



Kauppätieteiden osasto

90651K Kandidaatintutkielma (laskentatoimi)

Omistajalähtöinen johtaminen  
– käytännön yhteydet eri toimialoilla

Saara Ahokainen  
0277366

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1. JOHDANTO</b> .....	<b>1</b>
1.1 Taustaa .....	1
1.2 Tutkimusongelma, metodologia, rajaukset ja rakenne.....	2
<b>2. OMISTAJALÄHTÖINEN JOHTAMINEN</b> .....	<b>4</b>
2.1 Omistajalähtöisen kehityksen taustatekijöitä .....	5
2.2 Omistajalähtöinen johtamisprosessi.....	7
<b>3. PALKITSEMINEN OMISTAJALÄHTÖISESSÄ JOHTAMISESSA</b> .....	<b>9</b>
3.1 Päämies-agentti- teoria.....	9
3.2 Corporate governance -hyvä hallintokäytäntö .....	11
3.3 Palkitsemisjärjestelmät ja optiot .....	12
<b>4. LASKENTATEKNIIKAT OMISTAJALÄHTÖISYYDEN TOTEUTTAJINA</b> ..	<b>15</b>
4.1 Taloudellinen lisäarvo EVA.....	16
4.2 CFROI, cash flow return on investment .....	20
4.3 Balanced scorecard .....	21
<b>5. CASE-OSUUS; OMISTAJALÄHTÖISYYDEN TOTEUTUMINEN</b> <b>YRITYKSISSÄ</b> .....	<b>26</b>
5.1 Paperiteollisuus ja Kaukaan paperitehdas.....	26
5.2 Elintarviketeollisuus / tukkutoiminta ja Tukkuheino.....	29
5.3 Tietoverkkopalvelut ja Yritys A .....	31
<b>6. YHTEENVETO</b> .....	<b>34</b>
<b>LÄHTEET</b> .....	<b>39</b>

# 1. JOHDANTO

## 1.1 Taustaa

Tutkielman aiheena on omistajalähtöinen johtaminen erilaisilla toimialoilla. Mielenkiinnon aiheeseen herätti viime keväänä ollut teollisuusyrityksen laskentatoimen integroiva seminaari – kurssi, johon kuului parin kanssa tehtävä seminaarityö. Seminaarityön aiheena oli omistajalähtöinen johtaminen tuotannollisessa ympäristössä, erityisesti paperiteollisuudessa. Työtä varten haastateltiin UPM-Kymmene Oyj:n Kaukaan paperitehtaan talouspäällikkö Vesa Reposta tarkoituksena analysoida omistajalähtöisen ajattelutavan mahdollisia ilmentymiä käytännön yhteydessä. Analyysin perusteella päädyttiin johtopäätökseen, että teollisessa toiminnassa käytännön yhteydet omistajalähtöiseen kirjallisuuteen jäävät vähäisiksi. Ilmiötä teki mieli kuitenkin tarkastella perusteellisemmin, joten seminaarityön puitteissa syntyneen peruskehikon laajentaminen yksityiskohtaisemmaksi ja muiden toimialojen mukaan otto tarkasteluun tuntui mielekkäälle aiheelle kandidaatin tutkielmalle.

Omistajalähtöinen johtaminen, joka tunnetaan myös nimellä value based management, on erittäin ajankohtainen ja verrattain uusi ilmiö niin Suomessa kuin muuallakin Euroopassa; Suomessa omistajalähtöinen ajattelumalli on noussut pinnalle vasta 1990-luvun lopulla (Veranen 1997, s.13). Pohjois-Amerikassa yritykset ovat olleet aina omistajakeskeisiä, kun taas Euroopassa johtokeskeisyys on ollut vallitseva ominaisuus. Johtokeskeisessä kulttuurissa voisi kärjistetysti sanoa omistajien tehtävän olevan rahoittaa yrityksen toimintaa tuomalla yritykseen ”halpaa” omaa pääomaa matalalla tuottovaatimuksella. Liiketoimintaympäristön mullistusten, etenkin globaalien finanssimarkkinoiden kehityksen, myötä asetelma on muuttunut rivakasti; amerikkalainen sijoittajakulttuuri on levinnyt myös Eurooppaan. Kasvavan tehokkuuden vaatimuksen kautta omistajien yritykseen sijoittaman pääoman tuottoa pyritään maksimoimaan taloudellista lisäarvoa kasvattamalla. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 30–31) Yritysjohto, jota hallitus tarkasti valvoo, sinnittelee kovan paineen alaisena sovittaen eri sidosryhmien intressejä yhteen unohtamatta menestykseen luotsaavaa strategiaa.

Omistajalähtöinen johtaminen on varsin monitahoinen ilmiö; omistajan lisäarvon kasvattamiseen liittyy myös ristiriitaisia tunnelatauksia ja surullisiakin puolia. Tästä esimerkiksi viimekeväiset joukkoirtisanomiset UPM-Kymmene Oyj:ssä antoivat viitteitä (Helsingin Sanomat 9.3.2006, Kauppalehti vko 10 2006 & Taloussanomat 8.3.2006). Irtisanomiset saavat usein osakkeen pörssikurssin nousuun kasvattaen osinkopottia samalla kun irtisanottua henkilöstöä saattaa kohdata inhimillinen tragedia. Myös joidenkin yritysten optiomenettelyt ovat herättäneet keskustelua.

## **1.2 Tutkimusongelma, metodologia, rajaukset ja rakenne**

Tämän tutkielman tavoitteena on analysoida paperi- ja elintarviketeollisuuden/tukkutoiminnan sekä tietoverkkopalvelujen erityispiirteitä ja sitä kautta toimialoilla toimivien yritysten käytäntöjä omistajalähtöisessä kulttuurissa. Varsinainen *tutkimusongelma* liittyy case-tapauksiin; miten omistajalähtöinen johtaminen näkyy yritysten toiminnassa ja laskentatekniikoissa? Vai onko omistajalähtöisyys enemmänkin teoriapitoista sanahelinää vailla käytännön yhteyksiä? Eri toimialoilla toimivien yritysten vertailu tuo ongelman ymmärtämiseen laajemman näkökulman; onko toimialojen välillä eroavaisuuksia omistajalähtöisyyden toteuttamisessa? On myös mielenkiintoista verrata perheyritystä julkisiin osakeyhtiöihin. Perheyhtiössähän yhtiönomistajat työskentelevät usein itse yrityksessä ja kuuluvat myös strategiaa laativaan hallitukseen. Loogista olisi ajatella, että heillä omistajien intressit asettuisivat luonnollisesti etusijalle.

Kyseessä on kvalitatiivinen eli laadullinen tutkielma, jolloin tutkielma lähtee liikkeelle ilman ennakko-oletuksia. Aineisto on hankittu puolistrukturoiduilla haastatteluilla, jolloin kysymykset ovat vastaajille samat ja he vastaavat niihin omin sanoin (Eskola & Suoranta 1998, s. 86). Tapaustutkimukseen perustuva empiirinen osuus on *havainnollistava* eli aineistoa käytetään ymmärryksen lisäämiseksi, ei ongelmanratkaisu tarkoituksessa. Tuloksia ei siis voi yleistää koskemaan kaikkia kyseisten toimialojen yrityksiä, vaan tarkoituksena on tuoda teorian rinnalle väläys käytännön näkökulmaa case-tapausten avulla. Tutkimusote on siis toiminta-analyttinen case-tutkimus. Tutkielman alkuosassa rakennetaan teoriakehikko käsiteanalyttisen tutkimusmetodologiaan pohjautuen, jota hyväksi käyttäen empiirinen aineisto kerätään ja käsitellään (Neilimo & Näsi 1980, s.31).

Rajaukset ovat tärkeitä joka tutkimuksessa informaation hallitsemiseksi sekä tilanteeseen sopivan tiedon tuottamiseksi. Tutkielman ulkopuolelle jätetään omistusrakenteiden analysointi, yrityksen arvon sekä strategioiden muotoutuminen ja arvoa tuovien ajureiden käsittely, sillä niiden käsittely ei ole tarpeellista tutkimusongelman kannalta. Päämies-agentti-teoriaa koskevassa osuudessa keskitytään ainoastaan tutkimusongelman kannalta tärkeisiin johdon ja osakkeenomistajien välisiin agenttiongelmiiin. Ratkaisuksi agenttiongelmiiin esitetään vain corporate governancea kannustin- ja valvontajärjestelmiiin, vaikka esimerkiksi yritysllainsäädäntö ja osakemarkkinoiden suorittamat vihamieliset valtauukset voivat myös olla avain kyseisiin ongelmiiin. Laskentatekniikoiden osalta toimintolaskentaa ei oteta mukaan tarkasteluun, vaikka siitä puhutaan usein omistalähtöisyyden yhteydessä lisäarvoa kasvattavana tekijänä (Koskinen 1999b, s.45-48, Paavola & al. 1997, s.76–89). Sen sijaan keskitytään menetelmiiin, jotka toimivat selkeästi palkitsemisen pohjana.

Toisessa, kolmannessa ja neljännessä kappaleessa luodaan teoreettinen viitekehys, johon empiirisiä havaintoja vertaillaan. Ensin määritellään omistajalähtöinen johtaminen – käsitettä ja puretaan auki omistajalähtöistä johtamisprosessia, minkä jälkeen pohditaan omistajalähtöisen kehityksen taustatekijöitä; etsitään vastausta kysymykseen miksi omistajalähtöisyydestä on ylipäättään kiinnostuttu. Kolmannessa kappaleessa käsitellään palkitsemista. Tässä yhteydessä kehikkoon liitetään mukaan päämies-agentti-teoria, corporate governance – käsite, eri palkitsemisjärjestelmät sekä optiojärjestelyt. Neljäs kappale tuo mukaan laskentatoimen näkökulman. Laskentatekniikoiden osalta pureudutaan suorituskykyä tai taloudellista lisäarvoa mittaaviin menetelmiiin; käsittelyssä ovat EVA, CFROI ja balanced scorecard. Näin tekniikat yhdistetään palkitsemiseen.

