

## - Förord -

Denna uppsats är en del av det magisterseminarium i redovisning som givits på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet under höstterminen 2001.

Vi vill rikta ett stort tack till våra handledare Carl R Hellberg och Jan E Persson. Ni gav oss inspiration, goda råd och uppmuntran under uppsatsen gång.

Vidare vill vi tacka samtliga intervjupersoner, Oskar, Thomas G, Fredrik, Karina, Erik, Thomas W, Peter, Gunnar, Lennart och Anders. Utan ert engagemang och positiva bemötande hade vi ej kunnat genomföra vår studie.

Vi vill tacka Färs & Frosta Sparbank i Lund och Kävlinge för vänligt bemötande och tillhandahållandet av högtalartelefon och lokaler. Vi önskar även visa vår tacksamhet till våra föräldrar, vilka varit ett stort stöd och ständigt uppmuntrat oss. Sist men inte minst vill vi ge bibliotekspersonalen på Ekomicentrum och Universitetsbiblioteket en stor kram för bra råd och hjälpsam inställning.

Tack för er hjälp!

Lund, januari 2002

Cecilia Dorselius

Ulrika Fäldt

Josefin Permsjö

Maria Petersson

# Innehållsförteckning

<b><u>1</u></b>	<b><u>INLEDNING.....</u></b>	<b><u>5</u></b>
1.1	BAKGRUND.....	5
1.2	PROBLEMDISKUSSION.....	7
1.3	SYFTE .....	8
1.4	AVGRÄNSNINGAR.....	8
1.5	UPPSATSENS DISPOSITION .....	9
<b><u>2</u></b>	<b><u>METOD.....</u></b>	<b><u>10</u></b>
2.1	INLEDNING .....	10
2.2	MÅLGRUPP.....	11
2.3	TEORINS ANVÄNDNING .....	11
2.4	FÖRBEREDELSEFAS.....	11
2.4.1	VAL AV ÄMNE .....	11
2.4.2	ANGREPPSSÄTT .....	12
2.4.3	VAL AV TEORI .....	13
2.4.4	VAL AV FÖRETAG .....	14
2.4.5	DATAINSAMLINGSMETOD.....	14
2.4.6	VAL AV FÖRHÅLLNINGSSÄTT .....	15
2.4.7	EXPERTINTERVJUER .....	15
2.5	UTREDNINGSFASEN.....	16
2.5.1	INTERVJUER .....	16
2.5.2	SAMMANSTÄLLNING AV INTERVJUERNA .....	18
2.5.3	LITTERATUR.....	18
2.5.4	KÄLLHÄNVISNINGAR .....	18
2.6	ANALYSFASEN.....	19
2.6.1	UTFORMNING AV GUIDEN.....	19
<b><u>3</u></b>	<b><u>VÄRDEBASERAD STYRNING .....</u></b>	<b><u>21</u></b>
3.1	DEFINITIONER.....	21
3.1.1	VÄRDESKAPANDE OCH KAPITALFÖRSTÖRING.....	21
3.1.2	AKTIEÄGARVÄRDE.....	22
3.1.3	VAD ÄR VÄRDEBASERAD STYRNING? .....	22
3.2	UTVECKLING AV VÄRDEBASERAD STYRNING .....	24
3.3	TILLÄMPNING AV VÄRDEBASERAD STYRNING .....	28
3.3.1	AMBITION & MÅL.....	29

3.3.2	STYRNING AV VERKSAMHETEN .....	30
3.3.3	ORGANISATIONENS UTFORMNING .....	31
3.3.3.1	<i>Kulturförändring</i> .....	33
3.3.4	VÄRDEDRIVARE.....	35
3.3.4.1	<i>Tillväxt</i> .....	36
3.3.4.2	<i>Avkastning</i> .....	36
3.3.4.3	<i>Risk</i> .....	37
3.3.5	FÖRETAGETS OCH INDIVIDENS PRESTATIONSSTYRNING.....	37
<b>3.4</b>	<b>STYRMODELLER FÖR VÄRDEBASERAD STYRNING .....</b>	<b>39</b>
3.4.1	CVA .....	41
3.4.1.1	<i>Vad är CVA?</i> .....	41
3.4.1.2	<i>Hur beräknas CVA?</i> .....	42
3.4.1.3	<i>Effekter</i> .....	43
3.4.2	EVA <sup>®</sup> .....	44
3.4.3	CFROI.....	45
<b>3.5</b>	<b>FÖR- OCH NACKDELAR MED VÄRDEBASERAD STYRNING.....</b>	<b>46</b>
<b>4</b>	<b><u>VÄRDEBASERAD STYRNING I SCA OCH VATTENFALL .....</u></b>	<b>49</b>
<b>4.1</b>	<b>SCA.....</b>	<b>49</b>
4.1.1	FÖRETAGSBESKRIVNING .....	49
4.1.2	VARFÖR VÄRDEBASERAD STYRNING I SCA?.....	50
4.1.3	IMPLEMENTERING AV VÄRDEBASERAD STYRNING.....	51
4.1.4	ANVÄNDNING AV VÄRDEBASERAD STYRNING.....	53
4.1.4.1	<i>Avkastningskrav</i> .....	53
4.1.4.2	<i>Bonussystem</i> .....	53
4.1.4.3	<i>Värdedrivare</i> .....	54
4.1.4.4	<i>Sätta upp mål</i> .....	54
4.1.4.5	<i>Uppföljning</i> .....	54
4.1.5	FÖR- OCH NACKDELAR MED VÄRDEBASERAD STYRNING.....	55
4.1.6	VÄRDEBASERAD STYRNING I FRAMTIDEN.....	56
<b>4.2</b>	<b>VATTENFALL.....</b>	<b>57</b>
4.2.1	FÖRETAGSBESKRIVNING .....	57
4.2.2	VARFÖR VÄRDEBASERAD STYRNING I VATTENFALL?.....	57
4.2.3	IMPLEMENTERING AV VÄRDEBASERAD STYRNING.....	58
4.2.4	PLANERAD ANVÄNDNING AV VÄRDEBASERAD STYRNING .....	59
<b>5</b>	<b><u>GUIDE FÖR VÄRDEBASERAD STYRNING.....</u></b>	<b>60</b>
<b>5.1</b>	<b>REFLEKTIONER KRING VÄRDEBASERAD STYRNING .....</b>	<b>60</b>
<b>5.2</b>	<b>GUIDE FÖR VÄRDEBASERAD STYRNING.....</b>	<b>62</b>
5.2.1	FÖRMEDLA VÄRDESKAPANDE .....	62

5.2.2	VÄLJ STYRMODELL .....	63
5.2.3	IDENTIFIERA VÄRDEDRIVARE .....	65
5.2.4	SKAPA FÖRÄNDRINGSTEAM.....	65
5.2.5	UTBILDA MEDARBETARE.....	66
5.2.6	UTFORMA BELÖNINGSSYSTEM .....	68
5.2.7	FOKUSERA PÅ INVESTERINGSBESLUT.....	69
5.2.8	FÖLJ UPP MÅL & BESLUT.....	70
5.2.9	UTVÄRDERA VÄRDEBASERAD STYRNING .....	71
5.2.10	SAMMANFATTANDE MODELL .....	72

**6 SLUTSATSER..... 73**

**7 KÄLLFÖRTECKNING..... 76**

7.1	PUBLICERADE KÄLLOR.....	76
7.2	FÖRETAGSINTERNA KÄLLOR.....	77
7.3	MUNTliga KÄLLOR.....	78
7.4	ELEKTRONISKA KÄLLOR.....	78

**BILAGA 1 Intervjuformulär – Expertintervju**

**BILAGA 2 Intervjuformulär – Expertintervju**

**BILAGA 3 Intervjuformulär – Expertintervju**

**BILAGA 4 Intervjuformulär – SCA**

**BILAGA 5 Intervjuformulär – SCA**

**BILAGA 6 Intervjuformulär – Vattenfall**

# 1 Inledning

*I vårt inledande kapitel ges först en redogörelse för framväxten av värdebaserad styrning och värderingsmodeller. Därefter följer vår problemdiskussion som resulterar i syftet. Avslutningsvis redogör vi för de avgränsningar som har gjorts samt visar en disposition över uppsatsens upplägg.*

## 1.1 Bakgrund

Under de senaste 20 åren har det skett en förändring av maktbalansen i näringslivet. Nu dominerar stora globala institutioner, såsom aktiefonder och pensionsfonder. Dessa globala institutioner har oftast inga makt- eller ägarambitioner utan fokus ligger på att maximera värdet i portföljen. Denna utveckling tvingar företagsledare och styrelser att alltmer fokusera på att bygga upp värden. Detta eftersom det institutionella kapitalet är lättroligt och flyttas om avkastningskravet inte uppnås.<sup>1</sup>

Vi understödjer ovanstående resonemang men är av åsikten att det inte riktigt är så enkelt. Visst fokuserar företag idag på att skapa värden. Däremot är det inte enbart förändringen av maktbalansen i näringslivet som har satt aktieägarvärdet i fokus. Det förekommer ett antal påtryckningar från olika aktörer på marknaden. Dessutom finns det en vilja att skapa värde inom en organisation för att effektivisera verksamheten.

För att kunna fokusera på värdeskapande krävs nya effektivare verktyg för intern styrning, eftersom den traditionella redovisningen inte är tillräcklig. För att kunna vara konkurrenskraftig fordras att företag stimulerar lönsam tillväxt samt metoder för att kunna mäta värdeskapandet. De traditionella lönsamhetstalen måste kompletteras med mått på företagets värdeökning.

De senaste åren har det vuxit fram ett överflöd av nya styrningsfilosofier såsom exempelvis Total Quality Management (TQM), Just-in-Time (JiT), Activity Based Costing (ABC) och Balanced Scorecard (BSC). Många av dessa filosofier har

---

<sup>1</sup> Fakta om företaget Anelda och dess grundare, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

lyckats, men en del av dem har inte uppnått önskade effekter. Detta beroende på oklara prestationsmål och att de ej är tillräckligt sammankopplade med det ultimata målet för att skapa värde.

Värdebaserad styrning (VBM)<sup>2</sup> är tänkt att övervinna detta problem. VBM är en samling grundbegrepp som utvecklats främst som svar på de redovisningsbaserade måttens brister. Värdebaserad styrning är således en styrmodell som syftar till att få samtliga anställda att fokusera på att skapa värde för aktieägarna.<sup>3</sup> Det finns ett antal värdebaserade modeller som samtliga har som grundidé att aktieägarvärde skapas när avkastningen överstiger kapitalkostnaden. Konceptet användes redan på 20-talet av General Motors, men fick på 50-talet benämningen residualinkomst av General Electric.<sup>4</sup>

Denna utveckling har lett till att ett stort antal konsultbyråer har utvecklat nya modeller, vilka ska förbättra värdeskapandet i företaget. Modellernas användbarhet och resultat diskuteras intensivt i media. Det var New York-firman Stern Stewart & Co som var först med att lansera en modell som skulle styra företagsledningen att ta beslut som höjer aktiekursen. Denna modell är EVA (Economic Value Added) och den används idag i ett flertal länder. I Skandinavien representeras Stern Stewart & Co av Reward Värdeutveckling. Det finns ett flertal utmanare. Konsultföretagen McKinsey och Boston Consulting Group har utvecklat liknande modeller.<sup>5</sup> EVA-modellen har fått stor spridning bland börsföretagen i synnerhet i USA, men även i Europa och bland flertalet svenska företag<sup>6</sup>. HOLT marknadsför CFROI (Cash Flow Return On Investment), vilket är en modell som baseras på kassaflöden. Den svenska CVA (Cash Value Added) utarbetades av Fredrik Weissenrieder och Erik Ottoson i början av 90-talet. CVA tillämpas numera inom bl.a. Svenska Cellulosa AB (SCA) och marknadsförs av konsultföretaget Anelda AB.

Den kritiska frågan är vad som skapar värde i ett företag. Modellerna har lite olika svar även om likheterna dem emellan är påtagliga. Utgångspunkten för merparten av modellerna är teorierna om DCF (Discounted Cash Flow). Ett företags värde är lika med nuvärdet av företagets framtida kassaflöde.

---

<sup>2</sup> Vi kommer fortsättningsvis i uppsatsen att tillämpa båda begreppen "VBM" (Value Based Management) och "värdebaserad styrning".

<sup>3</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 96.

<sup>4</sup> Solomons, David., *Divisional Performance: Measurement and Control* (1965), s. 63.

<sup>5</sup> Kempe, Gunilla, "I aktieägarens intresse", *Finansstidningen*, 27 november, 1997.

<sup>6</sup> "Ranking: Ericsson i topp, Stora i botten", *Affärsvärlden*, 18 november, 1998.

## 1.2 Problemdiskussion

Ekonomistyrning i det enskilda företaget är dels bestämd på egen tradition samt den utveckling som sker i samhället. Värdebaserad styrning tillämpas i allt större utsträckning. Detta innebär större fokus på investeringar som påverkar den framtida utvecklingen. Denna sorts styrning ger också kontinuerligt signaler om hur lönsamheten utvecklas.<sup>7</sup>

Tanken bakom värdebaserad styrning är egentligen enkel<sup>8</sup>. Ett företags värde bestäms av dess diskonterade framtida kassaflöden. Värde skapas bara om investeringens avkastning överstiger kapitalkostnaden. Värdebaserad styrning ska användas för att genomföra både större strategiska investeringar och vardagliga operationella beslut. Värdebaserad styrning bör försäkra att dessa investeringar skapar värde. Vad är då egentligen nytt i detta? Företagens huvudmål och det viktigaste måttet på framgång har alltid varit någon form av värdetillväxt. Har inte företagen alltid strävat efter att genomföra investeringar som är lönsamma? Det kanske är så att själva begreppet värdebaserad styrning endast är nytt som begrepp? Enligt Erik Ottosson har det inte funnits någon princip för hur värdebaserad styrning bör utformas. Begreppet kan uppfattas som ”flummigt” och klara riktlinjer behöver utformas.<sup>9</sup> Vi anser därför att det kan finnas ett behov av en guide för hur företag ska gå tillväga vid implementeringen och användningen av värdebaserad styrning.

Harvard Business Review har tillsammans med Boston Consulting Group genomfört en omfattande undersökning avseende värdebaserad styrning. Enligt undersökningen har hela femtio procent av de företag som infört värdebaserad styrning endast erhållit mediokra resultat. En del av dem har övergett VBM p.g.a. missnöje tre till fem år efter implementeringen och övergått till sina tidigare värderingsmått.<sup>10</sup> Implementeringen är ofta avgörande för resultatet av värdebaserad styrning och för den fortsatta användningen av de olika styrmodellerna. Hur bör implementeringen gå till? Hur ska den fortsatta användningen utformas? Hur kan företaget undvika fallgropar?

Värdebaserad styrning skiljer sig avsevärt från den traditionella redovisningen. Redovisningens roll måste enligt Weissenrieder och Ottosson begränsas till att tillgodose långivares och skattemyndigheters behov. Redovisningen bör heller inte påverka den interna styrningen av företagen så som är fallet i dag. Det har

---

<sup>7</sup> Ny styrform ökar värdet, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>8</sup> Koller, Timothy, ”What is Value-Based Management?”, *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>9</sup> Telefonintervju, Ottosson, Erik, Anelda AB, 26 november, 2001.

<sup>10</sup> Haspeslagh, Philippe, et al. ”It’s not just about the numbers”, *Harvard Business Review*, 1 juli, 2001.

vuxit fram ett erkännande att de traditionella redovisningsmått inte är tillräckliga för styrning och att korrelationen med aktiekursen inte är tillräckligt stark. Varför har då företag börjat uppmärksamma just värdeskapande?

Vilka effekter kan värdebaserad styrning få för företaget? Hur kan företagsledarna styra sin verksamhet på ett mer effektivt sätt med hjälp av ett värdebaserat synsätt? Måste kulturella förändringar ske inom organisationen? Hur bör belöningsystem utformas för att motivera de anställda att sträva mot värdeskapande?

### 1.3 Syfte

Syftet är att beskriva och analysera värdebaserad styrning utifrån teori och empiri. Analysen utmynnar i en guide för implementering och användning av värdebaserad styrning.

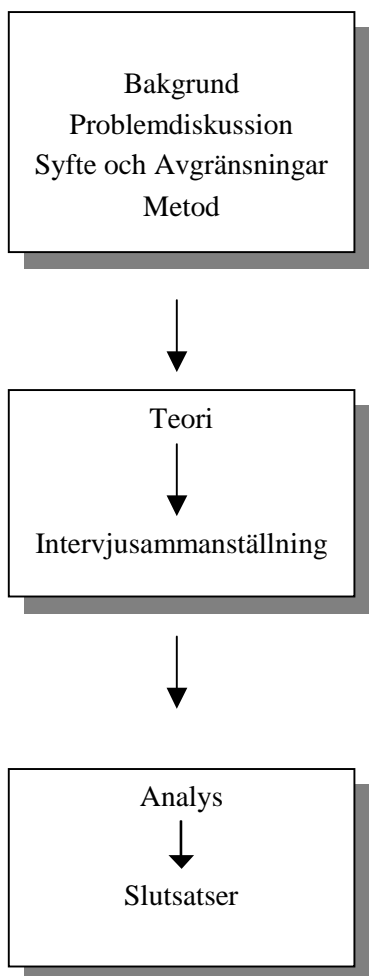
### 1.4 Avgränsningar

Vi har valt att fördjupa vår studie av värdebaserad styrning på företag som använder sig av CVA som styrmodell. Kassaflydesbaserade värderingsmodeller såsom CVA har blivit alltmer betydelsefulla för företagets styrning.

Vi inriktar oss på de interna effekterna avseende värdebaserad styrning. Ett företags uttalande till marknaden om en tillämpning av värdebaserad styrning är essentiell. Möjligtvis hade guidens inriktning och utformning blivit annorlunda om beaktande tagits till dessa externa effekter. Vi valde dock att inte ta hänsyn till detta p.g.a. att kontakter med olika analytiker misslyckades.



## 1.5 Uppsatsens disposition



*Under uppsatsens första del behandlas inledningsvis bakgrunden till ämnet. Vi redogör även för de frågeställningar som vi finner relevanta i en problemdiskussion, vilken utmynnar i vårt syfte. Därefter följer de avgränsningar som vi har valt att göra. I metodkapitlet avhandlas vår arbetsgång samt de metodologiska val vi har gjort.*

*I denna del beskrivs först de teorier vi har valt att använda för att skapa en förståelse för värdebaserad styrning samt de värderingsmodeller som används. I intervjusammanställningen redogörs för SCA:s och Vattenfalls erfarenheter och åsikter inom ämnet värdebaserad styrning.*

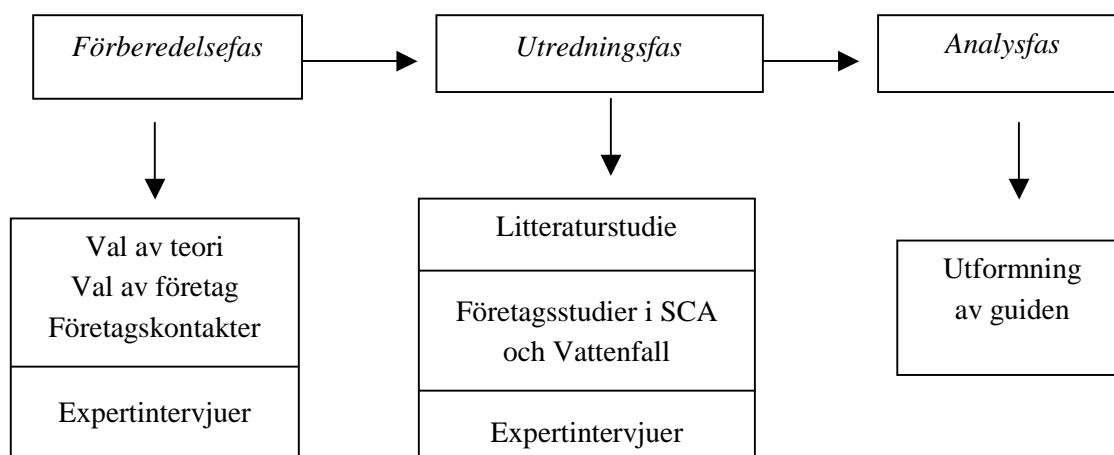
*I denna sista del i uppsatsen redogör vi för den guide som vi har utformat utifrån teorin, intervjupersonerna samt våra åsikter. Våra rekommendationer enligt guiden summeras sedan i våra slutsatser.*

## 2 Metod

I detta kapitel redogörs för valet av metodologisk ansats samt hur arbetsgången har varit. Inledningsvis klargörs valen av teoretiska utgångspunkter samt det förhållningssätt som valdes att arbeta efter under förberedelsefasen. Därefter följer en genomgång av använd litteratur och intervjumaterial som användes under utredningsfasen, vilken även granskas källkritiskt. Vidare redogör vi för metoden angående intervjusammanställningen som ligger till grund för analysen. Avslutningsvis följer en beskrivning för vår metod avseende utformningen av guiden.

### 2.1 Inledning

Vår avsikt med metodavsnittet är att ge en avspegling av den arbetsgång vi har haft under arbetet med uppsatsen. För att läsaren ska få denna överskådlighet av metodavsnittet har vi valt att dela in det i tre olika faser, förberedelse-, utrednings- och analysfasen. Under förberedelsefasen gjordes först ett ämnesval, vilket i sin tur präglade valet av den litteratur som vi valde att sätta oss in i. I samband med inläsandet av teorin togs de första kontakterna med företagen. Det bestämdes även huruvida vi skulle arbeta kvalitativt eller kvantitativt. Därefter gjordes expertintervjuer, vilka gav en djupare insikt i ämnet samt viktig träning i intervjuteknik. Utredningsfasen kommer att präglas framförallt av de djupintervjuer som genomfördes på SCA, intervjun på Vattenfall samt expertintervjuerna. Analysfasen baseras på teori, intervjumaterial och egna reflektioner.



## 2.2 Målgrupp

Vår uppsats riktar sig främst till företag som överväger att implementera värdebaserad styrning. Vi anser att dessa företag kan ha stor användningen av denna uppsats i sitt förändringsarbete.

Vi skriver vår magisteruppsats inom området redovisning och vi riktar oss således även till studenter inom detta område.

Då vi är medvetna om att kunskapen hos dessa två målgrupper är stor, har vi inte ingående beskrivit alla termer som används i uppsatsen. Endast de termer presenteras, vilka har varit av vikt för att kunna svara på uppsatsens problemdiskussion och syfte.

## 2.3 Teorins användning

Teorin har använts kontinuerligt under hela uppsatsskrivandet. Inledningsvis användes den för att skapa en överblick över problemområdet, värdebaserad styrning samt värderingsmodeller. Vidare låg den till grund för de intervjufrågor som utformades. Vi anpassade även vår insamling av teori under uppsatsarbetets gång, då vi upptäckte luckor i vår kunskap. Vid vår analys arbetade vi parallellt med teorin och empirin för att kunna jämföra forskning med verklighet.

## 2.4 Förberedelsefas

### 2.4.1 Val av ämne

Vi har liknande akademisk bakgrund och intresse för redovisningsfrågor. Då vi är fyra studenter som samtliga inom kort ska börja arbeta inom revision ansåg vi att det var intressant att studera ekonomistyrning som inte baseras på traditionell redovisning. Vi ville se vilka effekter sådan ekonomistyrning kan få i företagen. Det är viktigt för oss blivande revisorer att kunna se företaget ur ett annat perspektiv än det redovisningsmässiga.

