2001

Holme, Idar Magne & Solvang, Bernt Krohn; *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 2:a upplagan, Studentlitteratur 1997

Jacobsen, Dag Ingvar; *Vad, hur och varför?*, Studentlitteratur 2002

Johansson, Sven-Erik & Samuelson, Lars A.; *Industriell kalkylering och redovisning*, 5:e upplagan, Nordstedts 1982

Jönsson, Peter W.; *Value-Based Management – Positioning of Claimed Merits and Analysis of Application*, Lund Business Press 2006

Kim, Kenneth A. & Nofsinger, John R.; *Corporate Governance*, 2:a upplagan, Pearson Prentice Hall 2007

Merchant, Kenneth A. & Van der Stede, Wim A.; *Management Control System – Performance Measurement, Evaluation and Incentives*, Prentice Hall 2003

Samuelson, Lars, red; *Controllerhandboken*, 7:e upplagan, Industrilitteratur 2001

Sandell, Niklas; *Redovisningsmått, påkopplade system och ekonomiska konsekvenser*, Lund Business Press 2006

Solomons, David; *Divisional Performance: Measurement and Control*, Financial Executives Research Foundation Inc. 1965

Stern, Joel, Shiely, John & Ross, Irwin; *The EVA Challenge*, John Wiley & Sons Inc. 2001

Young, David & O'Byrne, Stephen; *EVA and Value-Based Management*, McGraw-Hill 2001

### **7.1.2 Artiklar**

Anonym; "How EVA Exposes Non-performers", *New Zealand Management*, 2002, Vol 49, Iss 7, p. 24-30

Bernstein, Richard; "An Analysis of EVA", *Quantitative Viewpoint*, Merrill Lynch 1997

Bernstein, Richard; "An Analysis of EVA – Part II", *Quantitative Viewpoint*, Merrill Lynch 1998

Biddle, Gary, C., Bowen, Robert, M. & Wallace, James, S.; "Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations With Stock Returns and Firm Values", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, Vol 24, Iss 3, p. 301-336

Birchard, Bill; "Mastering the New Metrics", *CFO*, 1994, Vol 10, Iss 10, p. 31-36

Bromwich, Michael & Walker, M.; "Residual Income Past and Future", *Management Accounting Research*, 1998, Vol 9, Iss 4, p. 391-419

Chen, Shimin & Dodd, James L.; "Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure", *Journal of Managerial Issues*, 1997, Vol 9, Iss 3, p. 318-333

Clinton, Douglas, B. & Chen, Shimin; "Do New Performance Measures Measure Up?", *Management Accounting*, 1998, Vol 80, Iss 4, p. 38-43

Griffith, John M.; "The True Value of EVA", *Journal of Applied Finance*, 2004, Vol 14, Iss 2, p. 25-30

Hewitt Löneanalyser; "Rörlig lön gör börs-vd:n rik", *Affärsvärlden*, 3 maj 2007

Ittner, Christopher D. & Larcker, David F.; "Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications", *Journal of Management Accounting Research*, 1998, Vol. 10, p. 205-239

Palliam, Ralph; "Further Evidence on the Info Content of Economic Value Added", *Review of Accounting & Finance*, 2006, Vol 5, Iss 3, p. 204-215

Paulo, Stanley; "Operating Income, Residual Income and EVA: Which Metric Is More Value Relevant – A Comment", *Journal of Managerial Issues*, 2002, Vol 14, Iss 4, p. 500-506

Riceman, Stephen, S., Cahan, Steven, F. & Lal, Mohan; "Do Managers Perform Better Under EVA Bonus Schemes?", *European Accounting Review*, 2002, Vol 11, Iss 3, p. 537-572

Segelod, Esbjörn; "A Comparison of Managers' Perceptions of Short-termism in Sweden and the U.S.", *International Journal of Production Economics*, 1998, Vol 63, Iss 3, p. 243-254

Stewart III, Bennett, G.; "EVA: Fact and Fantasy", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, Vol 7, Iss 2, p.71-84

Wallace, James, S.; "Adopting Residual Income-Based Compensation Plans: Do You Get What You Pay For?", *Journal of Accounting and Economics*, 1997, Vol 24, Iss 3, p. 275-300