Viides kappale vastaa empiirisestä osuudesta. Ensin tarkastellaan valittujen toimialojen erityispiirteitä, mikä auttaa ymmärtämään yritysten käyttäytymistä omistajalähtöisyyden saralla. Tämän jälkeen analysoidaan omistajalähtöisyyden toteutumista ja merkitystä kussakin yrityksessä. Mukaan on valittu eri toimialoilta kolme yritystä. Paperiteollisuutta edustaa Kaukaan paperitehdas, jonka osalta hyödynnetään viimekevääistä aineistoa. Elintarviketeollisuutta/tukkutoimintaa edustaa Tukkuheino Oy, joka on kolmannessa polvessa toimiva perheyritys. Tietoverkkopalveluja edustaa Yritys A, joka haluaa pysyä anonyymia. Viimeinen eli kuudes kappale kokoaa tutkielman sisällön yhteenvedoksi, jossa teoria ja empiirinen aineisto punotaan *johtopäätöksiksi*.

## 2. OMISTAJALÄHTÖINEN JOHTAMINEN

Omistajalähtöinen johtaminen (value based management) on johtamisnäkökulma, jonka painopisteenä on *maksimoida osakkeenomistajien varallisuutta* (Knight 1997, s. 4). Yritystoiminnan keskeisenä tavoitteena voidaan pitää siis omistajien rikastumista ja tästä johtuen yrityksen päämenestyskriteerinä on taloudellisen lisäarvon tuottaminen, yrityksen arvonnousu sekä osinkojen maksu (Veranen 1997, s.17–18). Tavoite ohjaa yrityksen strategian, rakenteen ja prosessien muotoutumista. Se ilmenee myös organisaation palkitsemisjärjestelmien valinnassa sekä yrityksen menestystä arvioivien mittareiden määrittelyssä. (Morin & Jarrell 2000, s.26) Omistajalähtöisessä sijoittajaviestinnässä korostetaan omistajien tavoitteita ja raportoidaan yrityksen menestyksestä jonkin omistajalähtöisen mittarin avulla. Aktiivinen ja säännöllinen sijoittajaviestintä on tärkeää yrityksen osakkeiden kehityksen sekä imagon kannalta. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 174–177)

Omistajien tavoitteiden kytkeytyminen yrityksen johtamiseen on järkevää vain, jos odotukset liittyvät *pitkän aikavälin* tuottoihin. Omistajalähtöisen johtamisen erityinen tavoite on siis luoda omistajille ensiluokkaista ja pitkäaikaista arvoa. (Martin & Petty 2000, s.3-8) On selvää, että kvartaalitalouden ehdoilla pyörivä talouden ohjaus on lyhytnäköistä ja kohtaa ennen pitkään kassakriisin. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 29–30) Omistajalähtöisen johtamisen on siten kyettävä sitomaan lyhyen tähtäimen operationaaliset ja pitkän tähtäimen strategiset tavoitteet eheäksi, toisiaan tukevaksi kokonaisuudeksi. Omistajalisäarvon kasvun taustalla on tulevien kassavirtojen diskontattu nykyarvo, jossa huomioidaan pääoman kustannus. (Koller 1994, s. 87, 98) Omistajalähtöinen johtaminen pyrkii hyödyntämään eri strategiavaihtoehtoja kilpailuetuineen lisäarvon luomisessa (Day & Fahey 1990, s.162). Liiketoimintayksiköiden tulisi olla vastuussa tästä strategisesta, pitkän aikavälin suunnittelusta, esimerkiksi investoinneista ja divestoinneista. Mitään päätöksiä ei tulisi myöskään tehdä omistajalähtöisyyden asettamien tavoitteiden ulkopuolella. (Malmi & Ikäheimo 2003, s. 239) Kuitenkin johtoporras on usein hidas hajottamaan suuria strategisen suunnittelun yksiköjä pienemmiksi (Mouritsen 1998, s.464–465)

Merkille pantavaa on lisäksi, että omistaja- ja asiakasnäkökulman täytyy olla tasapainossa ja tukea toisiaan, jotta yritys olisi menestyksenkäs. Sidosryhmien huomioon ottaminen on päinvastoin edellytys sille, että yritys pystyy tuottamaan omistajilleen taloudellista lisäarvoa (Koskinen 1998, s.41). Yrityksen pitkän aikavälin kasvunäkökulma kilpailuetua silmällä pitäen tasoittaa asiakaslisiä arvoa nostavan liiketoiminnan kasvukomponentin sekä omistajalisiä arvoa nostavan kannattavuuskomponentin välistä ristiriitaa. Lyhyellä tähtäimellä asiakaslisiä arvon kasvun merkitsee usein kannattavuuden heikentymistä. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.35–37)

## ***2.1 Omistajalähtöisen kehityksen taustatekijöitä***

Omistajalähtöisyyden korostaminen on ollut yksi talouselämän viimeaikaisista kehitystrendeistä Euroopassa. Eikä syyttä, sillä yritysten liiketoimintaympäristö on kokenut merkittäviä muutoksia viimeisen vuosikymmenen aikana. Näin ollen muuttuneet peruslähtökohdat asettavat liiketoiminnalle hyvin erilaiset vaatimukset kuin aiemmin.

Suomessa vallitsi 1950-luvulta 1980-luvun lopulle suljettu ja säännöstelty talous. Aikakaudelle oli tyypillistä omistajien halu pitää yrityksiä hallinnassaan, tuotto sijoitetulle pääomalle oli toissijaista (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 30–32). Myös omistajien sivuintressit olivat yleisiä; valtionyhtiöiden odotettiin teollistavan Suomea, tuottajaosuuskuntien tuli toimia jäsentensä tuottamien raaka-aineiden jalostajana ja markkinoijana, sukuyhtiöt siirsivät omaisuuttaan seuraavalle sukupolvelle. (Veranen 1997, s.15,22) Omistajien ollessa taka-alalla yritysjohto sai vapaasti päättää yrityksen taloudellisista resursseista (Puttonen 2004, s. 28–29). Johtokeskeisessä kulttuurissa menestystä mitattiin muun muassa liikevaihdon ja markkinaosuuden suuruudella kasvun ollessa tärkein tavoite (Veranen 1997, s.16). Johtokeskeisyys yritysmaailmassa oli luontevaa, sillä omistajalähtöiselle ajattelulle ei yksinkertaisesti ollut tarvetta.

1990-luvun alussa avotalouteen siirtyminen uudisti pelisäännöt radikaalisti. Sääntelytalous oli turvannut omistajien selustan alhaisella inflaatiolla suhteessa korkoihin sekä devalvaatiomahdollisuudella. Myös pääomien vienti oli säännösteltyä, minkä takia omistajilla ei ollut vaihtoehtoja sijoittaa varojaan kansainvälisillä markkinoilla tuottavammin. Lisäksi ulkomaalaisomistus oli säännösteltyä. (Remmers 2004, s. 158) Nämä seikat

suojasivat omistajia sijoitukseen liittyvän riskin toteutumiselta sekä samalla antoivat harhaisen kuvan omistamisen edellytyksistä ja hallitustyöskentelystä. Myös valtio kantoi osan riskistä valtionyhtiöiden omistajana. ( Veranen 1997, s. 24) Pääomien vapaan liikkuvuuden maailmassa ja sääntelytalouden purkaututtua yritysten tilanne on toinen edellisten suojamekanismien puuttuessa.

Avotaloudessa yritystoiminnan riskit jäävät selvemmin omistajien harteille, mikä oikeuttaa heidät vaatimaan parempaa tuottoa sijoittamalleen pääomalle riskipreemion kasvun myötä (Puttonen 2004, s. 28). Kansainvälistymisen myötä sijoitusmarkkinoilla investoinnit kohdistuvat houkuttelevimpiin kohteisiin, mikä tarkoittaa sitä, että yritykset joutuvat kilpailemaan sijoittajien pääomasta (Black & al. 1998, s.10–11). Yritystoiminta ja rahoitusmarkkinat ovat siis tehostuneet globalisoituessaan, jolloin pääoma ohjautuu sinne, missä siitä saa korkeimman tuoton verrattuna riskiin (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997, s.14). Rahoituksen saaminen on puolestaan yrityksille elintärkeää kasvun kannalta, mikä vastaavasti on ehdotonta asiakkaiden tarpeiden tyydyttämiselle pitkällä aikavälillä.

Omistajat ovat myös itse vaatineet näkyvämpää asemaa yrityksen toiminnassa. Liikkeenjohdon perinteinen vahva asema perustui luotettavaan ja laaja-alaiseen tietoon yrityksen kokonaistilanteesta. Nopean, luotettavan ja ajan tasalla olevan tiedon saaminen edellyttää omistajilta aktiivisempaa osallistumista yrityksen toimintaan, koska reagoiminen liikkeenjohdon antamaan viralliseen tietoon on auttamattomasti myöhäistä jatkuvassa muutoksessa olevassa liiketoimintaympäristössä. ( Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.31) Eräänä merkittävänä taustatekijänä omistajakeskeisyyteen voidaan myös pitää amerikkalaisen sijoittajakulttuurin leviämistä Eurooppaan. Pohjoisamerikkalaisissa yrityksissä oman pääoman rahoitus on haettu perinteisesti pörssistä, kun taas Euroopassa omistusrakenne on ollut huomattavasti keskittyneempi. Amerikkalaisten sijoittajien kansainvälistäessään toimintaansa yritysten merkittäviksi omistajiksi ovat tulleet ulkomaalaiset instituutiot, jotka osaavat vaatia tuottoa. ( Howells & Bain 2005, s.30–32)

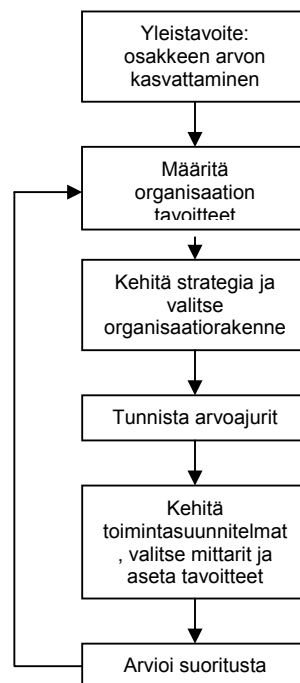
Globaalissa maailmassa omistajien on siis aiempaa selvästi enemmän kiinnitettävä huomiota investointien tuottavuuteen, pääomankäytön tehokkuuteen sekä riskien arviointiin. Omaa pääomaa ei enää pidetä edullisena rahoitusmuotona tai sen tuontia omistajien päätehtävänä, vaan yhä useammassa yrityksessä koko yrityksen toiminta nojaa



omistajien tavoitteiden täyttämiseksi. Siten hallitustyöskentely on noussut erittäin tärkeäksi omistajien tavoitteiden saavuttamisen varmistamiseksi.