I inledningsskedet sökte vi på Internet för att finna lämpliga förslag till uppsatsämnen. Vi fann ett stipendieprogram, vilket föreslog en utredning om olika värdebegrepps användning i praktiken. Vi studerade värdebegreppen EVA, CVA samt CFROI noggrant. Vi kom i kontakt med Fredrik Weissenrieder, som

tillsammans med Erik Ottosson utvecklat CVA. Weissenrieder påtalade vikten av värdeskapandet i ett företag, vilket underlättas av värdebaserad styrning. Efter samtal med våra handledare valde vi att inrikta oss på att studera värdebaserad styrning. Vidare blev vi speciellt intresserade av CVA då detta är en kassaflödesbaserad styrmodell. Dessutom påverkades detta ämnesval av att SCA har tillämpat CVA i ett antal år, vilket gav oss möjligheten att upptäcka de effekter som denna styrning kan ge. Vi anser att eftersom CVA är ett relativt nytt styrmått kommer vi att tillföra mer med vår studie jämfört med om vi hade studerat ett av de mer vedertagna.

Efter kontakt med Vattenfall, som för tillfället arbetar med att implementera VBM och CVA i organisationen, föddes idén om att utforma en guide för hur företag bör implementera och använda sig av värdebaserad styrning. Undersökningar visar att flertalet företag inte nått önskat resultat med VBM p.g.a. felaktig eller ofullständig implementering. Stor andel av de företag som implementerar värdebaserad styrning uppnår dessutom inte de effekter de eftersträvar. Idag kan urskiljas ett ökat intresse för VBM och de värdebaserade styrmodeller som finns på marknaden. Vi anser därför att det finns ett behov av en guide för att företag ska få ökade chanser att få ett lyckat resultat.

## 2.4.2 Angreppssätt

När man ska genomföra en studie, ställs man på ett tidigt stadium inför beslutet vilket angreppssätt man skall arbeta utifrån. Väljs ett induktivt arbetsförfarande utgår författarna ifrån empirin, medan en deduktiv arbetsgång utgår ifrån teorin. Vi har emellertid valt att arbeta abduktivt.<sup>11</sup>

Abduktion är en metod som lämpar sig väl vid fallstudiebaserade undersökningar.<sup>12</sup> Metoden innebär att ett enskilt fall tolkas med ett hypotetiskt övergripande mönster. Uppsatsens enskilda fall är SCA, medan genomgången teori representerar det hypotetiska mönstret. Under uppsatsens gång utvecklades empirin och teorin successivt. Abduktion innebär således en växelverkan mellan teori och empiri, där dessa konfronteras med varandra vid ett eller flera tillfällen för att undvika att undersökaren får en felaktig uppfattning. Detta har ökat vår förståelse för sambanden däremellan, vilket är en av fördelarna med att arbeta abduktivt.

---

<sup>11</sup> Alvesson, Mats & Sköldberg, Kaj, *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod* (1994), s. 42.

<sup>12</sup> Ibid.

### 2.4.3 Val av teori

För att uppnå hög kvalitet på vår uppsats, ville vi göra en grundlig genomgång av befintlig litteratur. De teoretiska studierna har legat till grund för insamlandet av primärdata. Vi lyckades på så sätt få en djupare insikt i ämnet, vilket ledde till att de intervjufrågor vi utformade fick en tydlig teoriansknytning. Vidare har det inneburit att vi bättre har kunnat förstå och sammanställa materialet från fallstudien.

Vi inledde med att studera teorin rörande värdebegreppet CVA. Vi valde att börja med att fördjupa oss i material skrivet av Weissenrieder och Ottosson. Deras working papers och artiklar ökade förståelsen för CVA. Weissenrieder rekommenderade oss att läsa Landelius och Treffners ”Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken” för att få en god uppfattning om begreppet värdebaserad styrning. ”Valuation: Measuring and managing the value of companies” skriven av Copeland et al. gav oss inblick i värdering ur olika synvinklar. Vi studerade även Stern Stewart & Co:s publikationer. Ett stort antal artiklar rörande värdebaserad styrning lästes noggrant. Denna inläsning av teorin gav oss en god grund inför våra fortsatta litteraturstudier. Vi har i vårt teoriavsnitt strävat efter att belysa viktiga aspekter samt framhålla olika åsikter. Vi har även i detta avsnitt försökt visa hur vi förhåller oss till teorin.

För att finna lämpligt teoretiskt material började vi med att söka i diverse databaser. Lunds Universitetsbiblioteks databas Lovisa har varit till stor hjälp vid sökning av facklitteratur. Vi har även använt databasen Lolita för att erhålla litteratur från andra bibliotek. Kompletterande och dagsaktuellt material har vi funnit i tidningsdatabaser såsom Affärsdata och ELIN. Vi har dessutom kunnat hämta flertalet intressanta artiklar direkt från Internet.

Vi är medvetna om att det krävs ett källkritiskt förhållningssätt till en stor del av vår teori. Vi har haft svårt för att finna olika ställningstaganden angående CVA och värdebaserad styrning, då den största delen av teorin är positiv till begreppen och dess tillämpning. Detta på grund av att vi tagit del av litteratur skriven av grundare till styrmåtten. Vi har fått den övervägande delen av teorin rörande CVA från företaget Anelda. Även Stern Stewarts & Co:s publikationer kräver ett medvetet förhållningssätt. Vi har kontinuerligt under arbetets gång även studerat andra uppsatser för att undvika att behandla ett redan väl genomarbetat ämne samt för att få vägledning vid valet av litteratur.

#### 2.4.4 Val av företag

Under förberedelsefasen fann vi att SCA har arbetat mycket med värdebaserad styrning under de senaste sex åren. SCA har implementerat CVA i verksamheten och har således sett effekterna av denna användning. Vattenfall kommer att implementera värdebaserad styrning och CVA år 2002. Vi ansåg att Vattenfall skulle kunna bidra med information om hur företag resonerar vid val av styrningsmetod och varför valet föll på värdebaserad styrning. De berörda personerna på Vattenfall har nyligen arbetat intensivt med dessa frågor. På detta vis kunde vi erhålla information både från ett företag i början av implementeringsfasen samt från ett företag som kan se effekterna av implementeringen.

Vi tog på ett tidigt stadium kontakt med SCA och Vattenfall. Vi hänvisades till Chief Business Analyst Peter Nyquist inom SCA. Peter Nyquist arbetade med implementeringen och utvecklingen av värdebaserad styrning samt CVA inom SCA. Vi önskade intervjua personer på olika nivåer inom företaget och fick av våra intervjupersoner rekommendationer om vilka personer vi kunde kontakta.

#### 2.4.5 Datainsamlingsmetod

Vår ambition med uppsatsen var att utforma en guide för implementering och användning av värdebaserad styrning. Detta föranleder vanligtvis att man gör en kvalitativ bearbetning av det empiriska materialet. Då man arbetar kvalitativt arbetar man oftast med ett textmaterial baserat på någon sorts interaktion med uppsatsen relevanta personer. De möjligheter till interaktion som finns till förfogande vid genomförandet av datainsamlingen är djupintervjuer, observationer eller protokollanalyser.<sup>13</sup> Vi valde att göra djupintervjuer, eftersom detta skulle ge störst inblick i den värdebaserade styrningen. Genomförandet av djupgående intervjuer är ett mindre formaliserat tillvägagångssätt, vilket lämpar sig väl då ambitionen är att förstå det undersökta.

Datamängden som samlas in vid ett kvalitativt arbetssätt har en tendens att bli omfattande vid sammanställningen. Detta ställde krav på vår förmåga att urskilja relevant och irrelevant material. Detta anser vi att vi har lyckats bra med, då vi efter varje intervju tog oss tid att diskutera igenom varje intervjupersons svar under vår intervju, för att bedöma dess relevans för vår uppsats.

---

<sup>13</sup> Svenning, Conny, *Metodboken* (1999), s. 80.

## 2.4.6 Val av förhållningssätt

Vi har arbetat utifrån ett aktörssynsätt. Detta innebär att vi inte endast ser till det yttre beteendet, utan även försöker utröna vad den intervjuade personen tänker och hur han/hon upplever saker.<sup>14</sup> Parallellt går även att dra till att arbeta kvalitativt med empirin då aktörssynsättet grundar sig på att få en förståelse för det undersökta. För att kunna förstå en aktörs handlingar är det viktigt att man först förstår de skilda verklighetsbilder olika aktörer har.

Insikten om att det krävdes ett stort engagemang<sup>15</sup> från vår sida, var inget som avskräckte oss. Vi var även medvetna om risken att förlora helhetssynen,<sup>16</sup> eftersom vi hela tiden skulle komma att fokusera på aktörer. Denna medvetenhet kom att prägla vårt arbetssätt framförallt under utredningsfasen. Under insamlandet av intervjumaterialet, försökte vi hela tiden knyta an till den analys, vilken vi skulle göra längre fram.

## 2.4.7 Expertintervjuer

För att komplettera teorin inom värdebaserad styrning samt EVA och CVA genomfördes expertintervjuer. Kontakt togs därför med Fredrik Weissenrieder samt Erik Ottosson vid Anelda AB för att få mer information om CVA och värdebaserad styrning. Den inledande intervjun med Fredrik Weissenrieder resulterade i att vår förståelse för värde och CVA ökade betydligt.

För att få information om EVA intervjuade vi Lennart Zadig vid Reward Värdeutveckling AB. Reward Värdeutveckling är Stern Stewart & Co:s filial i Sverige, vilken ansvarar för lanseringen av EVA.

---

<sup>14</sup> Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn, *Företagekonomisk metodlära* (1994), s. 28.

<sup>15</sup> Andersson, Sten, *Positivism kontra hermeneutik* (1979), s. 76 f.

<sup>16</sup> I enlighet med den stencil som Thomas Danborg delade ut vid Metodföreläsningen, 21 mars, 2000.

## 2.5 Utredningsfasen

### 2.5.1 Intervjuer

Intervjusammanställningen baseras på telefonintervjuer med personer på olika befattningar på SCA samt Vattenfall. När man använder sig av intervjuer finns det en del svårigheter att övervinna. För att på ett bättre sätt kunna hantera problemen, satte vi oss väl in i ämnet genom att läsa olika metodböcker av bl.a. Patel (1994) och Eriksson (1997).

Vi inledde med att genomföra expertintervjuer inom CVA, EVA samt värdebaserad styrning. Detta gjordes för att komplettera teoridelen samt för att träna upp intervjutekniken. För att uppnå god reliabilitet, d.v.s. att undersökningen genomförs på ett tillförlitligt sätt, krävs att intervjuaren är tränad. Validitet innebär att mäta det man avser att mäta.<sup>17</sup> Denna säkerställdes genom användning av intervjuformulär, vilka anpassades efter intervjupersonerna. Vi ställde även kontinuerligt lämpliga följdfrågor för att få en djupare insikt. Genom att jämföra utfallet av intervjuerna med utfallet på en enkät hade vi ytterligare kunnat öka validiteten i uppsatsen. Före samtliga intervjuer var vi väl inlästa på litteratur inom området för att ha en bra grund att stå på.

Ett par dagar före varje intervju skickade vi ett personligt e-mail till intervjupersonerna, vilket innehöll en sammanfattning över vad vi planerade att diskutera.<sup>18</sup> Vi klargjorde även vårt syfte och vår problemformulering.

Under intervjun utgick vi ifrån ett antal på förhand förberedda frågor, vilka den person som ledde intervjun hade som utgångspunkt. Vi följde dock inte frågorna exakt utan strävade efter att få en dialog med intervjupersonen. De tre övriga uppsatsmedlemmarna förde anteckningar samt fyllde vid behov i med kompletterande frågor och säkerställde att intervjuaren inte missade några frågor. Enligt Patel bör man beakta intervjuens standardisering.<sup>19</sup> Vid våra intervjuer dominerade relativt hög standardisering, där intervjuaren utgick från intervjuformuläret. Frågorna ställdes dock i den ordning som var lämplig och eventuella följdfrågor formulerades fritt av den person som höll i intervjun. Vi försökte undvika att ställa ledande frågor samtidigt som vi försäkrade oss om att intervjupersonen förstod de frågor som ställdes.

---

<sup>17</sup> Davidsson, Bo & Patel, Runa, *Forskningsmetodikens grunder* (1994), s. 17.

<sup>18</sup> Se bilaga 1-6.

<sup>19</sup> Davidsson, Bo & Patel, Runa, *Forskningsmetodikens grunder* (1994), s. 61.



Under intervjuerna växte vi i våra roller och förmågan att få fram önskad information ökade. Det går dock aldrig att komma undan problemet med att den information som vi erhöll vid intervjuerna på SCA är något färgad. Detta ansåg vi utgöra en stor risk för att en felaktig bild av ämnet skulle skapas. Urvalet av intervjupersoner påverkades av vilka personer vi blev rekommenderade att kontakta. Vi var dock medvetna om detta och försökte få en så objektiv bild som möjligt. Vi anser att intervjupersonerna inte försökte framhålla VBM och CVA utan bidrog med både positiva och negativa aspekter. Genom rekommendationerna fick vi snabbt och lätt kontakt med personer inom SCA som är insatta i VBM. Samtliga har även ställts inför de frågor som vi önskade få besvarade.

Eftersom det är sex år sedan VBM implementerades i SCA, ansåg vi att tidsaspekten kunde vara ett problem. Detta gör att viss information rörande förberedelser och implementering gick förlorad. Vattenfall hade ännu inte implementerat VBM och CVA fullt ut i verksamheten. Detta innebär att vi inte kunde se effekterna i företaget. Vi ansåg dock att det var intressant att få veta vilka förhoppningar och mål Vattenfall har med implementeringen samt varför företaget valt att införa det nya styrningssystemet.

Kritik kan riktas mot att endast telefonintervjuer ligger till grund för det empiriska materialet. Av praktiska skäl fanns det ingen möjlighet till personliga intervjuer, då intervjupersonerna fanns på kontor i Stockholm och i Tyskland. Vi anser dock att telefonintervjuer med högtalartelefon kan vara ett utmärkt val om intervjupersonerna befinner sig på annan ort. Avsaknaden av den personliga kontakten med intervjupersoner kan innebära bortfall av värdefull information, då gester och minspel inte kan registreras. En fördel med telefonintervjuer kan dock vara att intervjupersonen känner sig mer öppen och otvungen, eftersom en intervjuare lätt kan hämma eller påverka utvecklingen av samtalet.

Intervjuerna varierade i tidsomfånget 30-60 minuter. Under de kortare intervjuerna gavs det mer precisa svar på våra frågor, medan det under de längre oftast fördes en djupare diskussion. Vi anser dock att även de kortare intervjuerna bidrog med värdefull information.

## 2.5.2 Sammanställning av intervjuerna

När intervjuerna var klara, hade vi ett stort antal sidor med intervjuanteckningar. Vi sammanfattade och integrerade intervjuanteckningarna och strukturerade sedan upp materialet efter intervjuformuläret. Utifrån intervjumaterialet sammanställdes sedan SCA:s och Vattenfalls åsikter var för sig avseende värdebaserad styrning samt CVA. För att få en lättläst och lättförståelig text, beslutade vi oss för att skriva åsikterna sammanhängande och inte i detalj återberätta vad var och en sade. Specifika åsikter citerades dock utan hänvisning till personer, då vi inte vill "hänga ut" personerna.

## 2.5.3 Litteratur

Vi har aktivt granskat relevansen och tillförlitligheten i böckerna. Litteraturen har behandlats med objektivitet. Den litteratur som vi refererar till i uppsatsen har till största delen skrivits under 1990-talet. Det innebär att datan i hög grad uppfyller det samtidskrav som innebär att den insamlade informationen ska vara aktuell. Tendenskritik används för att fastställa huruvida det finns egenintresse i lämnade uppgifter. Det förekommer egenintresse i stor utsträckning rörande den största delen av teorin om CVA. Weissenrieder och Ottosson, som vi refererar till i CVA-avsnittet, har tillsammans utvecklat begreppet. De har arbetat praktiskt med sin modell på konsultbasis och givetvis vill de sälja in idén. De två är också positivt inställda till värdebaserad styrning, då detta är starkt sammanlänkat med CVA. Avseende detta avsnitt kan det föreligga viss tendenskritik. Vi anser dock inte att det påverkar uppsatsen på något negativt sätt. Det kan även föreligga viss beroendekritik, då intervjupersonerna inom företagen kan ha påverkats av varandra. Vi anser dock att intervjupersonernas svar och åsikter varierade till ganska stor grad. Vi fick också uppfattningen att intervjupersonerna gav uppriktiga svar utan att framhålla varken VBM eller CVA.

## 2.5.4 Källhänvisningar

För att hänvisa till källor finns det främst två vedertagna tekniker, Harvard- och Oxfordsystemet<sup>20</sup>. Vi har valt det senare systemet, enligt vilket man med hjälp av fotnoter anger källan.

---

<sup>20</sup> Pettersson, Gertrud, *Att skriva rapporter* (1997), s. 17.

När fotnoten står *efter* punkt hänvisar den till hela stycket eller till den text som står efter senast angivna fotnot i samma stycke. Står fotnoten *före* punkten hänvisar den endast till den aktuella meningen.

Förkortningar som används i fotnoterna har följande innebörd:

Ibid.	på samma ställe som föregående hänvisning
f.	följande sida
ff.	följande sidor

## 2.6 Analysfasen

### 2.6.1 Utformning av guiden

Inför analysfasen stod vi inför valet hur det insamlade materialet skulle tolkas och analyseras. Det material som har insamlats till detta arbete har varit av kvalitativ karaktär, vilket föranleddes av att vi ville förstå det undersökta projektet. Den s.k. Grounded-theory-metoden innebär att man, för att få en fullständig kartläggning av den undersökta företeelsen, det s.k. begreppet, systematiskt försöker kategorisera och systematisera insamlat material.<sup>21</sup>

Under arbetets gång har vi fått stor förståelse för värdebaserad styrning och CVA, vilket har medfört att vi har kunnat se samband mellan olika orsaker och verkan. Vi fick egna åsikter och synpunkter om hur dessa samband kan behandlas. Våra uppfattningar kom att påverka våra slutsatser i guiden i stor utsträckning.

Vi använde SCA som fallföretag för att få inblick i hur värdebaserad styrning ser ut i praktiken. Vi önskade få en uppfattning om vad som sker i företaget och hur medarbetare påverkas. De effekter som enligt teorin ska uppnås lyckas inte alltid, då det inte alltid är möjligt att genomföra det i praktiken. Vi kunde med hjälp av intervjuerna på SCA och Vattenfall identifiera problem som inte påtalas i teorin. Vi fick idéer om hur dessa problem kan övervinnas genom att kombinera våra teoretiska kunskaper med SCA:s erfarenheter.

Guidens utformning baseras på en implementering samt användning av värdebaserad styrning med styrmodellen CVA. Vi valde att utforma guiden med denna modell som styrverktyg. SCA använder sig av CVA, vilket påverkar intervjustavaren i stor utsträckning.

Vi valde att utarbeta ett antal rekommendationer i guiden för företag att beakta vid implementering och användning av värdebaserad styrning. Utifrån dessa rekommendationer har vi sedan strävat efter att ge ett mer kritiskt och ifrågasättande förhållningssätt till våra råd. Vi utvecklade en modell innehållande guidens nio steg. Detta för att ge en sammanfattande och lättöverskådlig bild av vad som bör beaktas vid en implementering och användning av värdebaserad styrning.

---

<sup>21</sup> Eneroth, Bo, *Hur mäter man vackert?* (1987), s. 144.

## 3 Värdebaserad styrning

*Kapitlet inleds med vad vi anser vara viktiga definitioner för uppsatsens förståelse. Därefter följer en redogörelse av den historiska utvecklingen av värdebaserad styrning. Vidare följer avsnittet som handlar om tillämpningen av värdebaserad styrning. Här behandlas faktorer såsom företagens ambitioner, organisation, belöningsystem och värdedrivare som påverkar resultatet av värdebaserad styrning. Därpå följer en beskrivning av de styrmodeller som kan användas för att skapa värde. Avslutningsvis följer en skildring av tänkbara för- och nackdelar avseende värdebaserad styrning.*

### 3.1 Definitioner

Nedan följer definitioner av begreppen värdeskapande, kapitalförstöring, aktieägarvärde och värdebaserad styrning, vilka vi finner vara viktiga att klargöra.

#### 3.1.1 Värdeskapande och kapitalförstöring

*Värdeskapande* uppkommer då ett företags avkastning på det investerade kapitalet är större än det avkastningskrav som långivare och aktieägare ställer, alltså när det ger överavkastning. Ett företags värde drivs av dess förmåga att generera ett långsiktigt kassaflöde. Detta långsiktiga kassaflöde drivs i sin tur av en långsiktig tillväxt och av den avkastning som företaget tjänar på det investerade kapitalet i relation till kapitalkostnaden. Motsatsen till värdeskapande är *kapitalförstöring*, vilket anger när ett företags avkastning är lägre än avkastningskravet.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> ”Ranking: Ericsson i topp, Stora i botten”, *Affärsvärlden*, 18 november, 1998.

### 3.1.2 Aktieägarvärde

En definition av begreppet *aktieägarvärde* är det arbete som genomförs för att maximera aktieägarens långsiktiga avkastning, d.v.s. värdeskapandet. En mer precis definition skulle vara rörelsetillgångarna minus låneskulderna vilket är en förenkling av följande formulering: nuvärdet av verksamhetens framtida kassaflöden diskonterat med företagets vägda kapitalkostnad, minus värdet på dess låneskulder.<sup>23</sup>

### 3.1.3 Vad är värdebaserad styrning?

Värdebaserad styrning är en metod för ekonomistyrning som sätter skapandet av aktieägarvärde i centrum av företagsfilosofin. Värdebaserad styrning utgörs av en samling principer som ska vägleda chefer att mäta prestationen, allokera resurser samt sätta finansiella mål utifrån den grundläggande förutsättningen att aktieägarvärde skapas när avkastningen överstiger investerarens kapitalkostnad. VBM kan enligt dess förespråkare ses som en lins genom vilken man bättre och lättare kan uppmärksamma var och hur värde skapas i företaget.<sup>24</sup> Vi stödjer detta resonemang, men anser att VBM inte är fullkomligt. Det har riktats kritik mot denna fokusering kring aktieägarna. Brodin, et al. menar att fokuseringen på finansiella värden är överdriven. Enligt en undersökning gjord av nämnda författare finns det oro för denna styrning, då det anses föreligga en risk för att ledningars kortsiktighet ökar och att deras verksamhetsförståelse försvagas.<sup>25</sup>

Att sträva efter värdebaserad styrning fullt ut innebär att företagets översiktliga ambition, analytiska tekniker och styrningsprocesser sammanlänkas för att fokusera på ett beslutsfattande baserat på de huvudsakliga värdedrivarna<sup>26</sup>. Detta kan tyckas utgöra en svår uppgift för företaget. Förespråkare menar att detta kan uppnås genom förändring av beteendet och tänkandet i företaget på ett sätt så att de anställda tänker och handlar som om de vore ägare. För att knyta samman de anställdas prestation med aktieägarnas avkastning, krävs att företaget utvecklar ett mått med fokusering på kapitalmarknaden samt ett fungerande belöningsystem.<sup>27</sup> Värdebaserade mått fokuserar på finansiella prestationer och aktieägare. Måtten kombinerar tre essentiella finansiella karaktäristiker i en organisation. Den första

---

<sup>23</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 23 f.