Wilke, Björn & Segelström, Oscar; "Ett lätt sätt att lära känna företagen", *Dagens Industri*, 15 maj 2007

Zimmerman, Jerold, L.; "EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1997, Vol 10, Iss 2, p. 98-109

### **7.1.3 Övriga publicerade källor**

Vasakronan årsredovisning 2006

Vasallen årsredovisning 2006

## ***7.2 Elektroniska källor***

CSjobb:

<http://csjobb.idg.se/karriar.nsf/All/EB72A6286486B463C1256BD4003163AD?OpenDocument&id=5> 2007-05-10

Linköpings universitet: [www.eki.liu.se/content/1/c4/43/48/ÖF%20FÖ1.ppt](http://www.eki.liu.se/content/1/c4/43/48/ÖF%20FÖ1.ppt) 2007-05-20

Reward Värdeutveckling AB: [www.reward.se/fordelar.html](http://www.reward.se/fordelar.html) 2007-04-15

Stern Stewart & Co: [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/042002.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/042002.pdf) 2007-05-09

Stern Stewart & Co: [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/052000.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/052000.pdf) 2007-05-09

Stern Stewart & Co: [www.sternstewart.com/content/evaluation/info/102002.pdf](http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/102002.pdf) 2007-05-09

Stern Stewart & Co: [www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/fourm.php) 2007-04-15

Stern Stewart & Co: [www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php](http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.php) 2007-04-15

## ***7.3 Intervjuer***

Håkan Bryngelson, VD Vasakronan AB

Leif Rytter, Ekonomi- och finansdirektör Vasallen AB

Lennart Zadig, VD Reward Värdeutveckling AB



# *BILAGOR*

## *Bilaga 1: Intervjuguide Lennart Zadig*

- Hur kom du i kontakt med Economic Value Added?
- Hur blev det Reward?
- Hur länge arbetade du sedan med EVA?
- Finns det någon annan som är ansvarig i Sverige idag?
- Ser du EVA som ett aktuellt mått idag?
- Varför tror du inte så många använder EVA i Sverige idag?
- Ser du EVA som ett bra mått för svenska företag?
- Tycker du att varianter till EVA är alternativa lösningar?
- Fungerar EVA även utan de justeringar Stern Stewart & Co. rekommenderar?
- Vilka problem ser du med EVA som grund för belöning?
- Hur fungerar EVA på olika nivåer inom ett företag när det används som grund för belöning?
- Hur skiljer sig svenska och amerikanska företags förutsättningar åt?
- Vilka faktorer är kritiska vid användandet av EVA som bonusgrundande?

## *Bilaga 2: Intervjuguide Leif Rytter*

- När började ni använda EVA?
- Använder ni EVA enbart som grund för belöning?
- Varför valde ni att börja använda EVA?
- Hur kom ni i kontakt med Reward Värdeutveckling AB?
- Anser ni att EVA inte är så lätt att manipulera?
- Hade ni bonus innan EVA implementerades?

- Var du med vid implementeringen?
- Hur lång tid tog implementeringen?
- Hur använder ni EVA som grund för belöning?
- Hur många stor andel är fast respektive rörlig lön?
- Använder ni enbart EVA som grund för belöning?
- Vad är anledningen till att ni inte enbart har EVA som grund för belöning?
- Hur stor andel står de övriga faktorerna för?
- Vilka får sin belöning grundad på EVA?
- Grundas olika avdelningars bonus på olika EVA-värden?
- Använder ni er av en bonusbank, och hur ser den i så fall ut?
- Har ni bonustak/bonusgolv?
- Har du sett några förändringar sedan implementeringen? Några förbättringar eller modifieringar?
- Ser du några förbättringar i verksamheten med de förändringarna?
- Vilka fördelar/nackdelar ser ni med EVA-systemet?
- Vilka fick delta i enkäten?
- Hur ser framtiden ut för EVA i Vasallen?
- Planerar ni några förändringar i systemet?
- Ser du någon faktor som leder till att förändringar kan bli aktuellt?
- Varför tror du att det inte är fler som använder EVA? Varför använder inte fler statliga bolag EVA?

### ***Bilaga 3: Intervjuguide Håkan Bryngelson***

- Vilka fördelar såg ni med EVA?
- Vilka var nackdelarna?
- Varför valde ni att sluta använda EVA?