## 2.2 Omistajälähtöinen johtamisprosessi

Omistajälähtöinen johtaminen vaikuttaa peruseriaaiteiltaan yksinkertaiselta, mutta sen toteuttaminen käytännössä on osoittautunut teoriaa paljon monimutkaisemmaksi. Lähes puolet omistajälähtöistä johtamista soveltaneista yrityksistä saavuttaa vain keskinkertaisen menestyksen. (Haspeslagh, Noda & Boulos 2001, s.65–66). Laskentatoimen kentässä omistajälähtöisyyttä on tutkittu viime vuosina. Ittner ja Larcker (2001) ovat koonneet laskentatoimen tutkimuksen omistajälähtöisestä johtamisesta seuraavan kuvion mukaisesti. Tämän kaavion katsotaan edustavan yleistä käsitystä omistajälähtöisen johtamisen viitekehystä (Malmi & Ikäheimo 2003, s. 236).



**Kuva 1. Omistajälähtöinen johtamisprosessi (Ittner & Larcker 2001, s. 350)**

Omistajälähtöinen johtamisprosessi etenee siis näin:

1. Muotoillaan spesifiset sisäiset visiot, jotka johtavat omistajalisäarvon lisäykseen.
2. Valittujen tavoitteiden saavutuksen mukaisesti valitaan strategiat ja organisaation rakenne.

3. Täsmennetään arvoajurit (value drivers), jotka luovat arvoa strategian ja organisaation rakenteen ohjaamana.
4. Arvoanalyysin pohjalta kehitetään toimintasuunnitelmat, valitaan suorituksen mittarit ja asetetaan tavoitteet.
5. Arvioidaan toimintojen menestystä ja tämän perusteella kyseenalaistetaan sisäiset tavoitteet, strategiat ja kontrollisysteemit ja tarvittaessa muokataan niitä.

Prosessi vaihtelee tietenkin yrityskohtaisesti, mutta pääpiirteittäin se noudattaa edellistä kulkua. Onnistuneella omistajalähtöisellä johtamisprosessilla voidaan saada aikaan tärkeitä positiivisia vaikutuksia kuten osakkeen kurssin nousua ja sijoittajien odotusten nousua yrityksen kykyyn luoda arvoa. Kuitenkin on syytä huomioida, että onnistunutkaan prosessi ei ratkaise kaikkia yrityksen ongelmia. Esimerkiksi yrityksen kykyyn innovoida omistajalähtöisellä johtamisella ei voida vaikuttaa. (Haspeslagh, Boulos & Noda 2001, s.73) Palkitsemiskäytännöt eroavat paljon omistajalähtöisyyttä korostavissa yrityksissä, ja muut kuin omistajalähtöisyyden mittarit toimivat usein palkitsemisen perustana (Malmi & Ikaheimo 2003, s. 244). Tämä voi johtaa ei-toivottuihin agenttiongelmiin, joihin palataan myöhemmin. Palkitseminen on kuitenkin kiistatta keskeinen osa omistajalähtöistä johtamisprosessia.

Suomessa omistajalähtöistä johtamista käytännön näkökulmasta ovat tutkineet Malmi ja Ikaheimo (2001, Management Accounting Research) artikkelissaan "Value Based Management practices – some evidence from the field". Tutkimuksessa oli mukana kuusi suomalaista yritystä eri toimialoilta. Kaikki yritykset olivat julkisesti ilmaisseet aikomuksensa soveltaa omistajalähtöisiä käytäntöjä. Haastatteluihin perustuvan kenttätutkimuksen mukaan omistajalähtöisyyden vaikutukset näkyvät yrityksissä hyvin erilaisilla. Toisissa yrityksissä omistajalähtöinen johtaminen on lähinnä retoriikkaa, kun taas toisissa yrityksissä se ilmenee monin tavoin esimerkiksi päätösten tekemisessä ja ohjausjärjestelmissä. Myös ulottuvuudessa eri organisaatiotasolle havaitaan eroa yritysten välillä. Kirjallisuudessa esitettyä mallia omistajalähtöisestä johtamisesta, kuten edellä esitetty kuvio 1., ei soveltanut sellaisenaan yksikään yrityksistä.

### **3. PALKITSEMINEN OMISTAJALÄHTÖISESSÄ JOHTAMISESSA**

Omistajien tavoitteiden toteutumisen kannalta merkittävässä asemassa on toimiva ohjausjärjestelmä, johon kuuluu keskeisesti yritysjohton ja henkilöstön palkitseminen omistajalisäärvä tuottavista asioista. Palkitsemisen avulla omistajien tuotto-odotukset voidaan kytkeä yrityksen päätöksentekoon, ja samalla avainhenkilöitä pyritään sitomaan yritykseen sekä henkilöstöä motivoimaan. (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997, s.121–127) Tärkeää on myös ulottaa palkitseminen usean periodin kestoiseksi, jolloin toiminnasta tulee pitkäjänteisempää. Ainoastaan yhteen periodiin perustuva palkitseminen saattaa yllyttää johtoa/henkilöstöä tiedon manipulointiin tai kannattavienkin investointien perumiseen lyhyen tähtäimen voittojen toivossa, mikä johtaa lisäarvon heikkenemiseen tulevaisuudessa. ( O' Hanlon & Peasnell 1998, s.438–440) Eri organisaatiotasolla ohjaamattomasti tehtävät päätökset puolestaan johtavat helposti jonkin sidosryhmän tavoitteiden maksimointiin, jolloin yrityksen kokonaishyvinvointi kärsii.

#### ***3.1 Päämies-agentti- teoria***

Yrityksissä tehdään usein päätöksiä tilanteessa, jossa eri intressiryhmien tavoitteet poikkeavat toisistaan. Syntyy lähtökohta päämies-agenttiongelmille, joiden taustalla voidaan nähdä olevan yritysjohton ja omistajien, yleisemmin rahoituksen ja johdon, eriytyminen toisistaan (Villa 2001, s.24–25). Omistaja-johtajahan ajaa luonnollisesti omaa ja samalla koko yrityksen etua. Tilanne on lähtökohtaisesti toisenlainen johdon ja omistajien toimiessa erillään. Päämies-agentti-teoria pyrkii selittämään miksi jännitteitä eri sidosryhmien välille syntyy ja miten sopivalla palkkausjärjestelmällä voidaan näitä ristiriitoja poistaa.

Päämies-agentti-kehikossa päämies on heikommin informoitu osapuoli, joka valtuuttaa agentin toimimaan puolestaan antaen tälle päätösvaltaa. Päämiehen kannalta ongelmallista on kuinka hän saisi agentin toimimaan parhaalla mahdollisella tavalla omien tavoitteidensa mukaisesti, sillä agentti on päämiestä paremmin informoitu osapuoli. (Ferris & Graddy 1998, s.228) Jensenin (2000) mukaan päämiehen ja agentin suhdetta leimaavat kolme tyypillistä ja ongelmallista piirrettä. Ensinnäkin päämiehen ja agentin intressit eroavat toisistaan, koska molemmat pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään. Päämies ei

pysty myöskään täydellisesti ja ilman kustannuksia valvomaan agenttinsa toimia. Kolmanneksi ongelmaksi nousee informaation epäsymmetrisyys agentin hyväksi. Nämä seikat johtavat tilanteeseen, jossa agentti ajaa omia etujaan päämiehensä kustannuksella. Tästä koituu päämiehelle sopimukseen liittyviä transaktiokustannuksia.

Ronald Coase kuvasi jo vuonna 1937 transaktiokustannusten käsitteen kuuluisassa artikkelissaan ” The Nature of the Firm”. Transaktio- eli liiketoimikustannuksia voidaan pitää markkinoiden käytön kustannuksina, kustannuksina, jotka voitaisiin eliminoida suorittamalla tehtävä yrityksen sisällä. (Garrouste & Saussier 2005, s.179–180) Näitä kustannuksia ovat esimerkiksi kannustus-, kommunikaatio- ja sopimusten tekoon sekä niiden noudattamisen valvontaan liittyvät kustannukset. Sopimusten yleisenä tavoitteena on suojata osapuolia toisen sopimusosapuolen opportunistiselta käyttäytymiseltä. Täydellisen sopimuksen vallitessa, jolloin sopimusosapuolten oikeudet ja velvollisuudet on määriteltävä kaikissa olosuhteissa, tämä toteutuisi. Todelliset sopimukset eivät kuitenkaan ole koskaan täydellisiä, koska suorituksen tarkka määrittäminen ja mittaaminen on vaikeaa, osapuolten rationaalisuus on rajoitettua ja tietämys epäsymmetristä. ( Besanko & al. 2002, s.119–121) Myös Turner ja Müller korostavat, että kaikkia mahdollisia tulemia sopimusta laadittaessa on mahdotonta ottaa huomioon ennakolta (2004, s.330).