<sup>24</sup> Gressle, Mark, "Value-based management enhances shareholder value in the new economy", *Directorship*, Januari 2001.

<sup>25</sup> Brodin, Bengt, et al., *Koncernchefen och ägarna* (2000), s. 5.

<sup>26</sup> Koller, Timothy, "What is value-based management?", *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>27</sup> Martin, John, et al., "Value based management", *Baylor Business Review*, Spring/Summer 2001.

är det kassaflöde som genereras i en organisation, det andra är det investerade kapital som krävs för kassaflödet och det tredje är kapitalkostnaden för investeringen.

Enligt Landelius och Treffner kan värdebaserad styrning beskrivas utifrån en process som anger aktievärdets samband mellan kund och aktieägare.<sup>28</sup>



Källa: Landelius, A., et al., *Aktieägarvärdet visar sambandet mellan kund och aktieägare* (1998), s. 70

*Värdeskapandet* är den process, som nämnts tidigare, för att uppnå en avkastning som överstiger investerarens kapitalkostnad. Denna överavkastning kan finansiera nya investeringar inom organisationen eller delas ut till aktieägarna. Processen som leder till värdeskapande i företaget är beroende av värdedrivarna.

*Värdebevarande* innebär att företaget bör försäkra sig om att värdet som skapas inte förstörs eller förloras. Detta kan åstadkommas genom att exempelvis införa ledningsstrukturer på alla nivåer, rätt resursfördelning samt system för hantering av likvida tillgångar.

*Värderealisering* innebär att investerare erhåller utdelning samt värdestegring av innehavda aktier. Den externa kommunikationen med marknaden är en viktig faktor. Det räcker nämligen inte att företaget internt skapar värde utan värdeskapandet måste även förmedlas till marknaden. Det krävs att en relevant och tillförlitlig information görs tillgänglig för intressenterna. Detta leder till att marknadsvärdet avspeglar företagets verkliga värde.<sup>29</sup>

Det kan konstateras att det krävs ett stort engagemang och en stor kunskap hos företagsledningen och alla berörda medarbetare för att nå aktieägaren. Vi anser att den sista delen av processen, värderealisering är till stor del avgörande för utfallet av värdebaserad styrning.

<sup>28</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 68 ff.

<sup>29</sup> Ibid.

## 3.2 Utveckling av värdebaserad styrning

Vi vill nedan redogöra för olika drivkrafter bakom utvecklingen av värdebaserad styrning för att belysa vad som har förändrats under de senaste årtiondena.

En snabb utveckling och förändring av företagsklimatet har lett till ökad fokusering på aktieägarvärdet och värdebaserad styrning. Företag måste i sin strävan efter att skapa aktieägarvärde försöka finna nya vägar för att förbättra prestationen samt sätt att mäta denna. Idag går det inte att endast fokusera på aktiekursen, vinsten samt utdelningen.<sup>30</sup> Vad har då lett till denna förändring? Främst är det följande tre faktorer som har inverkan: ökningen och spridningen av det privata kapitalet, globaliseringen av marknaderna samt den revolution som informationssamhället innebär.<sup>31</sup>

Copeland, et al. menar att det ökade antalet av aktieägare i de flesta utvecklingsländer också har medfört att alltfler ledare och befattningshavare fokuserar på värdeskapande som det viktigaste måttet för företagets prestationer. Bevis ser ut att tala för att fokus på aktieägarvärde är bra inte bara för själva aktieägarna, utan också för ekonomin och andra intressenter.<sup>32</sup>

Enligt Rappaport finns det ytterligare anledningar till att värdebaserad styrning har börjat uppmärksammas. En anledning är ökad medvetenheten om hot om uppköp från någon aktör som upptäcker undervärderade tillgångar. Det har även förekommit imponerande kraftansträngningar från företagsledare som har anammat tankesättet om värdeskapande. De traditionella redovisningsmått såsom EPS (Earnings Per Share) och ROI (Return On Investment) anses inte av företagsledningar längre vara tillförlitliga. Vidare har media de senaste åren fokuserat alltmer på rapportering av aktieägarvärde och andra prestationsmått. Det har också vuxit fram ett erkännande angående företagsledares långsiktiga kompensationer som behöver en starkare förankring till att skapa aktieägarvärde.<sup>33</sup> Vi kan alltså konstatera att företagsledningen med andra ord tvingats börja tänka som aktieägarna för att skydda företagets överlevnad.

Vi menar att det finns viss risk för att ovanstående resonemang leder till kortsiktigt handlande. Det finns en uppfattning om att finansmarknadernas logik

---

<sup>30</sup> Gressle, Mark, "Value-based management enhances shareholder value in the new economy", *Directorship*, Januari 2001.

<sup>31</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 19.

<sup>32</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 15.

<sup>33</sup> Rappaport, Alfred, *Creating Shareholder Value* (1986), s. 3.



bidrar till ett kortsiktigt beteende. Koncernchefer är utsatta för kontinuerliga värderingar och avger numera kortperiodisk rapportering, vilket spelar en central roll på de finansiella marknaderna. Det finns ekonomiska incitament som talar för fokusering på korta tidshorisonter.<sup>34</sup>

Vi anser att aktieägarstyrning bör ifrågasättas. Aktieägarstyrning t.ex. i form av värdebaserad styrning är bra, men exempelvis menar Brodin et al att det har gått för långt. De anser att fokuseringen på snabbt synbara värden och värdeskapande har blivit för omfattande.

Går det verkligen att styra endast med målsättningen att tillfredsställa aktieägarna? Företag bör inte ses som en inrättning för att tillfredsställa ägarna, utan även för att bidra till den totala välfärden för människorna i samhället. Företagen existerar även för produkterna och arbetsinsatserna.<sup>35</sup>

Att skapa aktieägarvärde anses av många teoretiker som en fundamental förutsättning för dagens framgångsrika börsnoterade företag. Enligt Landelius och Treffner ska jakten på nytt kapital ses som en konkurrenssituation mellan företag. Vinsten av nytt kapital kan leda till högre värdeskapande. Det företag som skapar värde kommer lättare att attrahera nytt kapital. Detta leder i sin tur till möjligheter att genomföra förvärv, vilket även innefattar uppköp av konkurrenter som inte skapar lika mycket värde.<sup>36</sup> Copeland, et al. menar att det finns två anledningar till varför företag bör sträva efter att skapa värde. För det första dominerar redan aktieägarnas påverkan ledningens agenda i de flesta utvecklingsländer. För det andra tycks aktieägarfokuserade ekonomier skapa mer värde än andra ekonomiska system. Denna fokus på aktieägarna inträder inte på övriga intressenters bekostnad.<sup>37</sup>

Som tidigare har nämnts ses den traditionella redovisningen som bristfällig av många. Den uppfyller inte de krav som ställs för att uppnå den mest effektiva kapitalallokeringen, vilket påverkar värdeskapandet i företaget.<sup>38</sup> Den fortsatta utvecklingen kommer att kräva att ett framgångsrikt företag både måste ha uthålligt högre avkastning på kapitalet och högre tillväxttakt än de närmaste konkurrenterna. Detta måste ske i kombination med fokusering på risker som förekommer vid sådan avkastning och tillväxttakt.<sup>39</sup>

---

<sup>34</sup> Brodin, Bengt, *Koncernchefen och ägarna* (2000), s.65 f.

<sup>35</sup> *Ibid.* s.2.

<sup>36</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 18.

<sup>37</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 3 f.

<sup>38</sup> *Fakta om företaget Anelda och dess grundare*, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>39</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 36.

En investerare sätter inte fokus på de historiskt redovisade resultaten utan värdesätter företagets framtida avkastningsmöjligheter. Investerarna frångår alltmer den traditionella redovisade vinsten vid bedömning av ett företag. De metoder som istället används är baserade på risk, tillväxtförväntningar och kassaflöde i relation till investerat kapital. En av anledningarna till denna trend kan dels bero på svårigheten att jämföra olika länders vinstmått beroende på olika redovisningsregleringar.<sup>40</sup>

Vidare fångar de redovisningsmässiga vinstbegreppen inte upp den snabba tekniska progressen i form av nya investeringar och satsning på FoU. Brister som ofta nämns i samband med måttet ROCE (Return on capital employed) är att redovisad vinst inte nödvändigtvis reflekterar aktieägarvärdet. Fokusering på historiska och nutida resultat istället för framtida anses ge en felaktig bild. Det är dessutom förvirrande att beslut i företagen ofta baseras på beräkningar av framtida kassaflöde trots att man granskas på basis av redovisad vinst.<sup>41</sup>

Det första erkännandet angående värdebaserad styrning kom i mitten på 1980-talet. Rappaport förslog då sju olika värdedrivare för värdebaserad styrning. Teorin säger att förbättringar för någon av dessa sju leder direkt till ett ökat värde för aktieägarna.<sup>42</sup> Man kan dock inte jämföra värdebaserad styrning idag med den som användes under 1980- och 90-talen. Under denna period kritiserades VBM för att vara toppstyrt och alltför finansiellt inriktat. Intresset för värdebaserad styrning varade endast en kort period då företagsledningarna inte såg de resultat som de förväntat sig.<sup>43</sup>

Under senare år har värdebaserad styrning utvecklats avsevärt. VBM har snabbt blivit standard inom beslutsfattandet samt ett rapporteringsramverk i företag runt om i Europa enligt en undersökning gjord av KPMG<sup>44</sup>. Värdebaserad styrning har blivit ett nytt ekonomistyrningssystem.

Användningen av värdebaserad styrning varierar runt om i Europa, men det kan urskiljas en stor ökning i användandet på senare år. 75 % av de största företagen i Tyskland, Irland, Schweiz och Österrike använder sig av VBM. 65% i Storbritannien, hälften i Frankrike, 40 % i Italien samt en tredjedel i Norge och Sverige har också anammat värdebaserad styrning. Det är främst företag inom IT- och telekombranschen som använder VBM följt av tillverkningsindustrin och den

---

<sup>40</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 41 ff.

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> "Value-based management in practice", *Management Accounting*, februari 2000.

<sup>43</sup> Koller, Timothy, "What is value-based management?", *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>44</sup> KPMG, "Companies not implementing value-based management", *Management Accounting*, April 1999.

finansiella sektorn.<sup>45</sup> Det kan alltså konstateras att värdebaserad styrning blivit ett mycket populärt begrepp inom de stora företagen i Europa.

Historiskt sett har dock inte alla förstärkningar av ägarperspektivet varit gynnsamma i ett industriellt och dynamiskt perspektiv. Vi har funnit undersökningar som visar att den stora tillväxt som företag uppvisade under 1800-talets slut och 1900-talets början i USA och Tyskland till stor del kan tillskrivas det förhållande att ledningen av företaget professionaliserades. Framgångarna för svenska företag, vars företagsledning utformades efter den klassiska efterkrigsmodellen med en stark VD-position i relation till styrelsen och ägarna, talar också för att en stärkt ägarrationalitet inte alltid är självklart gynnsamt för företagets utveckling<sup>46</sup>. Vi anser dock att man i detta sammanhang bör beakta förhållandena i företagets omvärld, som har förändrats i stor utsträckning under senare år. Aktieägarna kan idag i större utsträckning påverka företaget, vilket innebär att företaget måste ta större hänsyn till dessa.

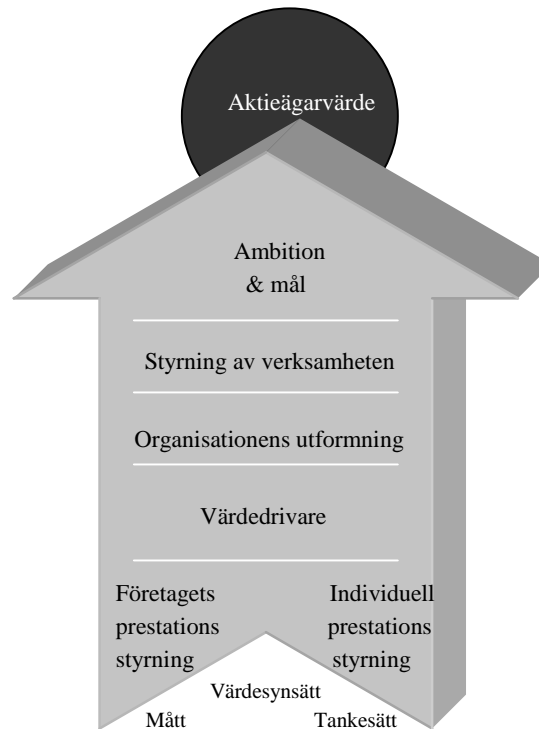
---

<sup>45</sup> KPMG, "Companies not implementing value-based management", *Management Accounting*, April 1999.

<sup>46</sup> Brodin, Bengt, *Koncernchefen och ägarna* (2000), s.12.

### 3.3 Tillämpning av värdebaserad styrning

I detta avsnitt klargör vi för hur teorin förespråkar hur företag bör implementera samt använda sig av värdebaserad styrning. Vi kommer i denna framställning i stor utsträckning använda oss av en modell utarbetad av Copeland, et al. Vi anser att modellen på ett bra och överskådligt sätt belyser de viktigaste faktorerna för att uppnå värdeskapande.



Källa: Copeland, Tom, et al., *Exhibit 6.1 Areas of Activity for Making Value Happen* (2000), s. 91.

För att bygga upp en grund för värdebaserad styrning i ett företag krävs att organisationen genomsyras av ett värdebaserat synsätt. Detta synsätt har två dimensioner – *värde*mått och ett *värdeskapande tanke*sätt<sup>47</sup>.

Värde

<sup>47</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 90.

kortsiktiga mål. Företag behöver också icke-finansiella mål såsom kundtillfredsställelse, produktinnovation och de anställdas tillfredsställelse. Dessa mål ska inte betraktas som motstridiga och konkurrerande till de värdebaserade målsättningarna. Istället ska dessa ses som ett komplement.<sup>48</sup>

Det värdeskapande tankesättet avser tankesättet hos ledningen, vilket innebär att ansvariga inom företaget verkligen försöker att skapa så mycket aktieägarvärde som möjligt. Det innebär också synsättet att betrakta styrningen för aktieägarvärde som en livsstil och inte bara som ett kortsiktigt projekt. Det bör förankras ett värdeskapande tankesätt hos ledningen för att försäkra sig om att etablera en medvetenhet om vilka variabler som maximerar värde.<sup>49</sup> Vi anser att detta är en av grundstenarna för värdeskapande. Det är en grundförutsättning att det värdeskapande tankesättet finns hos företagsledningen för att sedan kunna förankras inom hela organisationen.

Utöver värdemått och ett värdebaserat synsätt finns det enligt modellen sex olika delområden som måste beaktas för att skapa värde i en organisation. Nedan följer en genomgång av *ambition & mål*, *styrning av verksamheten*, *organisationens utformning*, *värdedrivare* samt *företagets och individens prestationsstyrning*.

### 3.3.1 Ambition & mål

Ett företag som planerar att använda värdebaserad styrning måste utveckla en strävan som kombinerar två dimensioner. Det måste finnas ett inspirerat uttalande om företagets avsikt. Företaget måste proklamera en klar och tydlig ståndpunkt för aktieägarvärde<sup>50</sup>. En form av *raison d'être*<sup>51</sup> som hela organisationen kan identifiera sig med, som sedan också kan komma i uttryck i den dagliga styrningen. Det är av yttersta vikt att toppledningen förstår och stödjer implementeringen av värdebaserad styrning. Inte förrän värdebaserad styrning används på en daglig basis längst ner i organisationen kan det uppnå dess fulla påverkan som en hjälp för att uppnå långsiktig maximering av värdeskapande<sup>52</sup>. Ett effektivt värdeskapande som genomsyrar hela företaget kräver sammanlänkande av den finansiella planeringen och den operationella verksamheten.<sup>53</sup>

---

<sup>48</sup> Koller, Timothy, "What is value-based management?", *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>49</sup> Ibid.

<sup>50</sup> Haspeslagh, Philippe, et al., "It's not just about the numbers?", *Harvard Business Review*, 1 juli, 2001.

<sup>51</sup> *raison d'être* = existensberättigande

<sup>52</sup> Koller, Timothy, "What is value-based management?", *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>53</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 80 f.

Den andra dimensionen innebär att fastställa värderelaterade kvantitativa mål. Dessa ska sättas utifrån den finansiella marknadens förväntningar och också relaterat till branschen som företaget verkar i.<sup>54</sup> Under strategiformuleringen bör långsiktiga interna och externa värdeskapande mål preciseras<sup>55</sup>.

### 3.3.2 Styrning av verksamheten

Denna del innebär att företagets portfölj av olika verksamheter måste vara förenlig med företagets strävan i stort. Företaget måste nyttja dess strategiska fördelar, kontinuerligt söka efter förbättrade möjligheter och att styra mot tillväxt.<sup>56</sup> För att uppnå ett framgångsrikt värdeskapande är det viktigt att företagets samlade strategi och mål går i samma riktning. Genom att integrera värdeskapande i formuleringen och utvecklingen av strategin, kommer strategin också bli effektiv.<sup>57</sup>

För att få en samlad maximal avkastning bör företagsledningen fördela innehavda resurser, personella och finansiella, i linje med strategin. Genom att integrera aktieägarvärde som standard vid implementeringen av planer för resursallokeringen, kommer både moderbolaget och de enskilda divisionerna att arbeta i enlighet med varandra.<sup>58</sup>

För att styra verksamheten och bestämma ett företags värdeskapande- eller förstöring är första steget att analysera dess historiska prestationer. Detta är en förutsättning för att kunna utveckla och uppskatta framtida prestationer. De historiska analyserna bör fokuseras på värdedrivare, vilka i huvudsak bestämmer den gemensamma utgångspunkten för ett företags värdeskapande. Ökad förståelse för företagets värde och aktiekurs erhålls vid intagandet av historisk information om varje värdedrivare.<sup>59</sup> En djupare genomgång av värdedrivare görs i avsnitt 3.3.4.

Genom en extern analys med hjälp av årsredovisningar, prospekt, mäklaranalyser, branschanalyser, kan en jämförelse göras med företagsledningens interna analys. Resultatet visar hur väl företagsledningen kommunicerar med marknaden och

---

<sup>54</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 92.

<sup>55</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 75 ff,

<sup>56</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 93.

<sup>57</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 76.

<sup>58</sup> Ibid. s. 80 f.

<sup>59</sup> Ibid.

vilket förtroende som föreligger däremellan. Detta bedömer vi i stor utsträckning påverkar företagets värderealisering, vilket i sin tur resulterar i förändringen av aktieägarvärdet. Aktieägarvärde handlar slutligen om att försäkra sig om att de externa kraven också är gällande i den interna verksamheten. Dessutom att man har en insikt om att de strategier som implementeras internt kommer att påverka marknadens bedömning av företaget.<sup>60</sup>

Vid uppskattning av framtida prestationer är det av stor vikt att ta fasta på de viktiga värdedrivarnas tillväxt och avkastning på investerat kapital. Hur ska företaget kunna säkerställa detta? Copeland, et al. anser att det krävs en detaljerad prognos för det närmaste året följt av en sammanfattande och mer övergripande prognos ur ett långsiktigt perspektiv. Därefter måste företagets framtida prestationer utredas. Detta innebär att ett strategiskt perspektiv för både branschen och för företagets konkurrensfördelar måste utarbetas. Detta ska sedan omvandlas till en finansiell prognos relaterat till resultaträkningen, balansräkningen, kassaflödet och de viktigaste värdedrivarna. Samtidigt anser vi att hela denna process inte får bli alltför omfattande. Risker kan då bli att det kostar mer än det smakar.

En högkvalitativ uppskattning av ett fortsatt värdeskapande är essentiellt för all värdering. Detta eftersom ett fortsatt värdeskapande står för en stor del av ett företags totala värde.<sup>61</sup>

### 3.3.3 Organisationens utformning

Copeland, et al. menar att det är mycket viktigt att ha passande struktur och kultur i organisationen för att kunna skapa värde i ett företag. Detta eftersom organisationen måste se till att företagets värdeskapande i sin strävan och strategi överförs till ett disciplinerat utförande. Båda hårda och mjuka element i organisationsstrukturen påverkar VBM:s effektivitet. De viktiga hårda elementen är exempelvis strukturen (vem som rapporterar till vem), beslutstagare (vem som kan fatta beslut), människor (som innehar en nyckelposition) och koordinationsmekanismer (hur kommunikationen sker och hur saker genomförs). De mjuka är tron (hur mycket potential man tror finns på marknaden), värderingar (vad personalen tror är viktigt) liksom ledarskapsstil.<sup>62</sup>

---

<sup>60</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 51 ff.

<sup>61</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 267.

<sup>62</sup> Ibid. s. 96.

Införandet av värdebaserad styrning innebär ofta att organisationen genomgår ett stort förändringsarbete. Förändringar möts ofta av motstånd från medarbetarna i organisationen. Förändringsmotståndet varierar emellertid från fall till fall beroende på hur förändringen genomförs samt vad förändringen innebär. Det finns både individuella och organisatoriska skillnader. Förändringsmotståndet hänger ofta samman med sättet som företaget hanterar förändringsprocessen.<sup>63</sup> Vi anser att detta talar för att företag, vilka planerar att implementera värdebaserad styrning, bör planera denna process noggrant.

Framgångsrika förändringar kännetecknas av:<sup>64</sup>

- Poängen med förändringen måste förstås och upplevas bidra till att undanröja problem för att åstadkomma något bättre.
- De involverade måste känna sig delaktiga och personlig kontakt bör främjas.
- Organisationens medarbetare måste uppfatta att förändringen är viktig samt att den aktivt stöds av viktiga aktörer i organisationen.
- Genomförda förändringar bör ge ett synbart resultat relativt snabbt. Härigenom förstärks kraften och effektiviteten i förändringsprocessen.
- Det krävs en genomtänkt förändringsprocess samt successivt lärande av personalen.

Det finns olika sätt att genomföra förändringar. Värdebaserad styrning med de olika styrmodellerna innebär att förändringen sker till viss del med hjälp av experter. Vid förändring med hjälp av experter får de som berörs av förändringen inflytande först efter det att beslutet har fattats. Inflytandet för dem som berörs av förändringen är givetvis liten vid denna förändringsmodell. De som fattat beslutet kan förvänta sig att ofta möta motstånd mot förändringen. Hur kan detta problem övervinnas? Genom att förankra besluten kan de som berörs av beslutet och de eventuella förändringarna få ett större inflytande på ett tidigt stadium, vilket kan underlätta förändringsarbetet. Kvaliteten på beslutsfattandet brukar dessutom bli högre då väsentliga aspekter och dimensioner lyfts fram.<sup>65</sup>

Förändringar kräver ofta att organisationen är lärande. En lärande organisation kännetecknas bl.a. av att man är på jakt efter nya eller bättre arbetsformer, arbetsmetoder, arbetsrutiner och strategier. En grundförutsättning för att en förändring ska få genomslag krävs det att varje individ i organisationen lär. Den individuella inlärningen blir dock först organisatorisk när denna kommuniceras

---

<sup>63</sup> Bruzelius, Lars H & Skärvad, Per-Hugo, *Integrerad organisationslära* (1995), s. 365.

<sup>64</sup> Ibid. s. 373 f.

<sup>65</sup> Ibid. s. 375 f.



med andra personer inom organisationen. Organisatorisk inläring är alltså till stor del en fråga om kommunikation mellan samtliga medarbetare inom organisationen. Individens inläring måste göras tillgänglig för andra i organisationen.<sup>66</sup> Vi tolkar detta såsom att utbildning vid implementering av VBM är av stor betydelse, men den kunskap som förmedlas mellan medarbetarna i organisationen har stor påverkan på hur väl tänkandet förankras. Det är därför viktigt att företaget främjar möten och samarbeten så att kunskapen sprids naturligt genom hela organisationen.