Epätäydelliset sopimukset ja erityisesti epäsymmetrinen informaatio päämiehen ja agentin välillä mahdollistavat agentin opportunistisen käyttäytymisen. Moe (1995) on tiivistänyt päämiehen ja agentin välisen jännitteen kahteen opportunistisiin tyyppiin: virheelliseen valikoitumiseen (adverse selection) ja moraaliseen uhkapeliin (moral hazard). Esimerkkinä virheellisestä valikoitumisesta voisi olla tilanne, jossa johto (agentti) ei maksimoi osakkeiden markkina-arvoa (omistajat päämiehenä), vaan käyttää yrityksen varoja henkilökohtaisten etujensa saavuttamiseen. Toisenlainen virheellinen valikoituminen voi tapahtua, jos kiinteän palkan omaava johto ei laiskuuttaan etsi uusia tuottavia investointeja. Koska kummassakin tapauksessa agentilla on enemmän tietoa, jota hän ei paljasta, päämies ei voi olla varma agenttinsa päätöksien edullisuudesta itselleen. (Dockery, Herbert & Taylor 2000, s.21–23) Moraalisessa uhkapelissä agentti toimii jälkikäteen toisin kuin sopimuksessa on määrätty, ellei peräti vääristä tietoa, ja aiheuttaa näin ollen päämiehelleen menetyksiä. Opportunismia arvioitaessa on syytä kuitenkin huomioida myös erot kulttuurien välillä, sillä esimerkiksi voimakas kollektivismi saattaa lieventää moral hazardia. (Johnson & Droege 2004, s. 326,332)

Kuviossa 1. päämies-agentti-ongelmat sijoittuvat ensimmäisen ja toisen laatikon välille; kuinka sovittaa yhteen omistajien ja koko organisaation tavoitteet. Agenttiongelmien ratkaisuksi on tärkeimpänä esitetty sopivan kannustin- ja palkitsemisjärjestelmän kehittämistä, jonka perustana toimisivat omistajien intressit. Näin agentti olisi halukas ponnistelemaan päämiehensä etujen mukaisesti saaden korvauksen, mikäli päämiehen asettamat tavoitteet täyttyisivät. (Kaplan & Atkinson 1998, s.677–679) Päämiehen kannalta täysin tehokkaan kannustinsopimuksen tulisi täyttää kolme ehtoa. Informaation pitäisi olla jakautunut tasaisesti päämiehen ja agentin välille eli salaista tietoa ei saisi esiintyä. Agentin toiminta ja sen tulokset tulisi olla selvästi havaittavissa/ mitattavissa, ja lisäksi agentit eivät saisi huomioida sopimukseen liittyviä riskejä. (Besanko & al.2002, s. 478–487) Käytännössä näin tehokasta sopimusta ei ole mahdollista saada aikaan, joten päämiehen on valittava agenttinsa palkkausmenettelyt huolella.

Päämies-agentti-ongelmaa jäsennettäessä tulee ottaa huomioon paitsi kannustinsopimuksen optimointi myös omistussuhteiden jakautuminen. Agentin omistaessa yrityksen osakkeita saa hän kaksinkertaisen kannustimen työskennellä taloudellisen lisäarvon eteen; omistajalisäarvoa tuottavien asioiden palkitsemisen lisäksi hänen osakkeidensa arvo nousee. (Gibbons 2005, s.207) Johdolle suunnatut optiolainat, joihin palataan myöhemmin, pyrkivät juuri tähän. Optiojärjestelmät ovat usein osa corporate governancea, hyvää hallintokäytäntöä, jonka tavoitteena on omistajien edun turvaaminen ja siten myös agenttiongelmien selvittäminen.

### **3.2 Corporate governance -hyvä hallintokäytäntö**

Sääntelytalouden ja johtokeskeisyyden maailmassa hallitustyöskentelyllä oli lähinnä muodollinen rooli; yleisesti kuviteltiin johdon voivan hoitaa yrityksiä yksinään. Tämä ilmeni muun muassa puutteellisina tiedotuskäytäntöinä, jotka läpinäkymättömyydellään hylkivät omistajien toiveita. (Veranen 1997, s.24–26) Sääntelytalouden suojaverkon murruttua omistajat ovat joutuneet johdon tekemien virheiden maksumiehiksi. Ei siis ole ihme, että hallitustyöskentely ja sen kehittäminen ovat nousseet entistä kriittisempään asemaan.

OECD (2004) on laatinut kansainvälisiä suosituksia hyvälle hallintokäytännölle, corporate governancelle. Sen mukaan corporate governancella tarkoitetaan niitä sisäisiä käytänteitä,

joilla yrityksiä johdetaan ja kontrolloidaan. Hallituksen ohjenuorana toimiessaan corporate governance ottaa huomioon eri sidosryhmien intressejä ja yhteiskunnallisen vastuun sekä asettaa hallituksen vastuuseen yrityksen osakkaille. Hyvä hallinto valitsee siis kyvykkäimmän johdon, jolla on paras yritystä koskeva informaatio (Villa 2001, s.42–43). Shleifer ja Vishny (1997) puolestaan määrittelevät corporate governancen keinoksi, jolla sijoittajat varmistavat pääomalleen mahdollisimman suuren tuoton. Empiirisestikin vahva sijoittajien suoja yhdistetään tehokkaaseen corporate governanceen (La Porta & al. 2000, s.24).

Corporate governance on herättänyt mielenkiintoa tutkijoiden ja muutenkin alan ihmisten keskuudessa, osaltaan varmaan Enronin ja WorldComin kaltaisten skandaalien johdosta. Eräät tutkijat ovat pyrkineet mallintamaan hyvää corporate governance – käytäntöä ja sen yhteyksiä yrityksen arvoon. Brown ja Caylor (2006) tutkivat tätä yhteyttä ISS: n (Institutional Shareholder Services) tietoihin perustuvalla 51 sisäistä ja ulkoista hallinnon elementtiä huomioivalla Gov-Score-mittarilla. Drew, Kelley ja Kendrick (2006) puolestaan etsivät kytköstä strategisen riskin hallitsemisen ja corporate governancen välillä CLASS-mallin (culture, leadership, alignment, systems, structure) avulla. Core, Holthausen ja Larcker (1999) sitä vastoin analysoivat agenttiongelmien, toimitusjohtajan palkkauksen ja corporate governancen suhdetta lopputulemana seuraava: mitä huonompi yrityksen hallintorakenne on, sitä enemmän esiintyy agenttiongelmia, jotka heikentävät yrityksen arvoa. Seal (2006) tutkii johdon laskentatoimen ja corporate governancen suhdetta institutionaalisen agenttiteorian tulkinnan valossa yhdistäen kaksi erilaista narratiivia strategiseen laskentatoimeen.

### ***3.3 Palkitsemisjärjestelmät ja optiot***

Aiempaan viitaten palkitsemisjärjestelmällä on siis keskeinen asema agenttiongelmia ratkaistaessa. Oikeanlainen palkitsemisjärjestelmä suoritusmittareineen kuroo umpeen eroa omistajien ja agenttien intressien välillä, jolloin omistajalisääarvon kasvattaminen tulee mahdolliseksi. Osakesidonnaisten järjestelmien tarkoituksena onkin ratkaista päämies-agenttiongelmia siten, että johdon kannustukset sidotaan suoraan yrityksen arvon kehitykseen.

Palkitsemisjärjestelmissä voidaan erottaa kaksi päätyyppiä: liiketoimintaperusteinen ja markkina-arvoperusteinen järjestelmä. Liiketoimintaperusteisella palkitsemisjärjestelmällä tarkoitetaan palkitsemista, joka rakentuu yrityksen liiketoiminnan mittareille. Markkina-arvo-perusteisella palkitsemisjärjestelmällä puolestaan tarkoitetaan sitä, että palkkio on sidottu yrityksen osakkeiden markkina-arvon kehitykseen. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.162) Liiketoimintaperusteiset palkitsemisjärjestelmät ovat usein yksinkertaisia laskea tuloslaskelmapohjaisesti. Ne voivat perustua esimerkiksi kannattavuuden tunnuslukuihin kuten ROI: hin (return on investment) tai liikevoittoon. Ne eivät kuitenkaan huomioi pääoman kustannusta, ja keskittyvät ainoastaan yhteen periodiin. (Morin & Jarrel 2000, s.354) Markkina-arvoperusteisesta palkitsemisjärjestelystä yleisimmin käytetty on optiojärjestely.

Optiopohjaisten kannustinjärjestelmien suosio on kasvanut 1990-luvun alusta saakka muun muassa osakkeiden kokonaistuoton vaihtelevuuden kasvun myötä (Bryan, Nash & Patel 2006, s. 533). Optiojärjestelyn tarkoituksena on pitkäjänteinen omistaja-arvon kehitys ja pyrkimys työntekijöiden sitouttamiseen. Optio antaa haltijalleen oikeuden lunastaa tai myydä option kohteena oleva osake jollakin ennalta määrättyllä merkintähinnalla tiettyä ajankohtana. Optioiden olennainen piirre on, että ne antavat haltijalleen oikeuden muuta ei velvoitetta toimeen panna kohde-etuus tulevaisuudessa. Option voi myös myydä kolmannelle osapuolelle. (Helaniemi, Kallunki & Niemelä 2003, s. 42–43, 144) Esimerkiksi yrityksen osakkeen osakekurssin noustessa alkuperäisestä kurssista johdon kannattaa hyödyntää tulevat optiovoittonsa ja tulla osakkeenomistajaksi. Optioajattelun taustalla on oletus, että osakkeen kurssin nousu on seurausta johdon tekemistä oikeista päätöksistä.

Optiot ja niiden oikeudenmukaisuus ovat herättäneet paljon kansalaiskeskustelua lähiaikoina. Kritiikin kohteeksi ovat joutuneet muun muassa Fortumin optiomenettelyt (HS 15.3.2006, HS 30.9.2006 ). Valtionyhtiö Fortumin optiopotti kipusi nimittäin vuosina 2002–2006 yhteensä 550 miljoonaan euroon, jonka kohtuullisuus aiheutti eduskunnassa ihmettelyä. Tavallisen veronmaksajan silmissä summa on todella suuri ottaen huomioon, että Fortumin johtajat saavat optiopalkkioiden lisäksi muita bonuksia ja osakepalkkioita sekä tietenkin varsinaista palkkaa. Optioita on myös muun muassa arvosteltu niiden ”löysistä” ehdoista, kuten alhaisesta merkintähinnasta ja liian pitkästä liikkeeseen laskun ja myynnin aikavälistä, sekä niiden todellisesta sitouttamisvaikutuksesta (Helaniemi, Kallunki

& Niemelä 2003, s.138–139). Optioilla on myös todettu olevan vahva yhteys johdon väärinkäyttöihin. Lisäksi petosten ja optioiden intensiteetin välinen todennäköisyys liittyy yrityksen omistusrakenteeseen; suuren institutionaalisen omistuksen yrityksillä väärinkäytökset ovat huomattavan todennäköisiä. (Denis, Hanouna & Sarin 2006, s.486) Keskimäärin kuitenkin optioiden positiiviset vaikutukset kumoavat negatiiviset. Siitä huolimatta kannustinjärjestelmää suunniteltaessa on punnittava optioiden hyviä ja huonoja seurauksia yrityksen arvoon. (Bergstresser & Philippon 2006, s. 528)

Palkitsemisjärjestelmän laajuuteen on myös syytä kiinnittää huomiota. Haspeslagh, Noda ja Boulos (2001, s.69) havaitsivat tutkimuksessaan, että palkkion suuruus ei niinkään ollut ratkaiseva tekijä yrityksen menestystä arvioitaessa. Sitä vastoin palkitsemisen ulottuvuus mahdollisimman laajalle työyhteisöön selitti yrityksen menestystä enemmän. 53 prosenttia menestyksekkäistä yrityksistä palkitsi yli puolta työntekijöistään kun taas vastaava luku huonommin menestyvissä yrityksissä oli 24 prosenttia. Slater ja Olson (1996, s. 48–50) korostavat myös koko organisaation merkitystä yrityksen lisäarvon luomiseksi. Heidän mukaansa omistajalähtöisen johtamisen avainasia on motivoida henkilöstöä kauttaaltaan etsimään aina tehokkaampia keinoja suorittaa työnsä. Tämä onnistuu kun kaikki ajattelevat niin kuin olisivat itse omistajia, mikä edellyttää palkitsemisen ulottamista koko työyhteisölle. Kato & al. (2005, s.459) havaitsivat sitä vastoin tutkimuksessaan, että yrityksen kannattavuus on parempi, kun osakeoptioita käytetään vain ylemmän portaan palkitsemiseen alemmalla hierarkiatasolla olevien työntekijöiden sijasta. Ei-johtavassa asemassa olevilla henkilöillä on vähemmän vaikutusvaltaa yrityksen strategialinjauksiin, ja sitä kautta osakkeen arvon kehitykseen. Näin ollen optiokannustimet eivät olisi syy-seuraussuhteessa heidän työpanokseensa.



## 4. LASKENTATEKNIIKAT OMISTAJALÄHTÖISYYDEN TOTEUTTAJINA

Jotta palkitsemisjärjestelmä olisi oikeudenmukainen, on yrityksessä kyettävä arvon mittaamisen lisäksi tunnistamaan, mitkä prosessit, tuotteet tai asiakkaat tuovat lisäarvoa tai tuhoavat sitä. Suoritusmittaristolla on siten merkittävä rooli yrityksen ohjaamisessa haluttuun suuntaan. (Koskinen 1999a, s.24) Suorituksen mittaaminen kytkee laskentatoimen edellä käsitellyyn agenttiteoriaan; jotta johtajia (agentti) voidaan palkita ja motivoida omistajien (päämies) kannalta oikein perustein, tulee suoritusta arvioida ja valvoa laskentatoimen järjestelmillä (Rumelt, Schendel & Teece 1994, s. 28–30). Toinen yhdistävä tekijä laskentatoimen ja agenttiteorian välillä liittyy sopimuksien syntyyn organisaatiossa. Kuten aiemmin kävi ilmi, ovat sopimukset keskeinen osa agenttiteoriaa. Toisaalta laskentatoimi ylläpitää organisaatorakennetta, jossa sopimukset tehdään (Kaplan & Atkinson 1998, s. 11–12). Lisäksi tulevaisuuteen liittyvä epävarmuus toimii siltana strategiseen laskentatoimen ja agenttiteorian välillä (Nousiainen 2001, s. 42).

Omistajalähtöinen mittari kertoo, paljonko omistajat haluavat tuottoa ja kuinka hyvin yritys on pystynyt vastaamaan näihin odotuksiin (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.117). Tärkeää on siten määrittää ja viestittää *omistajien tuottovaatimus* sijoittamalleen pääomalle, jotta omistajien tavoitteita voitaisiin verrata saavutettuun lisäarvoon. Perinteinen CAP-malli (capital asset pricing model) määrittää oman pääoman tuottovaateen. CAP-mallin lähtökohtana on oletus, että sijoittajat ovat riskin karttajia ja vaativat siten kantamastaan riskistä preemion. Sijoittaja voi hajauttaa riskiään diversifioimalla portfoliotaan useisiin eri kohteisiin. (Remmers 2004, s.165) CAP-mallin mukaan yrityksen osakkeen tuottovaade saadaan, kun riskittömän sijoituksen tuottoon lisätään osakemarkkinoiden riskipremio kerrottuna yrityskohtaista riskiä kuvastavalla beta-kertoimella. (Fama & French 1997, s.154)

$ER_j = R_f + B_j(ER_m - R_f)$ , missä  $ER_j$  = osakkeen j tuoton odotusarvo

$R_f$  = riskittömän sijoituksen tuotto

$B_j$  = osakkeen j beta

$ER_m$  = markkinoiden tuoton odotusarvo

**Kuva 2. CAP-malli**

Yrityksen oman pääoman kustannus voidaan nähdä myös omistajien vaihtoehtokustannuksena eli tuottona, jonka omistajat voisivat saada sijoittamalla varansa vaihtoehtoiseen kohteeseen samalla riskillä. Mallin oletuksena on, että sijoittaja haluaa sijoitukselleen vähintään riskittömän tuoton, jona pidetään valtion obligaatioiden tuottoa. (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997, s. 53–54) Kaavasta on helppo nähdä tuottovaatimuksen ja riskin välinen positiivinen korrelaatio; riskin kasvaessa myös tuottovaade kasvaa. Beta-kerroin kuvastaa osakkeen systemaattista riskiä, joka ei ole poistettavissa portfolion hajauttamisella. Koko markkinoiden beta-luku on luonnollisesti yksi. Mikäli osakkeen beta-luku on pienempi kuin yksi, arvopaperilla on pienempi riski kuin hajautetulla markkinaportfoliolla. Vastaavasti betan ollessa suurempi kuin yksi arvopaperi omaa suuremman riskin verrattuna markkinaportfolioon. (Black & al. 1998, s.22, 30–31) CAP-mallin heikkoutena pidetään juuri beta-arvoon sisältyvää mahdollista virhettä. Beta-luvun kelpoisuutta yrityksen riskin mittarina heikentää se, että lukua laskettaessa käytetään historiallisia arvoja osakekurssien kehityksestä tietystä kansallisessa pörssissä. Historia ei välttämättä kuvaa tulevaisuutta, ja sijoittajan näkökulma on yhä useammin kansainvälinen. Beta on myös laskennallisesti keskimääräisestä riskistä kertova suure, jolloin valittu tarkasteluajanjakso voi vaikuttaa arvoon. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.134–135)

Kuvassa 1. laskentatekniikoiden osuus omistajalähtöisessä johtamisprosessissa keskittyy kolmen alimmaisen laatikon ympärille. Laskentatoimen tekniikoista ja suorituskymittareista voidaan useita valjastaa omistajalähtöisyyden tarpeisiin. Tutkielmassa keskitytään menetelmiin/mittareihin, joilla on periaatteessa hyvät edellytykset toimia palkitsemisen lähtökohtana ja ovat yhteydessä lisäarvoon. Tällaisia ovat taloudellinen lisäarvo ja balanced score card (Otley 1999, s.366) sekä CFROI (Martin & Petty 2000, s.9)

#### **4.1 Taloudellinen lisäarvo EVA**

Omistajalähtöisen johtamisen tavoitteiden toteutuminen on parhaiten mitattavissa taloudelliseen tuottoon perustuvilla mittareilla, jotka ilmaisevat kokonaispääoman kyvyn aikaan saada voittoja. Tällainen mittari on esimerkiksi taloudellinen lisäarvo, economic value added (EVA). (Martin & Petty 2000, s.81, 111) EVA:n kehittivät 1980-luvun lopussa

Joel Stern ja G. Bennett Stewart konsulttiyrityksessään. EVA:n konsepti ei kuitenkaan ollut aivan uusi, vaan pikemminkin paranneltu versio jäännöskatteesta (residual income). Jäännöskate kertoo sen, mitä jää jäljelle tuloksesta pääomakustannuksen veloituksen jälkeen. (Johnson & Soenen 2003, s.364–365) Itse asiassa Alfred Marshall puhui samasta asiasta jo yli sata vuotta sitten. Hänen mukaansa yritys saa aitoja voittoja vain, jos sen tulot kattavat operatiiviset kulut ja pääomankustannuksen. (Young 1997, s. 335)

Stewartin (1991, s. 175–177) mukaan EVA:n kasvattamisen tulisi olla yrityksen tärkein tavoite. Kaikki muut mittarit ovat jo lähtökohtaisesti puutteellisia suorituksen ja arvon mittaajia; vain EVA:lla on merkitystä. Esimerkiksi pääoman tuotto prosentti ROE on suhteellinen mittari, jossa yrityksen tulos jaetaan omalla pääomalla. Pääoman tuotto prosentista ovat kiinnostuneet lähinnä omistajat, jotka ovat sijoittaneet yritykseen tai tulevat mahdollisesti sijoittamaan yritykseen. (Rappaport 1998, s. 29–30) Kuitenkaan se ei huomioi yrityskohtaista riskiä, sillä se ei sisällä mitään tietoa pääoman kustannuksista (Veranen 1997, s. 54). Liikevoiton keskeinen puute sijoittajan näkökulmasta vastaavasti on, että se ei kerro, millaisella pääomalla tulos on synnytetty. Lisäksi liikevoiton kehityssuunta ei edes paljasta paraneeko yrityksen lisäarvon tuotto vai heikkeneekö se. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.118–119)

Taloudellisen lisäarvon laskentaperiaate on esitetty alla olevassa kuvassa:

<b>Tuloslaskelma</b>	<b>Tase</b>	<b>Pääoman tuotto vaatimus</b>
Liikevaihto	Nettokäyttöpääoma	V <sub>po</sub> :n kustannus verojen jälkeen
-operatiiviset kulut	+Nettokäyttöomaisuus	×(v <sub>po</sub> / koko pääoma)
-oikaistut verot		+o <sub>po</sub> :n kustannus× (o <sub>po</sub> / koko pääoma)
=Oikaistu liikevoitto	=Liiketoiminnan sitoma o <sub>po</sub>	=Pääoman kustannus



**Taloudellinen lisäarvo = oikaistu liikevoitto - liiketoiminnan sitoma pääoma × pääoman kustannus**

**Kuva 3. Taloudellisen lisäarvon periaate.** (Paavola, Torppa & Lumijärvi 1997)

Taloudellista lisäarvoa laskettaessa tuotoista vähennetään siis operatiiviset kulut, verot ja pääomaveloitukset. Pääomaveloitukset saadaan kun yritykseen investoitu pääoma kerrotaan pääoman keskimääräisellä kustannuksella eli WACC:lla (weighted average cost of capital).