### 3.3.3.1 Kulturförändring

Kulturens betydelse för styrning har diskuterats mycket under senare år. Kultur brukar definieras som de normer, värderingar som leder till förståelse mellan individer.<sup>67</sup> Kulturen inom en organisation kan vara lämplig för en viss tid under vissa villkor. Däremot förändras tiden och dess villkor och organisationen måste då anpassas till dessa nya villkor. Enligt Robbins bör kulturer som har inlärts en gång tidigare, avläras för att anpassas.<sup>68</sup> Samtidigt menar vi att om företagsledningen lätt kunde förändra kulturen, skulle företagsledningen nog också genomföra detta.

Enligt Haspeslagh, et al. måste man utbilda personalen för att skapa en miljö som tillåter och möjliggör de kulturella förändringar som krävs. Nyckeln till framgång ligger i att få alla anställda övertygade om att värdebaserad styrning är den rätta metoden.<sup>69</sup>

*"Managing for value is 20% about the numbers and 80% about the people...because people create value."*<sup>70</sup>

Enligt Robbins finns det tre faktorer som har den största påverkan på upprätthållandet av en kultur inom en organisation<sup>71</sup>. *Urvalet av medarbetare* är en av dem. Det är essentiellt att identifiera och anställa individer som har kunskap, erfarenhet och förmågan att utföra arbetet inom organisationen på ett korrekt sätt. Vidare är *företagsledningens* påverkan på kulturen stor. De anställda observerar företagsledningens beteende. Olika händelser fastställer godtagbara normer som sprids ner genom organisationen. Exempel på detta kan vara hur

---

<sup>66</sup> Bruzelius, Lars H & Skärvad, Per-Hugo, *Integrerad organisationslära* (1995), s. 369.

<sup>67</sup> Samuelsson, Lars, *Controllerhandboken* (1995), s. 40.

<sup>68</sup> Robbins, Stephen P., *Organisation Theory: Structure, Designs and Applications* (1990), s. 454.

<sup>69</sup> Haspeslagh, Philippe, et al., "It's not just about the numbers?", *Harvard Business Review*, 1 juli 2001.

<sup>70</sup> Ibid.

<sup>71</sup> Robbins, Stephen P., *Organisation Theory: Structure, Designs and Applications* (1990), s. 454.

mycket frihet ledningen ger olika divisioner samt vilka aktioner som är önskvärda, vilka uppmuntras med hjälp av olika belöningar. Robbins poängterar även att oavsett hur omsorgsfullt en organisation rekryterar är inte de nyanställda fullt indoktrinerade av en organisations kultur. Organisationen måste därför hjälpa de nyanställda att anpassa sig till kulturen. Denna process för att åstadkomma detta kallas för *socialisering*. Genom att förändra urvalsprocessen, företagsledningens aktioner och metoderna för att socialisera de anställda kan organisationen också förändra kulturen.<sup>72</sup>

Vidare enligt Robbins är inte frågan om kulturen kan förändras. Istället bör man reflektera över om det finns förutsättningar under vilken kultur kan förändras. Detta betyder att det är nödvändigt att genomföra en analys av förutsättningar som krävs eller underlättar kulturella förändringar. Enligt nämnda författare finns det fem förutsättningar för att kunna förändra kulturen. Den första behandlar *dramatiska kriser* som är den chock som underminerar ett status quo-läge. Nuvarande arbetssätt ifrågasätts och det öppnas en dörr mot att acceptera andra värderingar och tankesätt som istället svarar bättre mot krisen. Krisen behöver dock inte vara verklig för att bli effektiv. Huvudsaken är att den mottas som verklig av organisationens medlemmar.<sup>73</sup>

Företagsledningen innehar en betydelsefull roll för att sprida kulturen. Ett *byte av företagsledning* kan underlätta implementeringen av nya värderingar. Det bör finnas en klar vision av vad organisationen kan bli. Dessutom måste det finnas respekt för ledningens förmåga. Detta betyder dock inte att de anställda kommer att acceptera dessa värderingar bara p.g.a. en ny företagsledning.<sup>74</sup>

Vidare kan det även spela roll i vilket *livscykelstadium* som företaget befinner sig i. Om företaget befinner sig i tillväxt- eller nedgångsstadiet kan kulturen förändras lättare. När en organisation går mot tillväxt krävs det stora förändringar. Dessa förändringar accepteras med en större sannolikhet eftersom kulturen är mindre förankrat. Vid en nedgång kan organisationen vara tvungen att skära ner verksamheten. Sådana aktioner ger indikationer till de anställda att de upplever en kris.<sup>75</sup>

Även *organisationens ålder* och *storlek* kan ha betydelse. Oavsett livscykelstadium, ju yngre en organisation är desto mindre förankrat är dess värderingar. Av denna anledning kan det antas att kulturella förändringar sannolikt accepteras i högre grad än i en äldre organisation. Robbins anser även

---

<sup>72</sup> Robbins, Stephen P., *Organisation Theory: Structure, Designs and Applications* (1990), s. 455.

<sup>73</sup> Ibid. s. 457.

<sup>74</sup> Ibid. s. 457f

<sup>75</sup> Ibid. s. 458.

att kulturella förändringar är lättare att genomföra inom mindre organisationer. Detta eftersom det är lättare för företagsledningen att nå sina anställda. Kommunikationen blir klarare och förebilderna mer synliga<sup>76</sup>.

Om ovannämnda förutsättningar för att förändra kulturen finns, hur kan då företagsledningen förändra kulturen? Enligt Robbins ligger utmaningen i att upplösa den nuvarande. Robbins liksom Alvesson föreslår en form av kulturell analys för att kunna åstadkomma kulturella förändringar. Enligt Alvesson består denna analys av tre olika frågeställningar<sup>77</sup>. Den första är: Hur bör organisationens kultur vara för att stödja organisationens strategi? Den andra: Hur ser organisationens kultur ut idag och vad är det som skiljer från den kultur som önskas? Den sista frågan: Vilka aktioner bör organisationen ta för att uppnå den önskade kulturen?

Vi ställer oss frågande till om det krävs en medveten upplösning av kulturen. Vi anser istället att genom införandet av värdebaserad styrning kommer de kulturella förändringarna relativt automatiskt och naturligt genom implementeringen av ett mått såsom CVA. Styrmodellen kräver ett nytt tankesätt, vilket innebär att organisationen måste förändra sitt tankesätt för att modellen ska ge effekt.

### 3.3.4 Värdedrivare

Vikten av fokusering på värdedrivare poängteras av flertalet teoretiker. Företaget måste inse vilka element i den dagliga verksamheten och i olika investeringsbeslut som har den största effekten på värde. Det är oerhört viktigt att företaget definierar sina värdedrivare för att underlätta styrningen. En värdedrivare är en prestationsvariabel som ger effekt på resultatet såsom produktionseffektivitet eller kundtillfredsställelse. Det finns tre centrala principer för att definiera värdedrivare. Den första talar om att en värdedrivare bör vara direkt länkad till att skapa aktieägarvärde och också väl förankrad genom hela organisationen. Vidare bör en värdedrivares målsättning och mätning sättas utifrån både finansiella och operationella faktorer. Slutligen bör värdedrivare täcka såväl långsiktig tillväxt såsom rörelsens prestationer. Varje division inom företaget bör ha sina egna värdedrivare.<sup>78</sup>

Artikeln i Harvard Business Review poängterar också vikten av fokuseringen på värdedrivare. Den första anledningen är, enligt det redan förda resonemanget, att

---

<sup>76</sup> Robbins, Stephen P., *Organisation Theory: Structure, Designs and Applications* (1990), s. 458.

<sup>77</sup> Alvesson, Mats, *Cultural Perspectives on Organizations* (1995), s. 28.

<sup>78</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 99.

värdedrivare fokuserar på vad det är som skapar värde. Den andra mycket viktiga aspekten är att hela processen för att finna organisationens värdedrivare, tvingar ledningen att utveckla sina strategier med en mycket större klarhet och precision än tidigare.<sup>79</sup>

Landelius och Treffner gör en uppdelning på de tre grundbegreppen tillväxt, avkastning och risk för att beskriva de sju värdedrivarna de anser förekomma, vilka vi redogör för nedan.

#### **3.3.4.1 Tillväxt**

*Försäljningstillväxt* är en av värdedrivarna under beteckningen tillväxt. Denna kan brytas ner för att få den optimala föreningen av pris, volym och produktmix. Den andra värdedrivaren är *investering i rörelsekapital*. Normalt nedbringar en tillväxt i verksamheten rörelsekapitalet medan en minskning av verksamhetens omfattning frigör rörelsekapital. Slutligen är *investering i anskaffningstillgångar* en av värdedrivarna. På kort sikt minskar kassaflödet vid investering av anskaffningstillgångar, men på längre sikt är just sådana investeringar av central betydelse för företagets utveckling. Förutom de traditionella tillgångarna som maskiner och byggnader leder kunskaps- och tjänstesamhället till att investeringar i immateriella tillgångar såsom IT och FoU får en ökad betydelse.<sup>80</sup>

#### **3.3.4.2 Avkastning**

En av de värdedrivare som har mest inverkan på värdeskapandet är *vinstmarginalen*. Vetskapen om vinstmarginalens storlek har betydelse i en affärsenhet i en viss expansionstakt för att generera ett positivt kassaflöde. Den andra värdedrivaren för avkastning är *betald skatt*. Skatten som utbetalas har en direkt effekt på det fria kassaflödet.<sup>81</sup>

---

<sup>79</sup> Haspeslagh, Philippe, et al., "It's not just about the numbers?", *Harvard Business Review*, 1 juli, 2001.

<sup>80</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 48 f.

<sup>81</sup> Ibid. s. 49 f.

### 3.3.4.3 Risk

*Kapitalkostnaden*, justerad för risk och inflation, är direkt avgörande vid bedömningen av kapitalmarknadens förväntningar i ett företags värdeskapande. Avkastningen på det investerade kapitalet i relation till kapitalkostnaden, WACC<sup>82</sup> (Weighted Average Cost of Capital) och tillväxt, är de båda fundamentala delarna för ett företags värdeskapande. För att öka dess värde bör företaget:<sup>83</sup>

- öka den vinst som företaget tjänar på det redan existerande kapitalet.
- försäkra sig om att avkastningen på nytt investerat kapital överstiger WACC.
- öka tillväxttakten, om avkastningen på nytt investerat överstiger WACC.
- minska kapitalkostnaden.

*Prognosperioden* eller det tidsperspektiv som nuvarande konkurrensfördelar förväntas bestå måste även beaktas. Prognosperioden bestämmer nuvarande konkurrensfördelars beräknade livslängd, d.v.s. den period då företaget har ett positivt företag när kassaflödena diskonterats med kapitalkostnaden.<sup>84</sup>

### 3.3.5 Företagets och individens prestationsstyrning

Nästa steg är utmaningen att leda varje division för att uppnå de resultat som är förenliga med hela företagets ambitioner och mål. *Företagets prestationsstyrning* är processen inom divisionen för målsättningar och att granska och anpassa dessa.<sup>85</sup>

Inom *individens prestationsstyrning* möts två värdeskapande dimensioner. Den ena innebär att få ledare i företaget att tänka som ägare genom att sammanlänka ledarnas belöningar med ett beteende som i sin tur skapar ett aktieägarvärde. Den andra är styrningstalangen i sig, som är en viktig källa av värde. Därför måste företagen också attrahera och behålla duktiga och talangfulla medarbetare genom att erbjuda attraktiva incitament. Det viktiga är att skapa en process där individens

<sup>82</sup>  $WACC = r_D (1 - t) * D / (D + E) + r_E * E / (D + E)$ ,

$r_D (1 - t)$  = räntekostnad efter skatt,  $r_E$  = aktieägarnas avkastningskrav, D = marknadsvärdet räntebärande skulder, E = marknadsvärdet på eget kapital

<sup>83</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 142.

<sup>84</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 50 f.

<sup>85</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 101.

beteende sammanlänkas med de allmänna värdeskapande aktiviteterna och incitamenten i företaget. Detta motiverar och belönar starka individuella prestationer.<sup>86</sup>

Belöningsystemet kan också påverka företagskulturen i positiv bemärkelse i form av engagemang och värdesträvande<sup>87</sup>. Belöningsystemet bör utformas så att det ger rätt signaler till dem som berörs. Systemet bör beakta den individuella prestationen och relatera den till betydelsen för hela företags prestation<sup>88</sup>.

Prestationsmått och belöningsystem spår framgångarna i måluppfyllelse och för att uppmuntra de anställda att uppnå sina mål. När prestationsmålen väl är etablerade som en del i företagskulturen, är det tid för att omvärdera belöningsystemet.<sup>89</sup> Vi tolkar detta som att förändringar i belöningsystemet alltså bör följa och inte leda implementeringen av värdebaserad styrning.

Landelius och Treffner anser att det inte finns ett mått som passar alla medarbetares belöning<sup>90</sup>. Detta är beroende på vilken nivå i företaget de är aktiva i. Traditionellt har belöningsystem kopplats till monetära resultatutfall. Utvecklingen av styrsystem innebär att företagen i ökad utsträckning definierar styrmål i andra termer och belöningsystemen kopplas till dessa styrmål<sup>91</sup>. Enligt Landelius och Treffner bör ett effektivt system baseras på kassaflöde, investerat kapital och kostnad för detta kapital. Systemet bör framhäva olika tidsperioder beroende på medarbetarens ställning i företaget för att betona vikten av både långsiktig och kortsiktig ansträngning.<sup>92</sup>

Av ovanstående resonemang har vi dragit slutsatsen att belöningsystemet i stor utsträckning påverkar resultatet av värdebaserad styrning. Hur bör då ett belöningsystem utformas?

---

<sup>86</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 106.

<sup>87</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 93.

<sup>88</sup> Samuelsson, Lars, *Controllerhandboken* (1996), s. 120.

<sup>89</sup> Koller, Timothy, "What is value-based management?", *McKinsey Quarterly*, september 1994.

<sup>90</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 93.

<sup>91</sup> Samuelsson, Lars, *Controllerhandboken* (1996), s. 120.

<sup>92</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 93.

Ett bra belöningsystem kan kännetecknas av följande:<sup>93</sup>

- Belöningen ska utgöra en väsentlig del av den totala ersättningen.
- Belöningsystemet bör gälla alla.
- Den belönade personen måste kunna påverka resultatet.
- Belöningen ska vara kopplad till viktiga strategiska prestationsmål.
- Belöningsystemet ska vara genomtänkt och realistiskt.

På senare år har belöningsystem blivit mer uppmärksammande, då de i större omfattning innebär tilldelning av köpoptioner på företagets aktier. Delaktighet i form av ägande kan antas påverka den anställdes förhållningssätt till företagets verksamhet och vilka ansträngningar som görs. Det anses också vara rimligt att de som bidragit till det ekonomiska utfallet också ska få ta del därav. En negativ aspekt med denna typ av belöningar är att klimatet på aktiemarknaden påverkar belöningen.<sup>94</sup> Vi menar dock att det finns en viss risk med att tilldela de anställda köpoptioner. Aktiemarknadens påverkan kan innebära att de anställda blir lockade att sälja aktieförvärven och lämna företaget. Carnegie ställdes nyligen inför detta problem då aktierna steg kraftigt i värde och företaget riskerade att förlora några av sina bästa medarbetare.

### 3.4 Styrmodeller för värdebaserad styrning

Värdebaserad styrning förutsätter att företaget bestämmer sig för en styrmodell. Vi väljer här att redogöra för de modeller som idag dominerar ute i företagen. Vi lägger tyngdpunkten på CVA, då vi anser att detta är ett relativt nytt, intressant och effektivt verktyg.

Idag blir företagsledare överösta med råd angående olika mått för värdering av företagens prestationer. Copeland, et al. poängterar att debatten om vilket av alla dessa mått som bör användas har tagit över den viktiga och verkliga anledningen till att mäta värdeskapande. Det handlar inte om att välja ett mått framför ett annat<sup>95</sup>. Istället gäller det att hjälpa befattningshavarna med att genomföra värdebaserade beslut och att se till att övriga anställda rör sig i samma riktning mot värdeskapande. Copeland, et al. framhåller också vikten av att ledare i företagen kontinuerligt måste försäkra sig om att de identifierar och reagerar på värdeskapande möjligheter. Inte enbart vid enstaka tillfällen. Det finns inget rätt

---

<sup>93</sup> Bruzelius, Lars H & Skärvad, Per-Hugo, *Integrerad organisationslära* (1995), s. 238.

<sup>94</sup> Brodin, Bengt, *Koncernchefen och ägarna* (2000), s.46.

<sup>95</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 55.

sätt att skapa värde.<sup>96</sup> Varje företag måste med andra ord välja sin egen väg baserad på var företaget befinner sig och dess unika möjligheter.

Vi anser dock att valet av mått kan vara mycket betydelsefullt. Det är nämligen inte acceptabelt att måttet ger missvisande resultat i aktieägarvärdet. Det verkliga värdet sätts i centrum, vilket är svårt att beräkna med säkerhet men måste uppskattas på ett tillfredställande sätt. Genom att använda ett mått som inte ger felaktiga allokeringar i det verkliga värdet kan aktieägarvärdet bedömas på ett effektivt sätt.<sup>97</sup> Copeland, et al. påpekar att vissa mått är bättre än andra. De föredrar ekonomiska mått såsom EVA framför redovisningsbaserade mått såsom EPS. Fredrik Weissenrieder på Anelda anser dock att EVA är i grunden ett redovisningsbaserat mått som justeras för att ge ett mer rättvisande resultat<sup>98</sup>. Enligt empirisk forskning är det kassaflöde och inte redovisade vinster som driver värdeutvecklingen på aktier. Dessutom är det lättare att förstå lång- och kortsiktiga trade-offs vid användandet av ekonomiska mått. Slutligen underlättar det förståelsen för drivkraften för värdeskapande.

Copeland, et al. påpekar vidare vikten av att se bortom olika cash-flow modeller för att få en bild av vad det är som driver kassaflöde. Det är företagets tillväxt i form av försäljning och vinster och avkastningen på det investerade kapitalet. De användbara finansiella indikatorerna är försäljningstillväxt och ROIC (Return On Invested Capital) som kan användas för att sätta mål och styra prestationer. Dessutom måste dessa indikationer kompletteras med strategiska och operationella värdedrivare som ger en insikt i vart företaget är på väg.

Att jämföra olika mått för värdeskapande kan skapa förvirring. Olika DCF-modeller och EVA-mått är inte olika alternativ. Enligt Copeland, et al. ska DCF istället ses som ett samlat prestationsmått över tiden till ett resultat och som används för strategisk analys. EVA-mått är en kortsiktig finansiell indikator.<sup>99</sup>

Det har nu blivit accepterat av både praktiker och akademiker att använda DCF-modeller för att mäta företagets prestation och lönsamhet. CVA, CFROI och SVA (Shareholder Value Added) är exempel på sådana modeller. Varför ökar då användningen av dessa modeller? De anses kunna bidra med två värdefulla perspektiv till företaget. För det första anses de introducera ett mer korrekt sätt att mäta lönsamhet och värdetillväxt. För det andra så leder modellerna till diskussion

---

<sup>96</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 109.

<sup>97</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 67 f.

<sup>98</sup> Telefonintervju, Weissenrieder, Fredrik, 16 november 2001.

<sup>99</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 55.



om vad som är relevant i den värdeskapande processen mellan olika nyckelpersoner inom företaget, såsom företagsledning, ekonomer och tekniker. Målet med DCF-modeller är att de ska komplettera ett företags version av de interna redovisningsmodeller som används inom företaget. De ska visa vilka delar samt vad som skapar värde inom företaget.<sup>100</sup>

De styrmodeller som används varierar stort mellan företagen. Enligt Copeland, et al. är olika DCF-modeller de mest använda i praktiken. Enligt KPMG använder 80% av företagen sig av DCF-modeller<sup>101</sup>.

### 3.4.1 CVA

Fredrik Weissenrieder och Erik Ottosson har tillsammans utvecklat modellen CVA för kassaflödesbaserad lönsamhetsuppföljning. Både Weissenrieder och Ottosson var missnöjda med befintliga metoder för ekonomistyrning, vilka baserades på traditionell redovisning. De ansåg att den traditionella redovisningen är mindre lyckad som styrinstrument, då den lätt kan leda till felaktiga slutsatser om hur och var värde skapas inom en organisation. De utvecklade CVA för att överbygga gapet mellan utvärdering av historisk avkastning och kassaflödesbaserad utvärdering av framtida investeringar.<sup>102</sup> Denna CVA-modell får inte förväxlas med Boston Consulting Groups CVA-begrepp, vilket är utvecklat utifrån CFROI. Modellerna är olika i deras fundament och beräkningen av värdet varierar. Det är endast namnet som överensstämmer mellan de två begreppen.<sup>103</sup>

#### 3.4.1.1 Vad är CVA?

”CVA är ett system för ekonomistyrning som kompletterar den traditionella redovisningen”<sup>104</sup>. Det är ett styrinstrument som enligt Weissenrieder ger signaler om och mäter vad som krävs för långsiktig och lönsam ekonomisk tillväxt. Modellen fokuserar på kassaflödet och kassaflödestillväxten som resultat av affärsbeslut. Den traditionella redovisningen kontrollerar och registrerar istället

---

<sup>100</sup> Weissenrieder, Fredrik & Ottosson, Erik, “Profitability with a new pair of glasses”, *Ekonomi & Styrning*, No. 1, 1996.

<sup>101</sup> KPMG, “Companies not implementing value-based management”, *Management Accounting*, April 1999.

<sup>102</sup> Fakta om företaget Anelda och dess grundare, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>103</sup> Weissenrieder, Fredrik, *Value based management: Economic Value added or Cash Value Added?* (1997).

<sup>104</sup> CVA-cash value added- effektivt ekonomiskt styrsystem baserat på kassaflöde, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

transaktioner som utgör underlag för beräkning av skatt. CVA anses på så sätt komplettera den traditionella redovisningen samt undvika de brister som uppstår vid ekonomistyrning som endast baseras på den traditionella redovisningen.<sup>105</sup>

CVA utgör ett system för att logiskt koppla finansiella mål, planering, beslut, uppföljning och bonus till värdeskapande. Detta ska leda till ökat ansvar för genomförande, snabbare återkoppling, möjlighet för ökad delegering samt ökad transparens och förståelse. CVA sätter de ekonomiska aspekterna av strategiska beslut i centrum. Styrmodellen fokuserar således på att säkerställa totalavkastning genom värdestegring och direktavkastning som överstiger kapitalkostnaden.<sup>106</sup>

CVA utgår från de strategiska besluten i bolaget. En strategisk investering genomförs i syfte att skapa värde och tillväxt. En icke-strategisk investering genomförs för att bibehålla den strategiska investeringens värde. Värdet av beslutet är en funktion av investeringsbeloppet, det kassaflöde som genereras av investeringen, livslängd och kapitalkostnaden. Modellen försöker således fokusera på det som är relevant för placeraren.<sup>107</sup>

### 3.4.1.2 Hur beräknas CVA?

Företagets CVA beräknas i tre olika faser. Först identifieras utlägget för varje strategisk investering som fortfarande används i samtliga affärsenheter. Därefter uppskattas den ekonomiska livslängden för samtliga strategiska investeringar. Vidare fastställs det nominella kassaflöde, som dessa investeringar måste generera varje period för att ett nettonuvärde på noll ska genereras, OCFD (Operating Cash Flow Demand). OCFD antas vara reala termer varje år. Till slut utarbetas en prognos för det förväntade kassaflödet. En strategisk investering skapar värde om dess OCF (Operating Cash Flow) överstiger OCFD<sup>108</sup>. I OCF inkluderas försäljning, kostnader, rörelsekapitalet och icke-strategiska investeringar.<sup>109</sup> Ett CVA-index beräknas:

$$\frac{\text{Operativt kassaflöde (OCF)}}{\text{Operativt kassaflödeskrav (OCFD)}} = \text{CVA-index}$$

<sup>105</sup> CVA-cash value added- effektivt ekonomiskt styrsystem baserat på kassaflöde, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>106</sup> Kassaflödesrapportering enligt CVA, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>107</sup> Fakta om företaget Anelda och dess grundare, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>108</sup> [www.sca.de/finacial/cva.html](http://www.sca.de/finacial/cva.html), 18 oktober, 2001.