(Young 1997, s.336) Taloudellinen lisäarvo pyrkii näin huomioimaan yrityskohtaisen riskin kautta sijoittajien asettaman pääoman tuottovaateen asianmukaisesti (Mouritsen 1998, s. 462–463), jolloin myös yritykset tulevat vertailukelpoisiksi keskenään. Positiivinen EVA – luku tarkoittaa sitä, että omistajille on luotu lisäarvoa. Negatiivinen luku puolestaan kertoo, että omistajalisäarvoa on menetetty. (McDaniel, Gadkari & Fiksel 2000, s.127) Oletuksena on, että jokaisen yrityksen on tuotettava vähintään se, mitä sijoittajat odottavat. Tällöin taloudellinen lisäarvo on nolla. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 126) Erityisesti EVA:n muutoksen katsotaan vaikuttavan osakkeen arvoon, toisin sanoen pelkkä positiivinen EVA-luku ei riitä nostamaan osakkeen arvoa (Järvenpää, Partanen & Tuomela 2001, s.201).

Taloudellinen lisäarvo mittaa suorituskykyä, mutta yhtäläillä se toimii palkitsemisen lähtökohtana. Ilman kannustimia EVA menettäisi tarkoituksensa ihmisten toiminnan ohjaajana haluttujen tulosten aikaansaamiseksi. (Ehrbar 1998, s. 8-9) Näin ollen taloudelliseen lisäarvoon perustuva palkitseminen on keino ratkaista moral hazard – ongelma. EVA:n avulla yrityksen johto saadaan ajattelemaan kuin osakkeenomistajat, jolloin koko yritys hyötyy johdon toimiessa omien intressiensä mukaisesti. Mitä suurempia agenttiongelmia yritys siis kohtaa, sitä innokkaammin sen tulisi hyödyntää EVA:n kaltaisia suorituskyvyn mittaristoja. ( Lovata & Costigan 2002, s. 217) Agenttiongelmien ratkaisun lisäksi EVA:n käytöstä palkitsemisen perustana saavutetaan toinenkin merkittävä hyöty; se vähentää johdon houkuttusta manipuloida tulosta. Bonuksille ei ole ylärajaa, minkä johdosta johto keskittää kaiken tarmonsä lisäarvon kasvattamiseen, eikä siis säästä resursseja tuleville huonoille vuosille (niin voisi käydä, jos bonuskatto olisi jo saavutettu) maksimipalkkioiden toivossa. (Young 1997, s. 337)

Taloudellisen lisäarvon käyttöön liittyy edellä mainittujen ohella myös muita etuja. Pääomakustannuksen huomioimisen ansioista EVA:a on yleisesti kehitetty luotettavaksi todellisen arvon arvioijaksi (Cheng & al. 2006, s.3). Taloudellinen lisäarvo on laskentatavaltaan yksinkertainen (Johnson & Soenen 2003, s.365), ja siten helppo ymmärtää ja kommunikoida. Sitä voidaan lisäksi hyödyntää koko organisaatiossa aina yritystasolta tuote-, asiakas- ja prosessikannattavuus laskentaan. Taloudellinen lisäarvo voidaan laskea sekä prosentuaalisena että euromääräisenä, jolloin siitä on iloa sekä sijoittajan salkun kehityksen seurannassa että päätöksen teossa. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.127)

Tavallinen EVA:a kohtaan esitetty kritiikki kohdistuu sen lyhytjänteiseen, yhden periodin aikaväliin. Tällöin se ei voi toimia pätevästi pitkän aikavälin päätösten pohjana eikä myöskään palkitsemisen, sillä johtajilla voisi tietyssä tilanteessa olla houkutus ali-investoida tulevaisuuden tuottojen kustannuksella. EVA perustuu lisäksi historiallisiin tietoihin tulevaisuuden ennustamisen sijaan. (Morin & Jarrel 2000, s. 315–316)

Taloudellisella lisäarvolla suoritusmittarina on todettu olevan heikko yhteys strategiseen ajatteluun. Konsepti korostaa sitä, mitä johtajien tulisi tavoitella, mutta se ei ota kantaa millainen strategia olisi relevantti kussakin tilanteessa. (Mouritsen 1998, s.467)

Taloudellinen lisäarvo on siis erityisen heikko niiden keinojen mittaamisessa ja monitoroinnissa, jotka ohjaavat johtajia tavoitteiden saavuttamisessa (Otley 1999, s.373).

Eräs EVA:n keskeinen heikkous on taseen suoraviivainen käsittely, jolloin taseomaisuuden kirjanpitoarvot eivät välttämättä vastaa omaisuuden todellista taloudellista arvoa. Näin ollen kirjanpitoarvoista liikkeelle lähtevä laskenta ei ole kykenevä tuottamaan oikeita tuloksia. (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.121–124)

Huonona puolena on myös pidetty sitä, että taloudelliseen lisäarvoon perustuvat laskelmat eivät yleensä huomioi mahdollisten reaalioptioiden olemassaoloa investointipäätöksissä, jolloin laskelmat saattavat vääristyä (Johnson & Soenen 2003, s. 365).

Mittarin käyttöön otto mahdollisesti aiheuttaa lisäksi suuria implementointikustannuksia esimerkiksi mittarin suunnittelun ja johdon koulutuksen kustannusten muodossa (Lovata & Costigan 2002, s. 216).

Vaikka taloudellista lisäarvoa on kritisoitu runsaasti, on se silti suosittu menetelmä. Monet suuret kansainväliset yritykset kuten Coca-Cola luottavat sen kykyyn toimia omistajalähtöisyyden tarpeiden asialla (Lovata & Costigan 2002, s.216).

Olennaista taloudellisen lisäarvon periaatetta sovellettaessa suotuisten pitkäaikaisten vaikutusten aikaan saamiseksi on, kuten kappaleessa kolme oli puhetta, ulottaa palkitsemisen perustaan usean periodin mittaiseksi. Hieman kehittyneempänä versiona EVA:sta voidaan pitää shareholder value added nimistä mittaria, joka sopii EVA:a paremmin päätöksenteon ja palkitsemisen perustaksi. Se huomioi myös tarkemmin tulevaisuuden kassavirtojen riskin, määrän ja ajoituksen. (Morin & Jarrel 2000, s.337)

## 4.2 CFROI, cash flow return on investment

Toinen paljon kiinnostusta herättänyt omistajalähtöisen johtamisen työkalu on CFROI (cash flow return on investment). Mittari perustuu tulevaisuuden kassavirta-analyysiin, joiden pohjalta päätökset tehdään (Nilsson & Olve 2001, s. 348), sillä diskontattuihin kassavirtoihin perustuvat menetelmät voivat auttaa implementoimaan strategian päätavoitteet täsmentämällä ensin liiketoimintayksiköiden operationaaliset tavoitteet (Black & al. 1998, s.67).

CFROI-laskennassa kiinnitetään paljon huomiota käyttöomaisuuden todellisen taloudellisen pitoajan määrittämiseen kirjanpitoarvon sijaan. Inflaatiokorjaukset ei-poistettaviin tase-eriin ovat tärkeitä juuri oikeaa taloudellista pitoaikaa arvioitaessa. (Madden 1998, s. 31–32; Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.121)

$$\text{CFROI} = \frac{\text{inflaatiokorjattu nettokassavirta}}{\text{inflaatiokorjattu netto-omaisuus}}$$

**Kuva 4. CFROI-laskennan pääkomponentit** (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.122)

Nettokassavirta (OCFAT, operating cash flow after taxes) saadaan kun verojen jälkeiseen oikaistuun liikevoittoon lisätään poistot ja muut oikaisut (Black et al. 1998, s.62). Netto-omaisuus vastaavasti saadaan kun taseen kirja-arvoon lisätään käyttöomaisuuden kertynyt poistoero ja tulevaisuuden leasing-vastuut ja vähennetään korolliset saamiset ja korottomat vastuut (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s.122). Useamman vuoden CFROI:n laskennassa arvioidaan tulevien vuosien kassavirtoja, jolloin laskennan tausta pohjautuu investointilaskelmissa yleisesti käytettyyn sisäisen korkokannan määrittämiseen (Ioma 2003, s. 11).

					<b>Jäännösarvo</b>
<b>Nettokassa-</b>	200	200	200	200	↑300
<b>virrät</b>	↑	↑	↑	↑	↑200
↓	1.vuosi	2. vuosi	3. vuosi	4. vuosi	5. vuosi
- 900 (Hankintameno)					<b>IRR=11,7 %</b>

**Kuva 5. Sisäisen korkokannan komponentit**

Sisäinen korkokanta (internal rate of return) voidaan ratkaista yhtälöstä, jossa diskontatut nettokassavirrat ja mahdollinen jäännösarvo asetetaan hankintamenon kanssa yhtäsuuriksi. Tällöin investoinnin nykyarvo on nolla. Saatua korkokantaa verrataan sitten pääoman keskimääräiseen kustannukseen (WACC). Mikäli keskimääräinen pääoman kustannus on suurempi kuin sisäinen korkokanta, on hanke ollut tappiollinen ja päinvastoin. (Aho 1981, s. 47–51) Yllä olevan esimerkin avulla on nähtävissä moniperiodiseen CFROI:n arvoon vaikuttavat tekijät. Näitä ovat investoinnin hankintameno, vuotuiset nettotulot (tulojen ja menojen erotus) ja mahdollinen jäännösarvo pitoajan lopussa. Ajanjaksolla on myös suuri merkitys, sillä mitä pidemmästä ajasta on kyse, sitä pienempi on diskonttotekijä ja edelleen kassavirran nykyarvo. (Kinnunen 2002, s. 193–197; Martin & Petty 2000, s.117–120) Sisäisen koron käyttö koko yrityksen toiminnan arvostukseen on tietenkin hankalampaa, koska sekä netto-omaisuuden oikean arvon määrittäminen ja tulevien kassavirtojen arvioiminen on vaikeampaa (Saarnio, Puttonen & Eronen 2000, s. 123).