<sup>109</sup> Ibid.

Går det då att använda CVA i företag med negativt kassaflöde flera år framåt? CVA kan användas av företag med ett negativt kassaflöde ett flertal år framöver. Kassaflödet analyseras efter att expansionskostnaderna lyfts bort, vilket bör resultera i ett kassaflöde som överstiger OCFD.<sup>110</sup>

Weissenrieder anser att alla företag som har som syfte att tjäna pengar samt kan ta de konsekvenser som följer, kan använda sig av CVA. CVA är således inte lämplig på företag med konkurrerande mål, som exempelvis sjukvården, vilka ej kan lägga ner olönsamma verksamheter. Anelda riktar sig till stora kapitalintensiva organisationer där CVA genererar störst nytta. Även mindre företag kan använda sig av CVA, men nyttan i förhållande till satsat kapital är då ytterst liten. Applikationerna är inte fullt utvecklade för mindre företag och produkter och konsulttjänster är kostsamma. Det kan vara lätt att förstå teorin till CVA, men det går inte att genomföra utan professionell expertis.<sup>111</sup>

### 3.4.1.3 Effekter

CVA ska enligt Anelda bidra med affärsnytta på följande sätt:<sup>112</sup>

- Ge en helhetsbild av verksamhetens strategiska tillgångar.
- Belysa den direkta kopplingen mellan beslut och kassaflöden.
- Ange lägsta tillfredsställande nivå för intjäning.
- Förbättra kommunikationen mellan ingenjörer och ekonomer.

Ett positivt CVA-index är en tydlig signal till aktiemarknaden om att företaget lever upp till marknadens krav och kravet på direktavkastning kan vara lagt mot att aktiekursen stegras. För företag med negativt CVA blir det uppenbart att konkurrenskraften måste stärkas innan företaget diskuterar med ägarna om nya strategiska investeringar. Riskkapital kan därmed slussas mer effektivt från stagnerande mogna företag till mer lönsamma och värdeskapande tillväxtföretag.

CVA ska ge företagsledningen möjlighet att optimera sin styrning och kapitalallokering. När CVA är fullt implementerad förbättras företagets förmåga att finna investeringar som skapar värde. Företagets värde kommer att öka då färre investeringar med negativt Net Present Value (NPV) genomförs samtidigt som fler investeringar med positivt NPV genomförs.<sup>113</sup> Vi anser dock att andra faktorer

---

<sup>110</sup> Telefonintervju, Weissenrieder, Fredrik, Anelda AB, 16 november, 2001.

<sup>111</sup> Ibid.

<sup>112</sup> CVA-investment mapping, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>113</sup> <http://www.sca.de/finacial/cva.html>, 18 oktober, 2001.

exempelvis det ekonomiska klimatet samt politiska beslut kan påverka företagets värde. Modellen ökar dock förutsättningarna för att värdet ska öka.

CVA anses ge en relevant bild av ett företags lönsamhet och bidrar till en mer effektiv allokering av kapitalet på marknaden.<sup>114</sup> Kritik har dock riktats mot CVA, då den kan uppfattas som svårbegriplig. För att lyckas med införandet och användningen av CVA krävs det uthållighet och långsiktigt åtagande från både ägare och ledning.<sup>115</sup>

En svaghet med CVA är att den bygger på företagsledningens kunskap och erfarenhet samt dess bedömningar av affärssituationen och av vad som enligt företagsperspektivet är strategiska investeringar. Bedömningen om vad som utgör en strategisk investering, anser vi kan utgöra en svår uppgift. Det kan vara svårt för ledningen att avgöra var skiljelinjen ska dras. CVA kräver tänkande och aktiv insats från företagsledningen. Modellen kräver således att företagsledningen har förmåga att fatta beslut och göra bedömningar om framtiden. För att kunna implementera CVA i verksamheten krävs engagemang och intresse från företagsledningen och ansvariga beslutsfattare.

### 3.4.2 EVA<sup>®</sup>

EVA är ett mått som mäter både ett företags eller en företagsenhets ekonomiska prestation och värde. Enligt Stern Stewart & Co, grundaren till modellen, är EVA det enda existerande mått som kan sammankoppla framtida värderingsprocedurer och procedurer för kapitalbudgetering med det sätt på vilket prestationen därefter kan utvärderas. Måttet kan, genom att användas som ett internt styrmedel som genomsyrar många funktioner i organisationen, generera ökat värdeskapande i företagets verksamhet.<sup>116</sup>

EVA beräknas genom skillnaden mellan avkastning på investerat kapital och kostnaden på kapitalet. Denna skillnad multipliceras med totalt investerat kapital. Genom att omformulera formeln kan EVA även definieras som rörelseresultatet efter avskrivningar och skatt med ett avdrag med WACC. EVA ger resultat i ett absolut tal med innebörden att ju högre EVA desto effektivare kommer kapitalet att användas. Med andra ord är EVA ett mått på hur mycket värde företaget skapat

---

<sup>114</sup> Weissenrieder, Fredrik, *Value based management: Economic Value added or Cash Value Added?* (1997).

<sup>115</sup> Fakta om företaget Anelda och dess grundare, <http://www.anelda.com>, 16 oktober, 2001.

<sup>116</sup> Stewart, Bennett G. III, *The Quest for Value* (1999), s. 2 ff.

efter hänsyn tagits till alternativkostnaden för det kapital som finansierar verksamheten.<sup>117</sup>

EVA utgår ifrån historiska värden från balans- och resultaträkning och bestämmer det ekonomiska resultatet för en viss period med kapitalkostnaden som grund. Till de hämtade värdena måste justeringar av icke-kassapåverkande poster göras och dessutom måste tillgångarnas återanskaffningsvärde beräknas. En svaghet med EVA-modellen är att det finns en risk att belasta mogna och i grunden lönsamma verksamheter med äldre tillgångar som tilldelats ett högt verkligt värde om inte de rätta justeringarna genomförs.<sup>118</sup>

Kritiker menar att EVA är likställt med traditionell redovisningsbaserad styrning och om inte alla 164 justeringar görs på ett riktigt sätt kommer en missvisande styrning göras<sup>119</sup>. Lennart Zadig menar dock att EVA är en enkel modell att använda och förstå för användarna i företagen eftersom den just utgår ifrån redovisningen. Justeringarna som görs är specifika för varje företag och görs endast om de är relevanta i sammanhanget. Zadig menar att det ofta är sunt förnuft som avgör vilka poster som ska rensas bort och att man bör hålla antalet justeringar nere. Det blir annars för komplicerat då man lätt kan tappa kopplingen till resultatet. EVA-modellen har fördelar med att vara ett beprövat koncept sedan länge och att implementering bevisligen fungerat i ett flertal företag.<sup>120</sup>

### 3.4.3 CFROI

CFROI används för att utvärdera ett företags långsiktiga strategi och resursallokering<sup>121</sup>. Detta uppnås genom uppskattning av en befintlig tillgångs procentuella avkastning över dess livslängd. Denna uppskattning görs i enlighet med internräntan, där de kassaflöden som genereras av investeringen sätts i relation till investerat kapital. Grundaren till konceptet, HOLT Value Associates, menar att modellen använder en unik procedur för att beräkna den vägda kapitalkostnaden, vilket ger en rättvisande bild av företagets verkliga värde<sup>122</sup>.

Den grundläggande tanken bakom CFROI är att studera om marknadsvärdet av de fysiska tillgångarna överstiger återanskaffningsvärdet av samma tillgång uttryckt i

---

<sup>117</sup> Stern, Joel M. & Chew, Donald H. Jr., *The revolution in corporate finance* (1998), s. 482 f.

<sup>118</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 56 ff.

<sup>119</sup> Telefonintervju, Weissenrieder, Fredrik, Anelda AB, 16 november 2001.

<sup>120</sup> Telefonintervju, Zadig, Lennart, Reward Värdeutveckling AB, 22 november 2001.

<sup>121</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 55.

<sup>122</sup> Madden, Bartley J., "The CFROI Valuation Model", *The Journal of Investing*, spring 1998.

nuvärde. Metoden kan också utgå ifrån en övergripande bedömning av företagets samlade avkastningsnivå, där företaget studeras som om det var ett enskilt projekt. Fördelen med CFROI är att stora delar av variationen mellan marknadsvärde och redovisat värde förklaras. Vidare uppstår mindre problem med redovisningen enligt bokföringsmässiga grunder samtidigt som man specifikt tar hänsyn till inflationen. En svaghet är att komplikationer kan uppstå, då CFROI beaktar både avkastningen till långivare och aktieägare, men ändå inte tar hänsyn till skattemässig avdragsgill räntekostnad.<sup>123</sup>

### 3.5 För- och nackdelar med värdebaserad styrning

Vi väljer att i detta avsnitt lyfta fram de för- och nackdelar som värdebaserad styrning medför enligt teorin. Företag som står inför val av styrningsmetod bör beakta dessa aspekter. I avsnitt 5.1.5 belyser vi de för- och nackdelar som SCA har identifierat.

Inget värdebaserat styrsystem är perfekt och det finns även stora skillnader avseende hur väl det slår ut i olika företag. Värdebaserad styrning övervinner många av den traditionella ekonomistyrningens problem, men denna har också sina begränsningar<sup>124</sup>. VBM förespråkar fokusering på kassaflöden, vilket är en naturlig utgångspunkt för företag som insett betydelsen av värdeskapande. Kassaflödesmått underlättar jämförelsen mellan företag i olika länder då redovisningsprinciper och regler leder till stora skillnader i det redovisade resultatet.

För stora företag med sjunkande aktievärde kan värdebaserad styrning vara väldigt lockande. Det verkar så enkelt att införa ett mått som t.ex. EVA och CVA för att snabbt kunna identifiera var värdet skapas i företaget.<sup>125</sup> Vi vill dock i detta sammanhang poängtera att det krävs stort intresse och stor kunskap för att implementeringen ska lyckas.

Det finns ett flertal exempel på företag som har lyckats med värdebaserad styrning. British bank Loyds TSB var pionjär inom värdebaserad styrning under mitten av åttiotalet. De lyckades skapa aktieägarvärde, vilket sedan dubblerades

---

<sup>123</sup> Landelius, Anders & Treffner, Jan, *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken* (1998), s. 61 f.

<sup>124</sup> Martin, John, et al., "Value based management", *Baylor Business Review*, Spring/Summer 2001.

<sup>125</sup> Haspeslagh, Philippe, et al., "It's not just about the numbers", *Harvard Business Review*, 1 juli, 2001.

vart tredje år. Andra exempel på företag som lyckats är Siemens och Dow Chemical.<sup>126</sup>

Det välkända telefon- och kommunikationsbolaget AT&T är exempel på ett företag som implementerade värdebaserad styrning för att stärka sin ställning på konkurrensutsatta och kapitalintensiva marknader. Implementeringen skedde 1992, men företaget övergav metoden helt under år 2000. Enligt AT&T var det endast konsulterna i värdebaserad styrning som gjorde en ekonomisk vinst.

Undersökningar visar att värdebaserad styrning ofta missförstås i praktiken. VBM kräver att det genomförs förändringar inom företagskulturen samt inom den operationella verksamheten. Även om många företag idag fokuserar alltmer på aktieägarna så anser de fortfarande att kunden är den viktigaste intressenten.<sup>127</sup>

Copeland, et al. poängterar att det inte finns någon mästarplan eller ett recept på hur man skapar värde i ett företag. Förslagsvis rekommenderas att företaget genomför en utvärdering och en ekonomisk vinstkalkylering för varje division. På så sätt åskådliggörs var värdeskapandet eller värdeförstörandet finns.<sup>128</sup>

Gary Hamel, grundare av konsultbyrån Strategos, kritiserar värdebaserad styrning och ifrågasätter dess grundtanke, värdeskapande. Hamel menar att VBM inte på ett korrekt sätt mäter företagets del i värdeskapande. Hamel menar att man även bör beakta branschens totala värde vid mätandet av värdeskapande. För att skapa värde krävs enligt Hamel ett djupt och brett perspektiv med företaget som en del av ett större sammanhang.<sup>129</sup>

KPMG:s undersökning från 1998 visar att de företag som använder värdebaserad styrning anser att detta har mycket positiv påverkan på samtliga nyckelområden. 90 % anser att värdebaserad styrning har haft positiv verkan eller mycket positiv verkan på beslutsfattandet. 79 % anser att styrningen har förbättrat den finansiella funktionen i företaget. I undersökningen framkom endast ett fåtal negativa reflektioner rörande VBM. Dessa var relaterade till människorna i organisationen, vilket innebar att det inte hade med tekniska funktioner att göra. Kulturella

---

<sup>126</sup> Haspeslagh, Philippe, et al., "It's not just about the numbers", *Harvard Business Review*, 1 juli, 2001.

<sup>127</sup> KPMG, "Companies not implementing value-based management" *Management Accounting*, April 1999.

<sup>128</sup> Copeland, Tom, et al., *Valuation - Measuring and managing the value of companies* (2000), s. 108.

<sup>129</sup> *Comments on EVA*, [Http://www.cpsHOME.com/articles/how\\_killers\\_count.html](http://www.cpsHOME.com/articles/how_killers_count.html), 19 november, 2001.

förändringar ansågs vara en av de mest signifikanta svårigheterna vid implementering av värdebaserad styrning.<sup>130</sup>

Undersökningar har gjorts beträffande de attityder som finns hos de företag som implementerat värdebaserad styrning i någon form. Enligt en undersökning som genomfördes av CIMA<sup>131</sup> 1998, tycks det inte finnas någon universell standard för värdebaserad styrning eller hur implementeringen ska ske. Det verkar dock finnas en samstämmighet i uppfattningar om dess för- och nackdelar.<sup>132</sup>

#### Fördelar

- Kan ge positiva effekter på det finansiella resultatet.
- Medför ett gemensamt språk användbart både externt och internt.
- Underlättar jämförelser med konkurrenter.
- Underlättar resursallokering- identifierar värdeskapande investeringar.
- VBM är ett effektivt strategiskt redskap.
- Vägleder företagsledningen att fokusera på värdedrivare.

#### Nackdelar

- Modellernas kassaflödesfokusering gör det svårt att prognostisera värde.
- Kostnadskrävande att implementera.
- Det stora antalet metoder inom VBM kan bli förvirrande för företagen.
- Komplexitet i kalkylering.
- Svårt att översätta finansiella mått till operativa kundmått.
- Tekniska mätningssvårigheter- t.ex. beräkning av kapitalkostnad.

<sup>130</sup> KPMG, "Companies not implementing value-based management" *Management Accounting*, April 1999.

<sup>131</sup> The Chartered Institute of Management Accountants.

<sup>132</sup> Cooper, Stuart, et al., "Return on investment, Shareholder Value has always been important. So why is Value Based Management suddenly so popular?", *Management Accounting*, juni 2000.



## 4 Värdebaserad styrning i SCA och Vattenfall

*I detta kapitel följer sammanställningen av det material som vi erhållit från årsredovisningar samt våra intervjuer med SCA och Vattenfall. Respektive företagsavsnitt inleds med en beskrivning av företagsverksamheten. Därefter följer en redogörelse av varför företagen har valt att införa värdebaserad styrning och CVA i sina verksamheter. Vidare redovisar vi SCA:s och Vattenfalls tillvägagångssätt för implementering av värdebaserad styrning. Därpå följer beskrivningar av företagens användning av värdebaserad styrning. För SCA:s del framställs detta utifrån företagets avkastningskrav, bonussystem, värdedrivare, måluppsättning samt uppföljning. För Vattenfalls del redogörs det utifrån den planerade tillämpningen. Avsnittet om SCA innehåller även en skildring av vilka för- och nackdelar som företaget upplever med värdebaserad styrning och CVA samt vad SCA anser om den värdebaserade styrningens tillämplighet och utveckling i framtiden.*

### 4.1 SCA

#### 4.1.1 Företagsbeskrivning

Svenska Cellulosa AB är ett integrerat pappersföretag med Västeuropa som huvudsaklig marknad. Den framtida expansionen kommer främst att riktas mot USA och Asien. Bolagets verksamhet består av att producera och sälja absorberande hygienprodukter, förpackningslösningar och tryckpapper. Koncernen är utifrån dessa tre produktkategorier uppdelad i tre affärsområden: hygienprodukter, förpackningar och skogsindustriprodukter. Produkter som säljs inom hygienprodukter är bl.a. blöjor, mjukpapper och menstruationsprodukter där SCA marknadsför sina produkter under välkända varumärken såsom Libero, Edet och Libresse. Inom affärsområdet förpackningar är det främst wellpappförpackningar och wellpappråvara som är de huvudsakliga

produktområdena. Exempel på produkter som framställs inom skogsindustriprodukter är tidningspapper, massa och träbränsle.<sup>133</sup>

Det övergripande målet i SCA är att skapa värde för dess aktieägare. Detta genom att fokusera på framtida kassaflöden relaterat till risknivån i företaget, vilket leder till tillväxt och lönsamhet. Sedan 1996 använder sig SCA av värdebaserad styrning. Bolaget började år 1998 att kommunicera med marknaden för att värdeskapandet skulle få genomslag i aktiepriset. Detta för att styra bolaget mot ökat aktieägarvärde.<sup>134</sup> Då bolaget implementerade CVA som kassaflödesbaserad styrmodell började bolaget att fokusera på kassaflöden för att mäta lönsamheten.

#### 4.1.2 Varför värdebaserad styrning i SCA?

Innan införandet av värdebaserad styrning i SCA användes kassaflödesmodeller som underlag för investeringsbeslut. Uppföljningen av dessa beslut gjordes med hjälp av traditionella räntabilitetsmått, exempelvis ROCE. Studier som genomfördes i SCA 1993 visade att den information som genererades av detta redovisningssystem inte bidrog med några indikationer om företagets lönsamhet eller värdeskapande.<sup>135</sup> De traditionella måtten ansågs inte ge en rättvisande bild av företagets lönsamhet eller den enskilda investeringen. Detta innebar att SCA ofta saknade relevant information vid beslutsfattandet. Det var också svårt att jämföra de olika affärsområdena då verksamheterna har stora skillnader i kapitalstrukturen. Flera intervjupersoner inom företaget anser dessutom att många av de traditionella måtten till stor del är utformade för att beräkna skatt och därmed inte har någon koppling till företagets lönsamhet och värdeskapande.

SCA insåg att det krävdes förändring då de finansiella marknaderna är volatila och utsatta för kraftig konkurrens. Aktieägarna har stor påverkan och om deras avkastningskrav inte uppnås kan de snabbt flytta sitt kapital. SCA ville finna ett sätt att effektivt kunna allokera kapital så att bolaget kunde tillfredsställa aktieägarna genom att skapa kassaflöden som kan komma dem tillgodo. Detta ledde till implementering av värdebaserad styrning. VBM skulle bidra till en bättre förståelse för vad och hur värde skapas i verksamheten, vilket innebar att möjligheterna att planera verksamheten skulle öka.

Valet av styrmodell föll på CVA. Det grundläggande CVA-tänkandet utvecklades delvis i SCA under ett projekt utfört åt företaget av Weissenrieder och Ottosson. SCA ville få information om värdeskapandet i en gammal pappersmaskin. SCA

---

<sup>133</sup> SCA Årsredovisning 2000.

<sup>134</sup> [www.sca.com/investors/value.asp](http://www.sca.com/investors/value.asp)

<sup>135</sup> Ibid.

hade då insett att någon form av kassaflödesberäkning borde användas vid uppföljning av denna och övriga investeringar. Det fanns dock ingen metodik för hur denna beräkning eller uppföljningen skulle utformas. Weissenrieders och Ottosons arbete resulterade i CVA-modellen för uppföljning av investeringar. Denna modell vidareutvecklades för att sedan utgöra ett styrmedel för hela organisationen.

Idag används inga andra instrument för att styra organisationen internt. Vissa kassaflödesmått samt räntabilitetsmått såsom ROCE används dock fortfarande i viss utsträckning för att kommunicera med kapitalmarknaden. CVA används fortfarande endast av ett fåtal företag, vilket gör en jämförelse med andra företag svår för analytiker. Nyckeltal såsom kapitalomsättningshastigheten, internränta, pay-off och försäljningsmarginal tillämpas om de är relevanta för olika delar av organisationen. En av de intervjuade personerna menar att CVA bör användas i kombination med andra nyckeltal då man annars "lätt kan tappa viktiga bitar" av verksamheten.

#### 4.1.3 Implementering av värdebaserad styrning

Implementeringen genomfördes stegvis med start 1995-1996. Inledningsvis existerade värdebaserad styrning endast som idéer hos några medarbetare på huvudkontoret. Några eldsjälar lyckades övertyga företagsledningen då de tyckte konceptet låg rätt i tiden och var accepterat av analytiker och investerare. Redan från denna tidpunkt var företagsledningen i Stockholm mycket involverad. Det första steget var att väcka intresse hos analytiker och investerare genom en bred extern kommunikation mot marknaden. Nästa steg var den interna implementeringen i organisationen. De första åren innebar ett insäljningsarbete för att konceptet skulle vinna acceptans i organisationen.

Ansvariga för implementeringen var en projektgrupp som skapades med representanter från samtliga affärsområden. De huvudansvariga genomförde interna beräkningar och hade interna diskussioner, vilka sedan utmynnade i beskrivningar av hur användningen skulle fungera. De anställda utbildades på olika sätt vid implementeringen. En del medarbetare fick genomgå utbildning medan andra fick ta del av ett antal föredrag angående CVA som hölls av företagsledningen. Det anställdes dessutom nya medarbetare i organisationen med högre kunskap och kompetens kring värdebaserad styrning. En rapport rörande CVA skapades för att få en bättre förståelse kring modellen. Principen rörande CVA uppfattades av intervjupersonerna som relativt enkel.

När nya medarbetare anställs behöver de inskolas. Detta sker bl.a. genom att den nye medarbetaren får delta i det dagliga arbetet och får medverka vid beräkningar. En av de intervjuade personerna menar att det inledningsvis var svårt att förstå den praktiska tillämpningen, men med tiden ökade insikten. CVA spreds i organisationen dels genom en välgenomtänkt strategi och dels automatiskt efterhand som styrningen tillämpades. Detta understöds i teorin där man förespråkar kommunikation mellan samtliga medarbetare inom organisationen. Individens inläring ska göras tillgänglig för andra i organisationen. I dagsläget sker ingen kontinuerlig utbildning i SCA avseende värdebaserad styrning och CVA, men under följande år kommer detta att förändras.