### **4.3 *Balanced scorecard***

Robert Kaplan ja David Norton esittelivät balanced scorecardin (BSC), suomennettuna tasapainotettu tulosmittaristo, ensimmäisen kerran vuonna 1992 Harvard Business Review: ssa julkaistussa artikkelissaan ”The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance”. Konseptin synnyn taustalla nähdään kritiikki perinteistä talouden ohjausta kohtaan; yrityksissä alettiin huomata, että kilpailukyvyyn turvaamiseksi tarvitaan täydellisempää raportointia toiminnan eri osista, muistakin kuin rahataloudellisista seikoista (Kaplan & Norton 1992, s.71-73; Olve, Roy & Wetter 1998,s. 20–22). Kaplanin ja Nortonin tavoitteena oli luoda kokonaisvaltainen suorituskyvyn mittaristo, jonka avulla ylin johto saisi nopeasti kattavan yleiskuvan yrityksensä asemasta. Myöhemmin mittaristo kehittyi valvonta- ja seurantajärjestelmästä strategiseksi ohjausjärjestelmäksi. ( Kaplan & Norton 1996b, s. 8-18; Koskinen 1999a, s.24–25)

Balanced scorecard on työkalu, joka muuntaa yrityksen vision ja strategian selkeiksi päämääriksi ja tavoitteiksi neljällä liiketoiminnan osa-alueella. Nämä neljä näkökulmaa ovat taloudellinen, asiakas-, sisäisten prosessien sekä oppimis- ja kasvunäkökulma. (Kaplan & Norton 1992, s.72;Kaplan & Norton 1996a, s. 18) Taloudellinen näkökulma mittaa niitä asioita, joista yrityksen omistaja on kiinnostunut. Yleensä taloudelliset mittarit

ovat perinteisiä tilinpäätöksen tunnuslukuja. (Kaplan & Norton 1996c, s. 56–57; Olve, Roy & Wetter 1998, s.58–59) Asiakasnäkökulman mittarit voidaan jakaa kahteen ryhmään; perusmittareihin ja asiakaslupauksen mittareihin. Perusmittareita ovat esimerkiksi markkinaosuus ja asiakastyytyväisyys. Asiakasluvauksen mittarit kuvaavat yrityksen kilpailustrategian ytimen; mitä asiakkaat haluavat yritykseltä ollakseen uskollisia ja tyytyväisiä? Yrityksen imago/maine, tuotteen tai palvelun laatu ja hinta sekä asiakaspalvelun täsmällisyys kuuluvat tähän ryhmään. ( Kaplan & Norton 1992, s. 73–74 ; Malmi, Peltola & Toivanen 2003, s.25–26) Sisäisten prosessien näkökulmasta analysoidaan niitä prosesseja, joiden ehdoton onnistuminen on edellytys menestyksekkäälle liiketoiminnalle. Sisäisten prosessien tehokkuus mahdollistaa asiakkaiden tyytyväisyyden ja omistajien taloudellisten tavoitteiden täyttymisen. Usein tässä hyödynnetään Porterin arvoketjuajattelua. Oppimis- ja kasvunäkökulma määrittelee sen infrastruktuurin (ihmiset, järjestelmät ja organisaation toimintatavat), joka yrityksen rakennettava taatakseen pitkäaikaisen kasvun ja kehityksen. (Kaplan & Atkinson 1998, s. 371–375; Kaplan & Norton 1992, s.75–77)

Talous	Eva
	↑
Asiakas	Asiakasuskollisuus
	↑
	Toimitusvarmuus
Prosessi	↑
	Prosessien laatu ja läpimeno
Oppiminen ja kasvu	↑
	Työntekijöiden taidot

**Kuva 6. BSC:n näkökulmat ja syy-seurausketju** (Kaplan & Norton 1996c, s.66)

Kaikki neljä näkökulmaa pohjautuvat siis yrityksen visioon ja strategiaan. Visio voidaan määrittellä tavoitelluksi tulevaisuuden tilaksi tai perusajattelutavaksi, joka edelleen koostuu yrityksen perusarvoista ja peruspäämäärästä (Collins & Porras 1996, s. 66). Mintzberg (1987, s. 11–17) on tiivistänyt strategian määrittelyjä. Hänen mukaansa strategia voi tarkoittaa esimerkiksi tietoisesti muodostettua toimintalinjaa tai – ratkaisua, tiettyä asemaa markkinalla tai toimintaympäristössä tai juonta, jolla yritetään johtaa kilpailijoita harhaan. Taloudellinen, asiakas-, prosessi- ja oppimisnäkökulma purkavat yrityksen strategisia tavoitteita auki kriittisiksi menestystekijöiksi, jotka edelleen johdetaan konkreettiseksi mittaristoksi. Mittareiden johtamisen tulisi edetä syy-seurauslogiikkaa noudattaen, jotta



ketjun huipentuma, taloudelliset tavoitteet, saavutettaisiin. (Kaplan & Norton 1996a, s. 20–21) Yllä olevan esimerkin valossa oppimisen seurauksena parantuneet työntekijöiden taidot johtavat tehostuneisiin prosesseihin, jotka edelleen lisäävät asiakastyytyvyyttä. Tämä puolestaan on avain taloudellisen lisäarvon kasvuun. Omistajien tavoitteiden täyttyminen riippuu siis lopulta muiden näkökulmien kyvystä suorittaa tehtävänsä.

Mittariston tulisi olla myös nimensä mukaisesti tasapainoinen (Kaplan & Norton 1992, s. 71). Ensinnäkin tasapainon tulisi vallita raha- ja ei-rahamääräisten mittareiden välillä. Toiseksi ulkoisten (omistaja, asiakas) ja sisäisten (sisäiset prosessit ja oppiminen ja kasvu) mittareiden tulisi olla tasapainossa. Kolmanneksi hyvä mittaristo sisältää sekä taaksepäin eli nykytilaa kuvaavia että eteenpäin katsovia mittareita. Näin lyhyen ja pitkän aikavälin tavoitteet saadaan sopusointuun. (Kaplan & Norton 1996b, s. 8-10) Lisäksi niin sanottujen tulostulomittareiden ja ennakoivien mittareiden välillä tulisi olla tasapaino. Mittaristo ei saisi sisältää pelkästään toisistaan irrallisia tulostulomittareita vailla näkökulmien välisiä yhteyksiä. (Kaplan & Norton 1996b, s. 10; Malmi, Peltola & Toivanen 2003, s. 31–32)

Balanced scorecardin onnistuneesta käyttöönotosta seuraa monia hyötyjä yritykselle. Kaplan ja Norton (1992, 1996) listaavat lukuisia näkökohtia, joita voidaan pitää konseptin etuina. Heidän mukaansa BSC muun muassa selventää yrityksen vision ja strategian ja kommunikoi sen edelleen alemmille organisaatiotasolle. Odotettava hyöty on lisäksi parantunut pitkän aikavälin talouden suunnittelu. BSC:n implementointi voi myös vaikuttaa positiivisesti yrityksen kykyyn reagoida nopeasti markkinoilla tapahtuviin muutoksiin. Resurssien ja varastojen paremman hallinnan sekä oikea-aikaisen ja tarkan informaation ansiosta yrityksen tulos kasvaa. (Fernandes, Raja & Whalley 2006, s. 632) Myös Davis ja Albright (2004, s.150) puoltavat tutkimuksessaan BSC:n mukanaan tuomaa taloudellisen suorituskyvyn parantumista.

Iltner, Larcker ja Randall (2003, s. 715–739) toteavat sen sijaan tutkimuksensa perusteella BSC:n vaikuttavan ainoastaan suurempaan tyytyväisyyteen mittausjärjestelmää kohtaan, eikä siis taloudellisen suorituskyvyn paranemiseen. Tutkimustulosta heikentävät kuitenkin mahdollisesti mittareiden välillä vallinneet heikot syy-seuraussuhteet. Balanced scorecardia on myös pidetty liian yleisluonteisena mallina, joka ei huomioi yrityskohtaisia eroja (Butler, Letza & Neale, 1997, s. 252–253). Usein mittareiden väliset yhteydet ovat olemattomia tai epäselviä. Tämä ilmeni muun muassa tutkimuksessa, joka analysoi 17

suomalaisen yrityksen BSC:n käytännön soveltamista. (Malmi 2001, s.208–210) Syy-seuraus-suhteen ontuminen voi johtaa ylimmän johdon ja keskitason johdon välisiin konflikteihin strategian tehokkuuden arvioinnin epäonnistumisen vuoksi (Wong-On-Wing, Guo & Yang 2006, s. 12–13). Kausaalisuhteen olemassaolon neljän näkökulman välillä kyseenalaistaa myös Norreklit (2000, s. 76; 2003, s.591–615). Tämän lisäksi hän toteaa, että BSC:n teoriakehys ei ole niin aukoton ja yksinkertainen kuin gurut Kaplan ja Norton antavat ymmärtää. Kasurisen (2002, s.341) mukaan alkuperäinen konsepti ei kiinnitä tarpeeksi huomiota BSC:n implementoinnissa kontekstisidonnaisen tilanteen analyysiin, jolloin implementointi onnistuu vain osittain rakenteellisten esteiden vuoksi. Myös kulttuurisiin seikkoihin organisatorisissa ideologioissa tulee kiinnittää huomiota balanced scorecardin soveltuvuuden arvioinnissa yrityksen tarpeisiin. Tämä käy ilmi muun muassa konseptin minimaalisessa levinneisyydessä Ranskassa, jossa suosituimpi menetelmä on jo 50 vuotta sitten keksitty tableau de bord. (Bourguignon, Malleret & Norreklit 2004, s. 129–130)

Balanced scorecardin suhde omistajalähtöiseen johtamiseen kulminoituu talousnäkökulman mittareissa, joita voivat edustaa esimerkiksi omistajalähtöisyyttä korostavat EVA tai jäännöskate. Yhdistämällä BSC omistajalähtöisiin käytänteisiin saadaan toimintaan strategisia ulottuvuuksia, jolloin usein ongelmallinen pitkän aikavälin näkökulma tulee huomioiduksi. (Kaplan & Norton 1996b, s. 148–151) Ittneristä ja Larckerista poiketen eräät asiantuntijat ovat tosin sitä mieltä, että balanced scorecardia tai muita strategisen laskentatoimen menetelmiä ei tulisi liittää omistajalähtöisyyteen, koska niitä voidaan hyödyntää muihinkin tarkoituksiin kuin omistajien lisäarvon kasvattamiseen. Ohjeellinen kirjallisuus kuitenkin sisällyttää strategiset ulottuvuudet omistajalähtöiseen johtamiseen. (Malmi & Ikäheimo 2003, s.237)

Balanced scorecard – kirjallisuus käsittelee vain vähän palkitsemisjärjestelmien liittämistä konseptiin, vaikka periaatteessa palkitsemisen laiminlyönti voi tuhota muuten hyvin toteutetun implementoinnin. Ääriesimerkki tästä olisi tilanne, jossa BSC:n implementoinnista huolimatta palkitseminen perustuisi ainoastaan budjetoinnin tavoitteiden saavuttamiseen. (Otley 1999, s. 376) Malmi (2001, s. 212) kenttätutkimuksen mukaan palkitsemisen ja BSC:n välinen suhde ratkaistaan hyvin erilailla yrityksissä. Kuitenkin BSC:n käytön kypsyessä yrityksessä palkitseminen liitetään yhä useammin BSC:sta lähtöisiin oleviin mittareihin. Onnistuneen, organisaatiokulttuurin muutokseen tähtäävän,

BSC-konseptin luomiseen kuuluu siis ehdottomasti sopivan palkitsemisjärjestelmän yhdistäminen suoritukseen agenttiongelmien välttämiseksi (Kaplan & Norton 1996b, s. 217).