Ett bonussystem knutet till CVA utformades 1997. Det är relaterat till de olika affärsområdena inom företaget och är baserat på den tillgångsmassa som finns i det enskilda affärsområdet. Bonussystemet omfattar främst chefer men har på senare år vandrat längre ner i organisationerna. De intervjuade personerna anser att bonussystemets utformning är viktig för att en implementering av värdebaserad styrning ska ge ett bra resultat.

Bonusen anses ha underlättat den kulturella förändringen inom organisationen. En av de ansvariga för implementeringen av VBM säger: "Bonusen har här varit en positiv faktor eftersom den tvingar cheferna att lära sig samt förstå det nya systemet." Alla investeringskalkyler baseras på CVA och det kräver att samtliga förstår systemet. Inom SCA har det varit svårast att förändra ekonomichefernas syn på verksamheten, då de är vana att styra utifrån redovisningen. Ingenjörerna tog däremot till sig CVA-tänkandet snabbare. Det krävdes dock att samtliga chefer förstod värdebaserad styrning och CVA då det snabbt utvecklades till ett sätt att kommunicera i styrelsen och i övriga organisationen. Det är relativt svårt att förankra synsättet i fabrikena. Där kommuniceras det fortfarande med internränta och pay-off. En av de intervjuade menar dock: "Förutom detta anser jag att i organisationen som helhet har kulturen och beteendet förändrats successivt." Han menar också att bonussystemet har stor betydelse för denna förändring och att "det är en nödvändig koppling för att lyckas med CVA".

Någon strukturförändring i organisationen har inte genomförts för att anpassa till den värdebaserade styrningen. Spridningen av det värdeskapande tänkandet är nu på väg att genomsyra hela organisationen. Målet är att tänkandet ska nå fabriksgolvet, men det är dock svårt att få hela organisationen att tänka i dessa ekonomiska aspekter. Spridningen har utvecklats successivt och under de tre senaste åren har integreringen skett mer naturligt än de första tre. Det är en lång process att förändra tänkandet i en så pass stor organisation som SCA.

#### 4.1.4 Användning av värdebaserad styrning

##### 4.1.4.1 Avkastningskrav

CVA-modellen påverkar till stor del utseendet på SCA:s arbete för att uppnå värdeskapade. Precis som CVA förespråkar delar SCA upp investeringar i strategiska och icke-strategiska. De icke-strategiska genomförs för att underhålla de strategiska investeringarna och benämns i SCA för löpande investeringar. De strategiska ska inte ligga SCA:s kassaflöde ”till last”. SCA:s kassaflöde från den operationella verksamheten minus rörelsekostnaderna, finansiella kostnader och skatter är rent teoretiskt tillgängligt för aktieägarna. En intervjuad person visade ett exempel: SCA hade en vinst på 6,7 Miljarder SEK förra året. Det beslutas sedan hur stor del av denna vinst som ska användas till strategiska investeringar, utdelning och för att betala av låneskulden. Normalt delar SCA ut en tredjedel av rörelsens kassaflöde<sup>136</sup>. Strategiska investeringar genomförs om den förväntade avkastningen överstiger SCA:s avkastningskrav (WACC) på 7,3 %. Om företaget inte finner investeringar som överstiger WACC, delas kassaflödet ut till aktieägarna. I SCA är den lägsta gränsen ett CVA-index på 1,2. Alla investeringar godkänns dock inte eftersom kapitalallokeringen ligger på huvudkontorets ansvar.

En av de intervjuade personerna anser att det är svårare att finna vägar för att göra den befintliga tillgångsmassan värdeskapande, än att skapa värde genom expanderings. Det är viktigt att göra de korrekta löpande investeringarna, då dessa till stor del påverkar den befintliga tillgångsmassan.

##### 4.1.4.2 Bonussystem

Samtliga intervjuade menar att kopplingen mellan styrmodellen och bonussystemet leder till större sannolikhet för framgång i förvärven, då det annars är lätt att förvärva godtyckligt. En av de intervjuade personerna säger att ”bonussystemet är viktigt för att verksamheten verkligen ska generera vad man utlovat”. Om avkastningskravet är 7,3 % och man har lovat 10 % så måste detta uppnås. Det motiverar således medarbetarna att uppnå de avkastningskrav som satts upp. En annan intervjuad person anser att kopplingen till CVA leder till ett mer rättvist utformat bonussystem vid lönsamma investeringar, då bonusen fördelas mer riktigt över tiden. När bonusen kopplas till t.ex. ROCE minskar bonusen när chefen väljer att expandera. Detta p.g.a. att vinsten minskar vid expansion, vilket i sin tur leder till minskad ROCE.

---

<sup>136</sup> SCA Årsredovisning 2000.

#### **4.1.4.3 Värdedrivare**

SCA har identifierat ett antal värdedrivare, vilka påverkar beslutsfattandet inom organisationen. Värdedrivarna utgörs främst av faktorer som utgör kassaflödesmodellen, exempelvis det årliga kassaflödet och förändringen i rörelsekapitalet. Dessa sätts i relation till kapitalkostnaden. För att finna strategiska investeringar som skapar mervärde, fokuserar SCA på lönsam tillväxt.

#### **4.1.4.4 Sätta upp mål**

Vid beslutandet av kassaflödesmål utgår SCA från avkastningen på historiska investeringar och avkastningskrav på kommande strategiska investeringar. Målen sätts både enskilt för varje affärsområde och som helhet för koncernen. Målen anges i termer av rörelsens kassaflöde (efter räntekostnader och skatt) och fastställs efter uppräknig av tidigare års mål utan hänsynstagande till rådande konjunktur. Utifrån kassaflödesmålet kan även avkastning på sysselsatt och eget kapital härledas<sup>137</sup>.

Grundmålen sattes upp första gången 1996 och utvärderas sedan vart tredje år. Efterhand som nya investeringar genomförs höjs kassaflödesmålet eftersom nya avkastningskrav skapas. Förvärvsteamet i varje affärsområde räknar fram olika investeringsmöjligheter och lägger fram dessa för huvudkontoret, där de godkänns eller förkastas. De flesta mål sätts alltså upp längre ner i organisationen, men det finns även övergripande mål från toppen och ner. De olika affärsområdena är således mycket decentraliserade, men alla strategiska investeringsbeslut tas alltså slutligen av huvudkontoret. I övrigt styrs verksamheten av de enskilda affärsområdena. Det är enligt SCA viktigt att ”matcha ansvar och möjligheter att påverka” för att få bästa möjliga resultat av värdebaserad styrning.

#### **4.1.4.5 Uppföljning**

Dessa mål följs sedan upp genom utvärdering av de investeringar och förvärv som gjorts inom affärsområdena. Denna utvärdering görs med hjälp av det som finns dokumenterat i beslutsunderlaget. I underlaget finns väldefinierade målsättningar och nyckeltal. SCA har även en finansiell manual, vilken anger hur uppföljningen ska ske. Den uppger bl.a. att uppföljningen ska ske senast ett år efter genomförandet. I praktiken genomförs dessa löpande vid möten med de olika

---

<sup>137</sup> SCA Årsredovisning 2000.

affärsgrupperna. De berörda personerna utvärderar vad affärsområdet uppnått. Det förekommer dessutom en slutuppföljning efter två år.

#### 4.1.5 För- och nackdelar med värdebaserad styrning

Värdebaserad styrning och CVA har lett till att SCA har definierat en övergripande inställning till hur bolaget ska styras för att uppnå målen. CVA anses inom SCA även vara ett lätt och kommunikativt mått. Det leder till att en "röd tråd" kan skapas inom organisationen genom att olika investeringsalternativ kan jämföras. En annan positiv effekt är att kommunikationen har förbättrats både internt och externt. Uppföljningen och hanteringen av investeringar sker nu på ett mer professionellt sätt då en uppstramning av riktlinjer och rutiner utarbetats.

Ytterligare en positiv aspekt är att förståelsen från analytiker som följer SCA:s utveckling är stor. Kassafloedemåtten är nu etablerade och genom att styra kassafloendet på rätt sätt kommer det räknas in i den externa börsutvecklingen av aktien.

Värdebaserad styrning har inneburit att SCA med stöd av CVA har kunnat identifiera och förkasta olönsamma investeringar. Värdebaserad styrning fokuserar på värdeskapandet och CVA visar företagsledningen vilka investeringar som inte skapar något värde.

Förändringen av bonussystemet har också fått positiva effekter. Uppföljningen visar vilka som är ansvariga för lönsamma förvärv och investeringar, vilket leder till större bonus för dessa personer. Detta leder till en allmänt ökad strävan för medarbetarna att finna värdeskapande investeringar.

Ett problem med värdebaserad styrning med hjälp av CVA är den gråzon som finns beträffande klassificering av strategiska investeringar. "Är det en löpande eller en strategisk investering?". Skillnaden här emellan kan vara marginella, men leder till markanta skillnader i resultatet ur styrningssynpunkt. Detta innebär att denna klassificering har mycket stor betydelse. En investering som klassas som en löpande tas direkt upp i resultaträkningen medan en strategisk ger ett nytt kassafloedeskav för affärsområdet, vilket i sin tur påverkar bonusen inom affärsområdet.

Det faktum att CVA inte är kopplat till bokföringen anser en av de intervjuade kan leda till dubbelarbete eftersom t.ex. uppföljningen sker vid sidan av bokföringen. Detta leder till en större komplexitet och den intervjuade menar vidare att det vore

enklare om man endast styrde med hjälp av bokföringen. Samma person var dock medveten om vilka brister den tidigare styrningen hade.

Något som kan beaktas som negativt, vilket vi tidigare poängterat, är att SCA i stort sett är ensamma om att använda CVA. ”Resultatet blir att analytiker inte har samma möjlighet att jämföra SCA med andra företag”. Detta leder till att SCA måste presentera andra nyckeltal externt för att analytikerna ska kunna göra sin bedömning och jämförelse med andra företag.

#### 4.1.6 Värdebaserad styrning i framtiden

Intervjupersonerna menar att värdebaserad styrning i framtiden troligen kommer att ha en stor betydelse. Flera andra företag, såsom Volvo, ABB och Ericsson, har börjat anamma teorierna. Detta kommer att gynna SCA som ligger långt fram i utvecklingen.

Värdebaserad styrning är ett bra sätt att kommunicera med kapitalmarknaden. Analytiker och investerare koncentrerar sig på nuvärde av kassaflöde och diskonteringsräntor. Det finns dock fortfarande få företag som använder sig av samma modeller. En intervjuad person menar: ”Jag hoppas att detta blir bättre i framtiden så att man lättare ska kunna jämföra företag.” Det finns företag som säljer analyser till investerare. Dessa metoder påminner mycket av CVA men baseras ofta på extern data. Ett exempel som ges är HOLT:s CFROI.

En intervjuad person menar att faktorer som olika företag fokuserar på går i ständiga cykler. Nu är det stor fokusering kring kassaflödet och vinst per aktie. Man försöker hela tiden finna nya parametrar för att öka jämförelsen mellan företag. Värdebaserad styrning anses dock vara givande och kommer troligen att stanna kvar en tid framöver.

En annan intervjuad person menar att ”VBM måste gå från att vara en form av religiöst tänkande till att bli ett verktyg som i sin tur leder till bra kommunikation”. Han påtalar komplexiteten i mätandet vilket är en utmaning att förstå. Komplexiteten har inneburit att utvecklingen av värdebaserad styrning har gått mycket långsamt. Han hänvisar till en artikel som skrevs 1967. Denna påtalade att företag inte borde använda redovisningsbaserade mått för att mäta en divisions resultat. Värdebaserad styrning är således inget nytt angreppssätt. Trots dagens intensiva debatt, där kunskap i stor omfattning förmedlas, har inte fler företag anammat värdebaserad styrning. Han menar att det krävs större informationsutbyte för att kunna uppnå optimalt resultat.



## 4.2 Vattenfall

### 4.2.1 Företagsbeskrivning

Vattenfall har en lång och mångsidig erfarenhet av svensk och nordisk elproduktion, distribution och försäljning. Bolaget satsar även på den finska, polska och tyska marknaden. Bolagets elproduktion skapas genom kärnkraft, vattenkraft, vindkraft, och värmekraft. Vattenfalls kraftverk producerar hälften av Sveriges totala kärnkrafts- och vattenkraftsproduktion. Vattenfall skiljer på produkter riktade till privatkunder respektive företagskunder och olika priserbjudande samt elproduktionsalternativ görs tillgängliga. Privatkunder kan exempelvis välja mellan vindel eller vattenel och mellan fastprisavtal eller rörligt pris. Företagskunder har ett större utbud att välja på, där även andra energilösningar och konsulttjänster finns tillgängliga. Vattenfall erbjuder även telefonitjänster till både privatkund och företagskund.<sup>138</sup>

Vattenfall har de senaste åren genomgått en rad förändringar. Sedan 1992 är Vattenfall omorganiserat från statligt verk till aktiebolag. Till följd av en fri elmarknad möter bolaget nya påtryckningar i form av kunders krav och önskemål. Sedan januari 2001 har Vattenfall en ny decentraliserad organisation med självständiga resultatenheter. Därutöver finns fem koncernledningsfunktioner och en enhet för koncernrevision. Resultatenheterna är tretton till antalet varav en är Elproduktion Norden, vilken nu ska införa värdebaserad styrning.<sup>139</sup>

### 4.2.2 Varför värdebaserad styrning i Vattenfall?

Vattenfall implementerar för närvarande värdebaserad styrning och CVA i enheten Elproduktion Norden. Användningen påbörjas under år 2002. Beslutet att införa värdebaserad styrning grundade sig på att företagsledningen ansåg att den traditionella redovisningsbaserade styrningen var bristfällig. Intervjupersonerna menar att de tidigare använda måtten var kortsiktiga och grundade sig på redan fattade beslut. En brist var också att besluten grundade sig på ett mått, men följdes upp med ett annat mått, vilket gav en felaktig styrning. Genom införandet av värdebaserad styrning förväntar sig Vattenfall att "man ska mäta och styra på rätt sätt genom att bli bättre på att fatta rätt beslut". Vidare räknar bolaget med att förbättra förbrukningen av begränsade resurser och en allmänt effektivare uppföljning av beslut. En annan anledning är att CVA kontinuerligt, period för period, ger en signal om hur lönsamheten utvecklas.

---

<sup>138</sup> Vattenfall Årsredovisning 2000.

<sup>139</sup> Ibid.

På frågan varför Vattenfall valde CVA som ett verktyg för värdebaserad styrning, svarade en av de intervjuade personerna att bolaget har en mycket kapitalintensiv verksamhet med många tunga investeringar. Genom att välja CVA framför t.ex. EVA kommer fokus att ligga på kassaflödet, vilket är en faktor som Vattenfall behöver koncentrera sig på. En av de intervjuade personerna menar att ”nu införs värdebaserad styrning med fokus på kassaflöde, värde och vilka investeringar som ger mest pengar tillbaka. Vi styr då på hur mycket pengar vår verksamhet genererar d.v.s. kassaflödet, både årets kassaflöde och framtida kassaflöden”.

#### 4.2.3 Implementering av värdebaserad styrning

För att genomföra en implementering av värdebaserad styrning i Vattenfall har en ansvarsfördelning skett i form av olika delprojekt. Det finns en huvudansvarig för hela projektet och vidare är delprojekten uppdelade i incitament, SIM<sup>140</sup> (Strategic Investment Mapping) och utbildning/kommunikation. I delprojekten medverkar representanter från olika delar av affärsenheten.

En av de intervjuade personerna anser att det har varit en stor delaktighet från olika parter inom organisationen. Både tekniker och ekonomer har deltagit i arbetet för att kunna åstadkomma en mer gemensam styrning. Tidigare under året har de delaktiga arbetat fram en handlingsplan och definitioner på olika begrepp. För närvarande är utbildningsprojektet och belöningsprojektet i fokus.

Målet med utbildningen är att alla chefer och ekonomer ska få förståelse för värdebaserad styrning och för den nya styrmodellens roll samt möjligheter inom Elproduktion Norden. Den ska även ge ekonomer och chefer ett stöd för att skapa relevanta beslutsunderlag. Vattenfalls kommunikationsmål är att alla medarbetare inom affärsenheten ska ha förståelse för värdebaserad styrning.

För att förbättra kommunikation sker informationsspridningen främst via fyra kanaler. Chefen för Elproduktion Norden ska använda personaltidningen för att kommentera läget i projektet. Vidare uppdateras affärsområdets Intranet kontinuerligt. Dessutom genomförs seminarier för chefer samt utbildning för chefer, ekonomer och SIM-specialister. Seminarierna, de s.k. sökkonferenserna, har som syfte att skapa förståelse för värdebaserad styrning genom att ett antal frågeställningar diskuteras. Metodiken bygger på att förståelse och förändringar i arbetssättet får genomslag genom delaktighet och öppenhet i dialogen.

---

<sup>140</sup> Ett verktyg inom CVA som underlättar investeringsbeslut. Inom Vattenfall används den för att kartlägga kapitalbasen inom kärnkraften och vattenkraften. Den används för att presentera och analysera kapitalbasen samt vilket kassaflödeskrav anläggningarna genererar.

#### 4.2.4 Planerad användning av värdebaserad styrning

När Vattenfall påbörjar användningen av den nya styrningen ska det värdebaserade tänkandet genomsyra hela affärsområdet. Tillämpningen av CVA kommer främst att omfatta beslutsfattare och stödfunktioner såsom ekonomer och tekniker som medverkar vid skapandet av beslutsunderlagen.

Beslutsunderlagen och bestämmande av mål kommer att ske långt ner i organisationen. Det finns dock vissa operativa kassaflöden och CVA-index som är centralt bestämda. Utöver detta tas många av målen fram av enheterna själva, eftersom många av investeringarna byggs upp underifrån. Detta är genomförbart med en interaktiv kommunikation. En av de intervjuade personerna nämner kärnkraften där kassaflödet kommer att tillämpas ner på reaktornivå. Företaget strävar också efter att övriga styrmål sätts så långt ner som möjligt i organisationen för att ta fram individuella målsättningar.

Bonussystemet kommer att vara kopplat till CVA i form av operativt kassaflöde. En av de intervjuade personerna anser att detta skapar engagemang och förståelse främst hos beslutsfattare och stödfunktioner. Bonussystemet kommer också att omfatta alla anställda. De olika enheterna inom organisationen har enskilda mål för operativt kassaflöde. Uppnås målet utfaller bonusen och den är lika stor för alla. Bonusmodellen är bara delvis kopplad till CVA. Det finns även andra parametrar som inverkar på hela bonusmodellen.

Vattenfall har stor tilltro till den nya styrningsmodellen och tror att investeringsbeslut och uppföljning av dessa kommer att ske på ett bättre sätt. Vattenfall kommer dock inte att förkasta alla sina gamla styrmodeller. Sedan år 1997-98 använder företaget BSC (Balanced Scorecard) och har för avsikt att behålla den för att inte tappa förståelse för verksamheten som helhet. Förändringen som har skett är att Vattenfall har bytt ut den finansiella delen i BSC till CVA.

## 5 Guide för värdebaserad styrning

*Inledningsvis följer en beskrivning av vad vi anser vara viktiga reflektioner avseende tillämpningen av värdebaserad styrning. I detta kapitel redogör vi för guiden som är utformad utifrån teorin, empirin och egna åsikter.*

### 5.1 Reflektioner kring värdebaserad styrning

Vi har funnit att det finns ett antal anledningarna till varför företag överväger att implementera värdebaserad styrning. På senare år har fokuseringen kring aktieägarvärdet ökat. Företag försöker finna nya vägar för att skapa detta värde. En strävan efter att skapa värde för aktieägarna, dels för att attrahera nya men även för att behålla existerande ägare. Företag upplever ökad press från institutionella aktieägare att öka värdeskapandet, försämrade marknadsposition, missnöje med de traditionella redovisningsmått eller en önskan om att fokusera på aktieägarvärdet för bibehålla eller öka sin konkurrenskraft. Vi anser dock att fokuseringen kring aktieägarvärdet inte får överdrivas. Det finns andra aktörer på marknaden att ta hänsyn till förutom aktieägarna. Det finns också en stor risk för att företagsledningen förlorar det långsiktiga tänkandet då finansmarknaden kan bidra till kortsiktigt beteende. De största effekterna av värdebaserad styrning uppkommer inte förrän efter ett par år, vilket innebär att företagets chanser för att lyckas ökar om företagsledningen tänker långsiktigt.

Vidare skiljer sig redovisningsregler avsevärt åt länder emellan. Värdebaserad styrning är på så sätt också avsett för att underlätta jämförelsen med konkurrenter. Trots att värdebaserad styrning har blivit en allt vanligare företeelse under det senaste årtiondet kan det vara svårt att genomföra jämförelser med konkurrenter i praktiken. Om företag tillämpar måttet EVA finns det ett flertal justeringar som bör genomföras enligt dess grundare Stern Stewart & Co. Vad är det som säger att jämförande företag genomför exakt samma justeringar? Svenska Cellulosa AB har tillämpat CVA sedan ett antal år tillbaka i tiden. Fortfarande finns det få aktörer som företaget kan jämföra sig med.

För att värdebaserad styrning ska få effekt anser vi att företagen måste vara villiga att genomföra de åtgärder som krävs för att uppnå värdeskapande. Det krävs

också att företag är "leaders" samt att företagsledningen understödjer kompensation kopplade till värdebaserade mått. Om företagets värdebaserade styrmodell visar att en verksamhetsdel är olönsam bör denna läggas ner. Företag som måste tillgodose människors behov i hela landet exempelvis Apoteket, kan inte lägga ner verksamheten i de områden där den inte är lönsam. Dessa företagstyper kommer således inte att få optimal effekt av värdebaserad styrning. Dessa företag ska dessutom bidra till den totala välfärden för människorna i samhället. Vi anser därför att dessa företag inte bör fokusera på skapandet av aktieägarvärde. Detta resonemang menar vi gäller även företag med en centraliserad organisation samt för icke-vinstdrivande företag.

Vi anser att värdebaserad styrning är lämpad för både stora och små företag. De styrmodeller som används för att understödja värdebaserad styrning är dock ofta för kostnadskrävande att implementera för mindre företag. Vi anser att värdebaserad styrning är bäst lämpad för kapitalintensiva företag. Det kan utgöra ett effektivt styrmedel för de företag som befinner sig på en konkurrensutsatt marknad och behöver hjälpmedel för att behålla sin position. Ett företag som anammar värdebaserad styrning behöver nödvändigtvis inte bli bättre än konkurrenterna, men det ger dem en fördel genom att de effektivt kan allokera resurserna där värdeskapandet är högt. Mindre företag kan dra fördelar av att tänka i termer av värdebaserad styrning. Det finns flertalet exempel på företag som lyckats med VBM. Det stora antalet metoder samt komplexiteten i kalkyleringen kräver dock stort engagemang och stor kunskap hos företagsledningen och medarbetare.

Vid val av värdebaserad styrning som styrningsmetod krävs att företaget implementerar samt använder värdebaserad styrning på ett för företaget korrekt sätt. Guiden som vi framställer nedan har som syfte att underlätta detta för företag. Genom att ta till sig några av våra råd kan implementeringsprocessen förkortas och en mer smärtfri användning komma till stånd. Vi vill dock poängtera att olika företag behöver genomföra fler eller färre förändringar beroende på befintlig företagsledning, organisation och styrning.

## 5.2 Guide för värdebaserad styrning

I detta avsnitt redogör vi för våra bakomliggande resonemang avseende de nio steg som vi anser att företag bör följa vid implementering och användning av värdebaserad styrning. Dessa nio steg behandlas i avsnitten 5.2.1 – 5.2.9. I avsnitt 5.2.10 sammanfattas guiden i en modell för att läsaren ska få en bättre överblick.

### 5.2.1 Förmedla värdeskapande

Utgångspunkten för att implementera värdebaserad styrning är att företaget vill förändra ett beteende. Grunden till värdebaserad styrning i ett företag utgörs av ett värdebaserat tankesätt. Organisationen vill uppmuntra ledare och anställda att tänka som om de vore ägare. Vi tycker det är angeläget att det finns en strävan efter att motivera ett värdeskapande beteende inom organisationen. Detta kräver att medarbetarna engagerar sig samt känner ansvar för värdeskapandet utifrån värdebaserad styrning.

Vi anser att det är viktigt att företagsledningen förstår och understödjer förändringen. Förankringen av detta tankesätt hos företagsledningen är essentiellt för den värdeskapande styrningen. Företagsledningen måste också vara beredd att genomföra tekniska och administrativa förändringar. Det är av stor vikt att företagsledningen är fullt medveten om att värdebaserad styrning är kapitalintensivt och kräver ett stort engagemang från samtliga anställda i företaget. Om denna insikt inte finns från början, riskerar man att avveckla värdebaserad styrning innan resultaten visar sig.

Hela organisationens beteende d.v.s. organisationskulturen måste också förändras. Detta kan bl.a. underlättas av ett välfungerande bonussystem, vilket vi behandlar i avsnitt 5.2.6. Det råder delade meningar bland praktiker och teoretiker huruvida hela eller endast en del av organisationen bör genomsyras av värdebaserad styrning. En del menar att endast ledning och chefer behöver ta hänsyn till värde och CVA vid utformandet av strategier och beslut. Andra menar att tankesättet ska vara väl förankrat från ledning till fabriksnivå. Mindre beslut som tas längre ner i organisationen är viktiga för att företaget ska generera maximalt värde. Vi är därför av den åsikten att en organisation kan dra fördel av att värdebaserad styrning genomsyrar hela organisationen.

Inom företaget kan det vara effektivt att skapa en känsla av brådskande förändring. Detta för att alla ska förstå behovet av förändring, men även för att processerna ska gå fortare. Här är det viktigt att väcka alla medarbetares engagemang och förståelse. Vi anser vidare att man bör vara medveten om att

förändra de anställdas tankesätt är en process som tar väldigt lång tid. Samtidigt är det viktigt att låta det ta den tid det tar, då tänkandet måste mogna inom organisationen för att ge full effekt. Vi utreder förändring av en organisations kultur ytterligare i avsnitt 5.2.5.

Värdebaserad styrning kan tyckas vara enkelt rent teoretiskt. Vi anser det vara viktigt att vid implementeringen av värdebaserad styrning se till helheten och inte enbart fokusera på att förändra redovisnings- och kontrollsystem. Företaget bör betrakta värdebaserad styrning som en livsstil och inte bara som en tillfällig styrform. Vi anser också att det är viktigt att hela organisationen har värdeskapandet som det primära målet. Det kan annars lätt uppstå motstridigheter och splittring. En av företagets främsta framgångsfaktorer är känslan av samhörighet och gemensam strävan efter företagets mål och visioner. Mål och visioner är den röda tråd som bör sammanlänka hela organisationen. Okorrelerade mål och gruppindelningar kan omintetgöra även det bästa företaget.

Förutom att fokusera på värdeskapande anser vi att företaget behöver sätta upp andra mål som är icke-finansiella. Dessa ska främja innovation, kundtillfredsställelse och trivsel bland de anställda. Mål som dessa behöver inte konkurrera med de värdeskapande. Istället är de ett komplement till det direkt värdeskapande måttet. Därefter bör man skapa ytterligare kvantitativa mål förutom de diskonterade kassaflödena. Detta åstadkoms utifrån marknadens och branschens förväntningar. Värdebaserad styrning i t.ex. endast en av företagets resultatenheter, skulle kunna fungera. Vi menar att om resultatenheten i fråga är avskild från den övriga verksamheten, skulle det fungera med värdebaserad styrning i endast en del av företaget.

Förutom att förmedla fokuseringen på värdeskapande inom organisationen krävs det en kungörelse om detta även till externa aktörer. Vi anser att företaget bör klart och tydligt fastställa användningen av värdebaserad styrning för externa intressenter såsom aktieägare, analytiker och andra marknadsaktörer. Detta är minst lika viktigt som att man bör sprida tankesättet inom organisationen.

## 5.2.2 Välj styrmodell

Det finns ingen universell styrmodell. Att lyckas med värdebaserad styrning behöver inte vara avhängig vilket modell som tillämpas. Det gäller dock att finna den styrmodell som är bäst lämpad för företaget. För vissa företag kan EVA eller CFROI vara lämplig. Företaget bör i möjligaste mån undvika räkningskomplexitet. Ett mer komplicerat värderingssystem behöver inte betyda att man får ett bättre resultat. Det kan istället leda till att man missunnar den viktiga

helheten och att förändra företagskulturen. Ju enklare måttet är desto lättare är det för de berörda att förstå och använda sig av måttet.

EVA, CVA och CFROI är exempel på tre modeller som företag kan välja att använda. EVA är en enkel modell som utgår från historiska värden i företaget. Vi är dock av den åsikten att värdebaserad styrning främjas av kassaflödesmodeller. Företaget tar då beslut utifrån kassaflödestillväxt och fokus sätts på framtiden. Vid tillämpningen av CVA, kommer man nära den traditionella investeringskalkylen i både beslut och uppföljning. Av denna anledning är det framförallt kapitalintensiva företag som bör tillämpa CVA för att effektivt kunna fokusera på kassaflödet.

CFROI är också en styrmodell som fokuserar på kassaflödet. CFROI förklarar på ett bra sätt den skillnad som ofta förekommer mellan marknadsvärdet och det redovisade värdet. Begreppet baseras dock på information som finns tillgänglig externt och på så sätt kan viktig intern information gå förlorad. Detta övervinner CVA, då modellens beräkningar görs utifrån all intern information som finns tillgänglig. Vi väljer att fortsättningsvis använda CVA som styrmodell i denna guide, då vi ser tendenser till att modellen kommer att användas i allt större utsträckning. Flera svenska företag har idag kontakt med Anelda för att eventuellt implementera CVA inom den närmaste tiden. Vi väljer dessutom att fokusera på CVA, då denna modell är ny och det finns förhållandevis lite skrivet om denna. Logiken uppfattas av användarna som enkel, men viss komplexitet kan uppstå då modellen är avskild från bokföringen. Vi vill poängtera att modellen kräver stor kunskap hos företagsledningen. Modellen lämpar sig mindre väl för små företag. Det finns ännu inte applikationer som passar små företag. Modellen är dessutom kostnadskrävande, vilket innebär att den framförallt i dagsläget riktar sig till kapitalintensiva företag.

Vi anser att värdemått för värdeskapande styrning såsom CVA inte bör användas som det enda prestationsmåttet i organisationen. Måttet bör ses som ett komplement. Man behöver sätta upp andra mål som är icke-finansiella. Andra kvantitativa mål förutom de diskonterade kassaflödena bör även skapas. Samtidigt bör man vara medveten om att kvarvarande gamla mått kan leda till motstridigheter. Man riskerar att de anställda i företaget fortfarande tänker i termer av gamla redovisningsbaserade mått. Företaget måste dock fortfarande arbeta med den traditionella redovisningen, då denna krävs enligt lag och kommuniceras externt.



### 5.2.3 Identifiera värdedrivare

De värdedrivare som identifieras har ofta koppling till den styrmodell företaget valt. Användning av CVA innebär att stor fokus läggs på kassaflödesutvecklingen och förändringen i rörelsekapitalet. Dessa ska sedan sättas i relation till kapitalkostnaden. Vi anser att kapitalkostnaden är den faktor förutom kassaflödet som företaget ska lägga stor tyngdpunkt på. Investeringarnas avkastning måste överstiga kapitalkostnaden för att värdeskapande ska uppnås. Företaget kan sträva efter att minska kapitalkostnaden. Räntekostnader bör kontinuerligt granskas och eventuellt omförhandlas.

Vi anser även att det är viktigt att fokusera på lönsam tillväxt. Vinstmarginalen påverkar i sin tur det kassaflödeskrav som företaget ställer på framtida investeringar.

Identifieringen av värdedrivare bör också enligt vår uppfattning ske på divisionsnivå. Större företag med diversifierade verksamheter bör ha sina egna värdedrivare för att på så sätt kunna fokusera på det enskilda verksamhetsområdets värdeskapande och styrning.

### 5.2.4 Skapa förändringsteam

Förändringar kräver bra kommunikation mellan ledningen och företagets övriga medarbetare. Vi anser därför att ett förändringsteam bör sättas samman. Detta team bör bestå av individer med stor kunskap och auktoritet. Personerna måste även ha ett stort intresse och engagemang rörande värdebaserad styrning. SCA hade ett antal eldsjälur som gjorde förändringen möjlig att genomföra. Detta team av eldsjälur ska förmedla ledningens mål till medarbetarna ute i organisationen. De måste även medverka till att dessa mål förstås av samtliga medarbetare samt att implementering genomförs.

Vattenfall har delat in projektgruppen i olika delprojekt. Dessa är ansvariga för de områden inom implementeringen, vilka vi anser vara viktiga, såsom utbildning, kommunikation, verktyg för styrning och belöningssystem. Projektgruppen bör vara ansvarig för att arbeta fram en handlingsplan för implementeringen och även definiera olika begrepp, vilka annars kan missförstås. Vid tillämpning av CVA bör det t.ex. klargöras vilka investeringar som är att ses som strategiska respektive icke-strategiska.

Vi anser att teamet bör bestå av ett relativt litet antal personer. En alltför stor grupp försvårar kommunikationen parterna emellan. Personerna i teamet bör ha

kunskap inom teknologi, human resources, redovisningen samt processförnyelse. Detta krävs för att de ska kunna förmedla och implementera värdebaserad styrning inom verksamhetens samtliga områden. Medlemmarna i teamet bör också komma från olika nivåer och verksamhetsgrenar inom organisationen. Detta förbättrar förståelsen och insynen inom de olika verksamheterna. Det bör även väljas en ledare för gruppen som anses ha stor kunskap och tilltro från ledningen.

Vi anser att detta team ska ha som uppgift att se till att förändringsarbetet blir effektivt. Som vi tidigare har påpekat kan förändringar inom organisationen mötas av motstånd. Teamet måste försöka bearbeta detta eventuella motstånd genom att poängtera vikten av förändringen samt vilka förbättringar som förändringen kommer att innebära. De måste arbeta för att uppnå en känsla av delaktighet hos medarbetarna, vilket kan främjas av personlig kontakt. Medarbetarna bör kontinuerligt informeras om vilka resultat som har uppkommit p.g.a. deras medverkan. Detta kan stärka effektiviteten i förändringsprocessen.

Gruppen bör också ha ansvar för hur utbildningen samt kommunikationen mellan de olika medarbetarna ska genomföras. Detta arbete vidareutvecklas i avsnittet nedan.

### 5.2.5 Utbilda medarbetare

Utbildning är enligt vår mening en av de tyngsta grundstenarna i värdebaserad styrning. För att lyckas bör samtliga medarbetare inom organisationen ha en djup kunskap och förståelse för värdebaserad styrning. Det krävs förståelse dels för *varför* man använder denna typ av styrning och dels för *hur* man använder den. Utbildningen bör även ge en uppfattning om vilka effekter värdebaserad styrning kan leda till i verksamheten. Vi anser att det krävs utbildning såväl inom värdebaserad styrning i sin helhet som inom CVA.

En del praktiker och teoretiker betonar ledningens och chefernas utbildning. Det läggs då fokus på utbildningen av dessa personer och det kan sedan ta flera år innan man involverar de lägre nivåerna i företaget. Enligt vår uppfattning känns detta halvhjärtat och torde hämma utvecklingen av värdeskapandet. För att förändringsprocessen ska effektiviseras är det viktigt att utbildningen i ett tidigt skede även sker på de lägre nivåerna inom organisationen.

Enligt ovanstående resonemang kan man lätt få en uppfattning att alla anställda bör få så mycket utbildning som möjligt. Utbildning är dock kostnadskrävande, vilket innebär att det måste ske en avvägning vilka personer som bör delta i utbildningen. Vi menar att denna avvägning påverkas av hur djupt ledningen vill

förankra VBM inom organisationen. Vi anser att om företaget har som avsikt att låta det värdebaserade tänkandet genomsyra hela organisationen är det lämpligt att alla medarbetare också får den utbildning som krävs för att de ska anamma och förstå styrningen.

Som tidigare nämnts bör företagets förändringsteam ansvara för spridningen av den grundläggande kunskapen om värdebaserad styrning. Detta bör påbörjas redan innan CVA införs som styrmedel och bör också sedan kontinuerligt fortsätta. Enligt vår mening blir den naturliga tyngdpunkten i utbildningen CVA, då full förståelse och acceptans för denna modell automatiskt leder till värdebaserad styrning. CVA täcker många finansiella aspekter inom styrning av ett kapitalintensivt företag.

Vid implementering av CVA i organisationen, tillhandahåller Anelda konsultexpertis, dokumentation och mjukvara. De utbildar endast en mindre del av medarbetarna. För att förankra ett värdebaserat synsätt samt styrverktyget CVA, ligger ansvaret på förändringsteamet med stöd från företagsledningen. Vi anser att företaget skulle kunna använda sig av konsulterna vid utbildning av samtliga berörda medarbetare, då de besitter den största kompetensen. Vi anser att en kombination av konsulter och utbildning av företagets egna medarbetare borde leda till den bästa lösningen. Konsulterna innehar viktigt specialkompetens om CVA medan medarbetarna har den största kunskapen om hur organisationen fungerar. Konsulterna skulle även kunna ge indikation på att det är en viktig förändring företaget står inför, vilket kan medverka till att medarbetarna tar till sig förändringen snabbare. För att man verkligen ska lyckas med värdebaserad styrning, fordras det ett stort engagemang och en stor medvetenhet hos ledning och chefer. Drivkraften för förändringen bör, som tidigare nämnts, komma från dem.

Utbildningen kan givetvis genomföras på olika sätt beroende på företag. Den bör dock ske kontinuerligt efter behov. Vi anser att det viktigaste är att man har en öppen kommunikation som möjliggör att medarbetarna enkelt kan få svar på de frågor som uppkommer.

En effektiv och omfattande utbildning leder till att förändringsprocessen går fortare genom organisationen. Utbildningen leder förutom till kunskapsgenerering också till att företagskulturen förändras. Detta framkom även under våra intervjuer. Medarbetare inom SCA anser att kulturen inom organisationen har förändrats. Medarbetarna har blivit delaktiga i ett nytt tankesätt och CVA-tänkandet finns numera förankrat långt ner i företagets organisation. Det har också framkommit vilket är förenligt med teorin att det tar tid att förändra en organisationskultur. Enligt experterna uppgår implementeringsperioden av CVA

till cirka ett år för ett stort företag och ett par månader för ett mindre. Därefter måste även andra system såsom bonus- och kommunikationssystem inom företaget förändras. För SCA har förankringen av det värdebaserade synsättet tagit ett flertal år. Detta kan dock också ha sin förklaring i att SCA:s organisation är omfattande.

Som uppmärksammats både i teorin och i praktiken kan nyanställningar av kompetent personal underlätta förändringsprocessen. Organisationen kan förändra kulturen genom att förändra urvalet av medarbetare. Exempelvis kan företagsledningen vilket också har framkommit i våra intervjuer, se till att anställa individer som accepterar organisationens värderingar och som innehar specifik kunskap om värdebaserad styrning. Dessa personer kan påverka de andra i en positiv riktning. Genom att dela med sig av kunskapen kan spridningen påskyndas samtidigt som varje individ får en ökad kompetens. En fara kan vara att dessa personer kan vara färgade av sin tidigare organisation, vilken kanske inte hade samma förutsättningar som den nuvarande.

## 5.2.6 Utforma belöningssystem

Det är mycket svårt att genomföra omfattande förändringar i stora och komplexa företag. Förändring av medarbetarnas beteende och värderingar är kanske det svåraste med värdebaserad styrning. Vi anser att belöningssystemet är företagets främsta verktyg för att få samtliga anställda till att sträva efter att uppfylla mål.

Om målet är att skapa aktieägarvärde, anser vi att företaget bör välja ett prestationsmått som baseras på värdeskapande samt koppla compensationen till detta mått. Det finns tyvärr inget universellt belöningssystem som passar alla företag. Det kanske bör finnas andra parametrar och drivkrafter i hela bonusmodellen och att kopplingen till CVA endast är en del i den.

Kopplingen mellan CVA och belöningssystemet leder till värdeskapande förvärv och investeringar. CVA ger en rättvis bonus vid lönsamma investeringar. Det beror på att CVA fördelar bonusen mer riktigt över tiden medan t.ex. ROCE efter ett par år visar neråtgående siffror. Vid användningen av ROCE får cheferna lägre bonus om de väljer att expandera. Vi ifrågasätter om bonussystemet endast bör baseras på värdebaserade mått såsom diskonterat kassaflöde. Om belöningen enbart baseras på nuvärdet av framtida kassaflöde, kommer belöningen att grundas på antagningar och inte på verkliga resultat. Vi anser däremot att CVA-modellen är ett bra komplement i ett belöningssystem, då det ger ett långsiktigt perspektiv som balanserar andra kortsiktiga redovisningsbaserade mått.

Vi anser att bonusen bör bestämmas beroende på affärsområde. Ett bra exempel på bonussystem kan vara följande. Det kan finnas ett avkastningskrav för varje år som baseras på den tillgångsmassa respektive affärsområde har. Om affärsområdet får exempelvis en miljard för en strategisk investering ökar således även avkastningskravet med en viss procentsats. Ett alternativ är att de olika enheterna inom organisationen har sina egna mål för operativt kassaflöde. Om detta mål uppnås, utfaller bonusen vilka berör samtliga medarbetare.

Det råder delade meningar angående om bonussystemet skall beröra alla anställda eller endast en del. Är aktieägarvärde bäst lämpat för att mäta avdelningar långt ner i organisationen? Ska belöningen istället baseras efter prestation relaterat till värdedrivare? Vi anser att medarbetare långt ner i organisationen har svårt att härleda någon koppling mellan aktieägarvärdet och deras prestationer. Bonussystemet bör baseras på faktorer som de själva kan påverka. Bonussystemet som är kopplat till CVA bör sättas igång först efter att företaget implementerat värdebaserad styrning och CVA. Om man inför CVA och bonus direkt, kan det medföra en risk att bonusen styr implementeringen.

### 5.2.7 Fokusera på investeringsbeslut

Investeringsbesluten är det som avgör värdeskapandet i företaget. Vid användningen av CVA-modellen ska företaget dela upp investeringarna i strategiska och icke-strategiska. Vi har fått uppfattningen att skiljelinjen mellan dessa två är otydlig. Besluten blir då ytterst subjektiva och det blir svårt att göra en jämförelse mellan olika avdelningar och mellan företag. Detta kan leda till att värdeskapandet försvåras. Vi anser därför att företaget bör utarbeta en manual, i vilken det görs en noggrann genomgång av vad som skiljer de två typerna åt. Detta kan naturligtvis variera för olika verksamheter. Detta innebär att det kan finnas ett behov av olika manualer för olika verksamhetsområden. Företagsledningen måste ha stor kunskap om denna skiljelinje vid de investeringsbeslut som sedan tas.

Investeringsbeslutet bör grundas på det styrintstrument som valt att tillämpas. Vid tillämpning av CVA baseras beslutet på CVA-index. De olika verksamhetsdelarna ska identifiera potentiella investeringar och sedan genomföra beräkningar för beslutsunderlaget, som resulterar i ett CVA-index. Företagsledningen bör sätta upp riktlinjer för inom vilka gränser CVA-index bör vara, för att investeringen ska få genomföras. Vi anser att dessa riktlinjer kan leda till viss manipulation inom affärsområdena för att beräkningar ska leda till önskat index. Det är därför viktigt att företagsledningen vid investeringsbeslut undantar vissa investeringar från lägsta CVA-indexnivån. Om ett förvärv eller en investering passar in i den

befintliga tillgångsstrukturen eller genererar synergieffekter bör CVA-indexet inte vara av avgörande betydelse för investeringsbeslutet. Alla investeringar som ligger inom gränsindex kan dock inte genomföras. Vi anser att ledningen ska ta beslut om genomförandet av investeringar som bäst främjar det totala värdeskapandet. De investeringar som har högst CVA-index är kanske inte alltid de bästa. Ett för högt CVA-index innebär dessutom att de ansvariga kan få svårighet med att uppfylla målen. Deras bonus påverkas dessutom av dessa mål och om måluppfyllelsen misslyckas minskar bonusen. Alla investeringar måste dock uppfylla ett CVA-index på värdet 1 för att vara värdeskapande.

Vid investeringstillfället är det, som tidigare nämnts, viktigt att ha en klar definition rörande strategiska respektive icke-strategiska investeringar. Detta för att motverka felbedömningar. Om det inte finns en klar skiljelinje kan en beslutsfattare göra en godtycklig bedömning, vilken gynnar det berörda affärsområdet. Som nämntes i empirin kostnadsförs en icke-strategisk investering medan en strategisk påverkar kommande avkastningskrav. De icke-strategiska investeringar genomförs, som vi tidigare har påtalat, i syfte att bibehålla den strategiska investeringens värde. Kostnaderna för dessa investeringar bör därför tas med vid beräkningarna av den ursprungliga strategiska investeringen. Detta leder till ett större tillgångsvärde, vilket resulterar i ett högre avkastningskrav för det berörda verksamhetsområdet. Det är inte enbart de strategiska investeringarna som man bör fokusera på i värdeskapandet.

### 5.2.8 Följ upp mål & beslut

Vi menar att uppföljningen av de mål som ställts upp och de investeringsbeslut som tagits bör göras kontinuerligt. Det är viktigt att företaget snabbt identifierar olönsamma investeringar så att värdeskapandet kan bibehållas. Uppföljningen ska göras utifrån de dokument som finns i beslutsunderlaget. Kassaflödena bör uppgå till minst de prognostiserade. Om inte bör företagsledningen undersöka vilka åtgärder som kan vidtas eller om investeringen bör avvecklas. Ett negativt CVA-index visar att företaget måste stärka sin konkurrenskraft för att kunna fortsätta med ytterligare strategiska investeringar.

Uppföljningen bör ske senast ett år efter för att undvika eventuell kapitalförstöring. Åtgärdsprogram kan då påbörjas så fort som möjligt. Vi anser dessutom att kontinuerliga möten är en förutsättning för en effektiv uppföljning. Uppföljningen ska sedan kommuniceras internt för att medarbetarna ska se effekterna av den värdebaserade styrningen samt få en uppfattning om hur deras handlingar påverkar den totala verksamheten.

Uppföljningen bör även kommuniceras externt mot aktiemarknaden. Ett positivt CVA ger en tydlig signal till aktiemarknaden om att företaget lever upp till marknadens krav. Aktiekursen bör då stiga som ett resultat av det ökade värdeskapandet, vilket i sin tur leder till ökat aktieägarvärde.

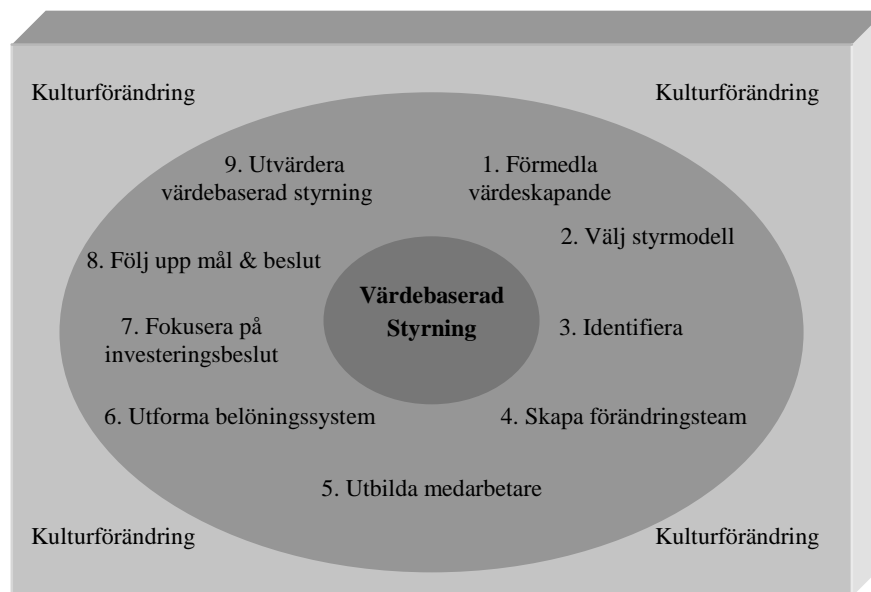
### 5.2.9 Utvärdera värdebaserad styrning

Avslutningsvis anser vi att det bör genomföras kontinuerlig utvärdering av den värdebaserade styrningen. Förändringsteamet bör undersöka vilka effekter förändringar fått samt attityder ute i organisationen. Teamet ska sedan förmedla detta till företagsledningen. Vi anser att företagsledningen tillsammans med teamet sedan ska utveckla strategier för det fortsatta arbetet med värdebaserad styrning. Om en utvärdering visar att önskade effekter inte uppnåtts bör åtgärder vidtas. Vi rekommenderar då att företaget går igenom samtliga steg i guiden för att finna orsaker till de brister som förekommer. Företaget kan kontakta konsulter om det krävs förändring av styrmodellens applikationer så att dessa anpassas till organisationen.

Då budskapet om tillämpningen av värdebaserad styrning till externa aktörer är viktigt menar vi också att denna kontakt bör utvärderas i någon form. Detta för att företaget ska kunna erhålla en bild av olika analytikers inställning till värdebaserad styrning. Det kan ge företaget en uppfattning om utomståendes attityder till både styrning och mått samt om företaget uppnår det som det avser att uppnå med VBM.

Finner företaget att användningen av värdebaserad styrning inte motsvarar förväntningarna kan dess användning ifrågasättas. Företaget kanske inte är lämpat för att använda värdebaserad styrning. VBM kräver stora kraftansträngningar från företagsledning och företagets övriga medarbetare, vilket innebär att stora effekter bör uppnås.

## 5.2.10 Sammanfattande modell



Modellen ovan sammanfattar guidens nio steg. Vi anser att samtliga delmoment har påverkan på organisationens kultur, dock i varierande grad. Förändring av organisationskulturen är till stor del avgörande för att företaget ska nå önskat resultat med VBM. Organisationskulturen måste förändras så att den överger de åsikter samt handlingar som understöds av den traditionella redovisningen. Den största påverkan sker under inledningsskedet då företagsledningen förmedlar det nya tankesättet i organisationen. Om företagsledningen misslyckas med att få till stånd en beteendeförändring i detta steg, misslyckas med stor sannolikhet även den värdebaserade styrningen.

Styrmodellen tvingar medarbetarna att förändra sitt tankesätt. När VBM införs sker stor del av kommunikationen utifrån styrmodellen. För att möjliggöra kommunikation inom organisationen krävs det att alla medarbetare förstår begreppet och dess tillämpning. Denna förståelse är beroende av gemensamma normer och värderingar. Detta ska förändringsteamet underlätta genom att tillhandahålla utbildning. Förändringen av organisationskulturen påverkas således mycket av hur förändringsteamets lyckas med sitt arbete.

Belöningsystemet ska motivera medarbetarna att göra riktiga investeringsbeslut utifrån det nya tankesättet. Vid uppföljningen blir sedan de medarbetare som tagit lönsamma beslut belönade. Avslutningsvis ska utvärderingen utvärdera om det nya tankesättet förankrats samt om kulturen har förändras så att förståelse för värdebaserad styrning och CVA skapats.



## 6 Slutsatser

Under uppsatsens gång kunde vi med hjälp av teori och empiri urskilja de faktorer, vilka till stor del kan avgöra resultatet av värdebaserad styrning. Värdebaserad styrning är en styrningsmetod som fokuserar på skapandet av aktieägarvärde. VBM ska med hjälp av vald styrmodell visa var och hur värde skapas inom organisationen. Vår guide utmynnade i nio steg, vilka företaget bör följa för att implementera och använda värdebaserad styrning. Vi anser att guiden fyller det tomrum som idag finns i teorin. Teorin belyser värdeskapandet i ett generellt perspektiv, men saknar information om hur detta konkret ska kunna uppnås av en styrmodell. Guiden åskådliggör hur ett företag i praktiken skapar värde med en tillämpning av en styrmodell, i vårt fall CVA.

Guiden visar inledningsvis vilka faktorer som bör beaktas vid implementeringen. Denna bör fokuseras på förmedlande av ett värdeskapande synsätt, val av styrmodell, identifiering av värdedrivare, skapande av förändringsteam samt utbildning av medarbetare. Vi har fått uppfattningen att utbildning inte fått tillräcklig uppmärksamhet vare sig i teori eller i praktik. För att det värdeskapande synsättet ska kunna förankras är utbildning av väsentlig betydelse. Vi anser därmed att företaget bör satsa mer på utbildning än vad som görs i dagsläget. Detta för att möjliggöra ett bättre utfall av värdebaserad styrning.

Den fortsatta användningen av värdebaserad styrning påverkas till stor del av val av styrmodell. Denna påverkar de investeringsbeslut som tas samt hur dessa följs upp. Vidare kopplas belöningssystemet till denna styrmodell. Denna koppling är mycket viktig för att uppmuntra medarbetarna till att arbeta efter det nya synsättet. Vi menar dock att även andra parametrar bör finnas i belöningssystemet. Belöningssystemet påverkar i sin tur även organisationskulturen.

Vi har även valt att poängtera de kulturella förändringar som sker till följd av en tillämpning av värdebaserad styrning. Vi anser således inte att det är organisationskulturen som påverkar hur implementering och användning bör ske. Vid en sådan stor förändring som en ny styrmetod såsom värdebaserad styrning innebär, måste kulturen förändras. Vi anser att VBM leder till naturliga förändringar av kulturen. Dessa kulturella förändringar är nödvändiga för att skapa en förståelse för gemensamma normer och värderingar. Detta leder i sin tur till en förändring i medarbetarnas agerande.

Vi är av uppfattningen att det går mode i användningen av styrmetoder. Styrmetoder sprids från ett företag till ett annat. BSC, ABC och nu även värdebaserad styrning, är exempel på styrmetoder som utvecklats under de senaste årtiondena. Liksom de övriga styrmetoderna, kan förankringen av det värdebaserade tankesättet ses som en anpassning till nya tider och dess villkor. Aktieägarperspektivet och tyngdpunkten på att skapa värde har medverkat till utvecklingen av ett uttalat värdeskapande från företagets sida.

Vi anser vidare att syftet med dessa olika styrmetoder egentligen inte är något nytt. Samtliga strävar efter att effektivisera styrningen i företagen och förbättra resultaten. De tillför ändå värde i någon form, eftersom de identifierar nya angreppssätt. Vi menar att värdebaserad styrning kan vara en effektiv styrningsmetod om den används på ett korrekt sätt. Den ska dock alltid ifrågasättas och den bör ständigt sträva efter förbättringar. Effektiviteten kan vara avhängig vilken styrmodell som tillämpas. I detta avseende kan det vara svårt att välja modell, då konsulterna naturligtvis talar för sina produkter i syfte att tjäna pengar. Fokus på nya faktorer såsom värdeskapande i ett företag, leder till förändringar inom organisationen, vilka kan vara svåra att genomföra på annat sätt. Nyheterna skapar också ökat intresse och en stimulans till förändring som kan vara svår att uppnå på ett annat sätt.

Vi anser att användningen av värdebaserad styrning genom att tillämpa CVA kommer med all sannolikhet att öka i framtiden. Som har framkommit i vår studie är det idag fortfarande få företag som har implementerat modellen. Detta leder till att jämförbarheten mellan företag uteblir. För att jämförbarhet ska föreligga måste företagen presentera kompletterande redovisningsbaserade nyckeltal. Vi menar att detta problem i framtiden kan försvinna då vi ser en tendens till att användandet av CVA i svenska företag kommer att öka. Ett flertal företag, förutom Vattenfall, implementerar CVA för närvarande. Samtidigt menar vi att om denna ökning av användandet av värdebaserad styrning blir verklig är frågan om det verkligen kommer att få den betydelsen för jämförbarhet som dess konstruktör och användare hoppas på. Det är även svårt att föreställa sig att de traditionella redovisningsmått har spelat ut sina roller.

I ett vidare sammanhang tror vi även att värdebaserad styrning sannolikt kommer att vidareutvecklas. Företaget bör beakta de makroekonomiska svängningarnas påverkan på resultatet. Denna påverkan kan generera nya frågeställningar avseende tillämpningen av värdebaserad styrning. Företag påverkas idag i stor utsträckning av faktorer såsom valutakursförändringar, räntor, inflation och politiska beslut. Enligt vår uppfattning hade en ökad fokus på makroekonomiska faktorer förbättrat resultatet av värdebaserad styrning och dess styrmodeller avsevärt, då prognostiseringen av framtida kassaflöden förbättras. En

vidareutveckling av värdebaserad styrning är självklar, eftersom företagets intressenter hela tiden kräver mer och bättre information. Intressenternas påverkan kommer att öka ytterligare avseende modellernas utformanden. Analytikerna efterlyser nya verktyg och metoder som ger en mer rättvis bild av företagets verkliga värde. Det vore då intressant att undersöka huruvida analytiker uppfattar VBM. Anser analytikerna att företag kan använda sig av värdebaserad styrning för att öka värderealiseringsen och i så fall hur?

## 7 Källförteckning

### 7.1 Publicerade källor

- Affärsvärlden 1998 = "Ranking: Ericsson i topp, Stora i botten". *Affärsvärlden*, 18 november 1998.
- Alvesson, Mats (1995) *Cultural Perspectives on Organizations*. Cambridge University Press.
- Alvesson, Mats & Sköldbäck, Kaj (1994) *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Studentlitteratur.
- Andersson, Sten (1979) *Positivism kontra hermeneutik*. Korpen.
- Arbner, Ingeman & Bjerke, Björn (1994) *Företagekonomisk metodlära*. Studentlitteratur.
- Brodin, Bengt & Lundqvist, Sjöland, Sven-Erik, Östman, Lars (2000) *Koncernchefen och ägarna*. EFI.
- Bruzelius, Lars H. & Skärvad, Per-Hugo (1995) *Integrerad organisationslära*. Studentlitteratur.
- Copeland, Tom E, Koller, Tim, Murrin Jack (2000) *Valuation - Measuring and managing the value of companies*. John Wiley.
- Cooper, Stuart, Crowther, David, Davis, Ted & Davies, Matt (2000) "Return on investment, Shareholder Value has always been important. So why is Value Based Management suddenly so popular?". *Management Accounting*, juni 2000.
- Danborg, Thomas, Stencil metodföreläsning, 21 mars, 2000.
- Davidsson, Bo & Patel, Runa (1994) *Forskningsmetodikens grunder*. Studentlitteratur.
- Eneroth, Bo (1987) *Hur mäter man "vackert"?* Natur och Kultur.
- Gressle, Mark (2001) "Value-based management enhances shareholder value in the new economy". *Directorship*, Januari 2001.
- Haspeslagh, Philippe, Noda, Tomo, Boulos, Fares (2001) "It's not just about the numbers". *Harvard Business Review*, 1 juli 2001.
- Kempe, Gunilla (1997) "I aktieägarens intresse". *Finansstidningen*, 27 november 1997.
- KPMG (1999) "Companies not implementing value-based management". *Management Accounting*, April 1999.
- Koller, Timothy (1994) "What is value-based management?". *McKinsey Quarterly*, September 1994.
- Landelius, Anders & Treffner, Jan (1998) *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken*. Ekerlids Förlag.

- Madden, Bartley J. (1998) "The CFROI Valuation Model". *The Journal of Investing*, Spring 1998.
- Management Accounting 2000 = "Value-based management in practice". *Management Accounting*, februari 2000.
- Martin, John D, Petty, William J (2001) "Value based management". *Baylor Business Review*, Spring/Summer 2001.
- Pettersson, Gertrud (1997) *Att skriva rapporter – om formen och dess betydelse för innehållet*. Företagsekonomiska institutionen, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet.
- Rappaport, Alfred (1986) *Creating Shareholder Value*. Free Press London Collier Macmillian Cop.
- Robbins, Stephen P (1990) *Organization Theory: Structure, Designs & Applications*. Prentice Hall International Editions
- Samuelsson, Lars A (1996) *Controllerhandboken*. Sveriges Verkstadsindustrier, Industrilitteratur.
- Solomons, David (1965) *Divisional Performance: Measurement and Control*. Homewood, Irwin Nobleton.
- Stewart, Bennett G. III (1999) *The Quest for Value*. HaperCollins Publishers, Inc.
- Stern, Joel M. & Chew, Donald H. Jr. (1998) *The revolution in corporate finance*. Blackwell Publishers Ltd.
- Svenning, Conny (1999) *Metodboken*. Lorentz Cop.
- Weissenrieder, Fredrik (1997) "Value based management: Economic Value added or Cash Value Added?". 1 december 1997.
- Weissenrieder, Fredrik & Ottosson, Erik (1996) "Profitability with a new pair of glasses". *Ekonomi & Styrning*, No. 1 1996.

## 7.2 Företagsinterna källor

SCA Årsredovisning 2000.

Vattenfall Årsredovisning 2000.

## 7.3 Muntliga källor

### Telefonintervjuer

Bergstrand, Karina, Projektledare värdebaserad styrning, Vattenfall. 28 november 2001.

Elmqvist, Anders, Controller, SCA. 3 december 2001.

Gustafsson, Thomas, Business Controller, Vattenfall. 28 november 2001.

Lindström, Oskar, Business Analyst, SCA. 3 december 2001.

Nyquist, Peter, Acting Corporate Communications Manager, Investor Relations, SCA. 4 december 2001.

Ottosson, Erik, Anelda. 26 november 2001.

Tärnvik, Gunnar, Vice President Corporate Technology. SCA. 7 december 2001.

Weissenrieder, Fredrik, Anelda. 16 november 2001.

Wulkan, Thomas, CFO, SCA. 13 december 2001.

Zadig, Lennart, Reward värdeutveckling. 22 november 2001.

## 7.4 Elektroniska källor

*Comments on EVA,*

[http://www.cpshome.com/articles/how\\_killer\\_count.html](http://www.cpshome.com/articles/how_killer_count.html), 19 november 2001.

*CVA-cash value added- effektivt ekonomiskt styrsystem baserat på kassaflöde,*

<http://www.anelda.com>, 16 oktober 2001.

*CVA-investment mapping,*

<http://www.anelda.com>, 16 oktober 2001.

*Fakta om företaget Anelda och dess grundare,*

<http://www.anelda.com>, 16 oktober 2001.

*Kassaflödesrapportering enligt CVA,*

<http://www.anelda.com>, 16 oktober 2001.

*Ny styrform ökar värdet,*

<http://www.anelda.com>, 16 oktober 2001.

<http://www.sca.com/investors/value.asp>, 18 oktober 2001.

<http://www.sca.de/finacial/cva.html>, 18 oktober 2001.

## Bilaga 1

### Intervjuformulär – Expertintervju

- Hur används EVA i praktiken i Sverige?
- Hur sker användandet av EVA kontinuerligt i verksamheten?
- Hur kan EVA-modellen förbättras?
- Vid utvecklandet av modellen, var målet då att den skulle passa alla företag?
- Behöver modellen modifieras beroende på företagstyp?
- Hur använder sig IT-företag av modellen när de har negativt kassaflöde lång tid framöver?
- EVA-modellen ställer stora krav på företagsledningen och övriga inblandade. Det krävs även engagemang och arbetsinsatser från samtliga inblandade. Är det då lönsamt för mindre företag att implementera modellen?
- Är det Stern Stewart eller Reward värdeutveckling som genomför implementeringen av EVA i de svenska företagen?
- Är EVA ett komplement till traditionell redovisning eller ska EVA ersätta den?
- Hur lång tid tar normalt implementeringen i ett företag?
- Anser du att EVA i de svenska företagen är korrelerat med aktieägarvärdet?
- Vilka justeringar på EVA-modellen genomförs i praktiken?
- EVA har kritiserats för att samtliga justeringarna (c.a. 164) måste genomföras för att måttet ska ge en rättvisande bild. Stämmer det?
- I företagen som använder EVA, vilken avdelning ansvarar normalt för användningen?
- Hur samverkar denna avdelning med den avdelning som ansvarar för den traditionella redovisningen?
- Har du någon uppfattning om CVA? För- och nackdelar?
- Kan CVA jämföras med EVA?

## Bilaga 2

### Intervjuformulär – Expertintervju

- Vad uppnår företaget med värdebaserad styrning?
- Vad är viktigt att tänka på vid implementering av VBM?
- Vem ska ansvara för implementeringen respektive det fortsatta arbetet med VBM?
- Hur ska värdebaserad styrning följas upp?
- Hur kan företaget lyckas med VBM?
- Hur bör företagskulturen förändras för att VBM ska kunna ge resultat?
- Vilka incitament ska finnas för de anställda att använda VBM?
- Hur ska företaget lyckas få samtliga anställda att känna sig delaktiga (motivation) i skapandet av värde?
- Bör hela företaget genomsyras av VBM-tänkandet?
- Hur fungerar VBM på mindre företag?
- För vilka företag passar VBM bäst?
- Enligt Harvard Business Review uppnår endast 50% av företagen önskat resultat av VBM. Vissa uppvisar endast mediokra resultat medan de övriga kan se positivt resultat på aktiekurser och vinster. Varför?
- Hur ser den framtida utvecklingen av VBM-användandet ut?



## Bilaga 3

### Intervjuformulär – Expertintervju

- Hur används CVA kontinuerligt i verksamheten?
- Hur beräknas hela företagets värde med CVA?
- Vad kan förbättras i CVA-modellen?
- Vid utvecklingen av modellen, var det då ert mål att den skulle passa alla företag?
- Behöver modellen modifieras beroende för företagstyp?
- Hur fungerar modellen på arbetsintensiva företag?
- Hur fungerar modellen på kunskapsföretag?
- Hur använder sig IT-företag av modellen när de har negativt kassaflöde lång tid framöver?
- Finns det någon bransch, i vilken CVA-modellen passar bättre?
- CVA-modellen ställer stora krav på företagsledningen och övriga inblandade. Det krävs även engagemang och arbetsinsatser från samtliga inblandade. Är det då lönsamt för mindre företag att implementera modellen?
- Vilka är de största nackdelarna med EVA?
- På vilka företag passar inte EVA?
- Fungerar CVA på dessa företag och i så fall varför?
- EVA's grundare menar att ett kassaflödesmått inte kan ge en rättvisande bild av ett företags prestation över en kort tid. Hur övervinner CVA detta ”problem”?
- På vilket sätt påverkar valutafluktuationer EVA? Har CVA löst denna problematik?

## Bilaga 4

### Intervjuformulär - SCA

- Vilka styrinstrument använde ni innan CVA introducerades?
- Vilka var anledningarna till att CVA infördes?
- Vad anser du är syftet med värdebaserad styrning?
- Positiva/Negativa effekter av värdebaserad styrning och CVA?
- Har CVA motsvarat era förväntningar?
- Vilka förändringar kan du se har uppkommit genom tillämpningen av CVA?
- På vilket sätt har uppföljningen av t.ex. olika investeringar förändrats?
- Har några organisatoriska förändringar (kulturella/strukturella) genomförts för att förankra CVA?
- Vilka värdedrivare fokuserar ni på?
- Är CVA kopplat till belöningssystemet? Och i så fall, hur?
- Anser du att CVA:s koppling till belöningssystemet är viktig för att lyckas med värdebaserad styrning?
- Omfattar belöningssystemet/bonusen alla anställda inom organisationen?
- Använder ni andra styrinstrument än CVA?
- Är de anställda involverade i fastställandet av olika mål gällande CVA och för dess uppföljning?
- Hur har förankringen av värdebaserad styrning skett inom organisationen?
- Hade ni eller har ni någon utbildning för era anställda gällande värdebaserad styrning/CVA?
- Vad tror du om värdebaserad styrning och CVA i framtiden?

## Bilaga 5

### Intervjuformulär – SCA

- Hur kommer du i kontakt med CVA och värdebaserad styrning (VBM) i ditt arbete?
- Vilka effekter har VBM och CVA fått i SCA? Positiva/negativa? Har det motsvarat förväntningarna?
- Hur gick implementeringen av VBM och CVA till? Hur var du delaktig?
- Hur har ekonomiavdelningens arbete förändrats efter införandet av VBM och CVA?
- Vilken utbildning fick du innan VBM och CVA infördes?
- Har du märkt av någon organisatorisk förändring inom SCA efter implementeringen? Förändring i företagskulturen?
- Är du med och påverkar målsättningen för t ex CVA-index och i så fall hur?
- Hur följs mål och delmål med VBM och CVA upp med dig och de övriga anställda?
- Hur har uppföljningen och utvärderingen av investeringsbeslut förändrats sedan införandet av CVA?
- Hur involveras du och de andra anställda i beslut relaterade till VBM?
- Hur anser du att bonussystemets utformning påverkar VBM/CVAs resultat?
- Hur engagerad/involverad var företagsledningen vid implementeringen av VBM/CVA? Hur involverade är de idag?

## Bilaga 6

### Intervjuformulär – Vattenfall

- Hur styrdes Vattenfall innan värdebaserad styrning (VBM) och CVA kom in i bilden?
- Varför införs VBM och CVA?
- Vilka brister anser ni att den traditionella ekonomistyrningen har?
- Hur har implementering gått till?
- Har ser det fortsatta arbetet med VBM/CVA ut?
- Har någon större organisatorisk förändring skett/kommer ske?
- Ska VBM tänkandet genomsyra hela organisationen eller endast olika verksamhetsområden?
- Vilka värdedrivare fokuserar ni på?
- Vilka anställda ska vara involverade i tillämpning av CVA?
- Kommer belöningssystemet vara kopplat till CVA?
- Gäller CVA:s koppling till belöningsystemet ALLA anställda eller bara vissa inom organisationen?
- Vilka incitament planerar ni att ge era anställda för att använda CVA?
- Kan Vattenfall ta de konsekvenser som krävs för att skapa värde?
- Har de berörda/involverade deltagit i förändringsprocessen och beslutsfattandet?
- Tillämpas andra styrmått/modeller?
- Har CVA modifierats för att passa Vattenfall?
- Vilka effekter önskar ni att VBM och CVA ska få för er?
- Hur tror ni att VBM kommer att se ut i framtiden?