## **5. CASE-OSUUS; OMISTAJALÄHTÖISYYDEN TOTEUTUMINEN YRITYKSISSÄ**

Empiirisessä osuudessa tarkastellaan ensin suppeasti kunkin yrityksen toimialan erityispiirteitä. Tämän jälkeen esitellään esimerkkiyritykset ja analysoidaan niiden toimintoja, ja sitä, näkyykö omistajalähtöinen johtamistapa yritysten käytänteissä ja laskentatekniikoissa. Analyysit perustuvat Kaukaan paperitehtaan talouspäällikkö Vesa Reposen, Tukkuheinon toimitusjohtaja Petri Heinon sekä anonyyminä esiintyvän Yritys A:n taloussuunnittelijan haastatteluihin.

### ***5.1 Paperiteollisuus ja Kaukaan paperitehdas***

Paperiteollisuus on pääomakustannuspainotteinen ala, sillä paperikoneet ovat kalliita ja näin ollen kiinteitä kustannuksia on paljon. Suuren pääomavaatimuksen johdosta paperiyhtiöt kilpailevat sijoittajien rahoista. Paperiyhtiöiden tulee siten kiinnittää erityistä huomiota siihen, miten paljon taloudellista lisäarvoa he pystyvät sijoittajille tarjoamaan. Tuotannollisessa toiminnassa käytetään hyvin usein mittarina pääoman tuotto prosenttia (ROE/ROCE), joka kertoo, miten tehokkaasti pääoma ja varallisuus ovat käytössä. (Rappaport 1998, s. 29–30)

Paperiteollisuudessa yritysten lisäarvotekijöitä ovat tuotantotehokkuus sekä kustannustehokkuus. Toiminnan tehokkuutta mitattaessa ja arvioitaessa voidaan keskittyä joko kappalemääriin tai prosesseihin (Simons 2000, s. 64). Tuotannollisessa toiminnassa ja eritoten paperiteollisuudessa toiminta on pääasiassa prosessilähtöistä. Prosesseille tunnusomaista on niiden standardoiminen, jossa jokin tietty, toistuva prosessi voidaan standardoida (Simons 2000, s.67). Paperitehtaalte on tyypillistä, että läpimenoprosesseja on erilaisia, ja että työ suoritetaan kolmessa eri vuorossa (Kaplan 1990, s. 311). Prosessilähtöisessä toiminnassa on tärkeää, että koneet ovat koko ajan toiminnassa, hukka-aikoja ei tule, ja että tilaukset on ajoitettu oikein. Tilausten ajoitus on tärkeää, sillä koneita joudutaan säätämään erilaisten tuotteiden toimittamiseen.

Paperiteollisuudessa toimintaa voidaan tehostaa omistajalisäarvon kasvattamiseksi lähinnä tarkastelemalla kuluja, sillä paperin hintoihin ei voida kovin paljon vaikuttaa hintakartellisyytösten vuoksi (kauppalehti 2006). Paperiteollisuudessa työntekijämarkkinat

ovat kuitenkin perinteisesti olleet suojattuja, sillä SAK:lla (Suomen Ammattiliittojen Keskusjärjestö) on ollut niissä suuri vaikutus. Tämän vuoksi paperiteollisuuden työnantajien on vaikea puuttua palkkaukseen sekä muutenkin toiminnan tehostamiseen, ja siten kulujen pienentämiseen. Lisäksi paperiyhtiö Myllykosken hallituksen puheenjohtaja Carl G. Björnbergin mukaan paperin hintataso on viime aikoina laskenut 20 prosenttia (Ojanperä 2005). Edellisten seikkojen johdosta uusien tuotteiden markkinoille tuonti olisi erittäin tärkeää kilpailukyvyyn säilyttämiseksi, sillä uudessa tuotteessa voisi olla enemmän hinnoitteluvaraa (Puustinen 2006, s. 31).

Kaukaan tehdas on perustettu vuonna 1873 Mäntsälään ja se muutti Lappeenrantaan vuonna 1892. Paperitehdas käynnistettiin Kaukaalle vuonna 1975. Paperitehtaalla valmistetaan toimisto-, sanomalehti-, aikakauslehti- ja erikoispaperia. Paperilaatua on peräti 70 erilaista, ja eroja on esimerkiksi paperin paksuudessa ja värissä. 95 % paperitehtaan paperista menee vientiin ulkomaille. Kaukaan tehdasalueella on myös tutkimuskeskus. (Reponen 2006) Nykyisin Kaukaan paperitehdas kuuluu UPM-Kymmene-konserniin. UPM on yksi maailman johtavista paperiyhtiöistä. Yhtiöllä on tuotantolaitoksia 15 maassa ja kattava myynti- ja jakeluverkosto yli 70 maassa. UPM:n liikevaihto vuonna 2005 oli 9,3 miljardia euroa ja sen palveluksessa työskentelee noin 30 000 henkilöä. UPM:n osakkeet on listattu Helsingin ja New Yorkin pörsseissä. Konsernitasona on käytössä erilaisia optio-ohjelmia, jotka on suunnattu pääosin johdolle. ([www.upm-kymmene.fi](http://www.upm-kymmene.fi))

Kaukaan paperitehtaalla toiminnan kustannustehokkuuteen kiinnitetään paljon huomiota osittain juuri siksi, että paperin reaalihinta alenee kovemmalla vauhdilla verrattuna raaka-ainekustannuksiin. Toimintoja on pyritty keskittämään monin keinoin. Esimerkiksi talousosasto on keskittänyt reskontransa, kirjanpitoonsa, käyttöomaisuuskirjanpitoonsa konsernissa yhteen paikkaan. Kustannussäästöjä haetaan myös kiinnittämällä huomiota tilauksiin. Tilausten ajoittamisessa huomioidaan se, missä kannattaa tehdä mitään eli kaikki koneet eivät tee kaikkia papereita. Koneita trimmataan mahdollisimman tehokkaasti, ettei hukkapaperia tulisi. Tilauspyynnöt tulevat hyvissä ajoin, joten tilausten suunnittelu ja koneiden trimmaus tehdään etukäteen. Perusidea on, että kaikki työ tehdään tilausta vastaan. Jos tilauksia ei ole, koneet pysäytetään. Varastoon ei voida paperia tehdä, sillä tilaukset voivat olla hyvin erilaisia. Koneiden seisoessa joudutaan tietenkin kiinteät kustannukset maksamaan. Tavoite on, että konsernitason myyjät saisivat myytyä niin

paljon, että kaikki koneet olisivat käytössä koko ajan. Tämä ei käytännössä kuitenkaan tällä hetkellä toteudu. Myös jokaisen paperilaadun kannattavuutta per tunti seurataan erikseen. (Reponen 2006)

Kaukaan tehdas on ainutlaatuinen sen vuoksi, että samalla alueella lähellä toisiaan sijaitsevat paperi-, sellu- ja vaneritehdas sekä saha ja voimalaitos. Kaikki puu pystytään käyttämään tehokkaasti hyödyksi, esimerkiksi sahalaitokselta ylijäävä puru pystytään polttamaan voimalaitoksella tai käyttämään sellunkeitossa. Ylijäämää ei siis synny. Paperitehtaan ja sellutehtaan välillä kulkee putki, joten kuljetus on vaivatonta, eikä sellua tarvitse kuivata kuljetusta varten. Reponen mielestä Suomen paperitehtaat ovat edelleen tehokkaita, vaikka puhetta onkin ollut, että Keski-Euroopassa tehtaan olisivat tehokkaampia. Hän toteaa, että ongelmana on ehkä ollut se, että uuden investoinnin myötä ei ole osattu sopeuttaa esimerkiksi henkilömäärää uusiin investointitarpeisiin. (Reponen 2006)

Kaukaan paperitehtaan talouspäällikkö Vesa Reponen mukaan entistä enemmän puhutaan osakkeenomistajista. Yleisesti tiedottaminen tunnusluvusta ja ympäristöasioista on yleistynyt yhä enemmän toimintaympäristön muuttuessa. Ympäristöasioista tiedottaminen ottaa huomioon sellaiset sijoittajat, jotka pitävät ympäristöasioita tärkeinä. Tehtaan koko toiminnassa tulee ottaa myös huomioon se, että yrityksen osakkeet olisivat houkuttelevia sijoittajille. Tehdas on pitänyt sijoitetun pääoman tuottoa ROCE:a hyvänä mittarina sen vuoksi, että toimiala on kovin pääomavaltainen ja paperikoneet ovat kalliita. Näin tunnusluvun avulla tarkastellaan, paljon investoinnit oikeastaan tuottavat. Yritystasolla seurataan sijoitetun pääomantuottoa, ROCE:a, ja sille asetetaan tavoite luku, jonka perusteella tehdään myös tavoitekustannuslaskentaa. Kaukaan paperitehdas tekee lisäksi kolmen kuukauden välein rullaavaa ennustetta 12 kuukaudeksi eteenpäin. Näin ollaan koko ajan tasalla talouden kehityksessä verrattuna vanhaan budjetointiin, jossa vuoden lopussa oleva ennuste oli jo vuoden vanha. Rullaavassa ennustamisessa tilanne on realistisempi ja luotettavampi, sillä sitä muutetaan toteutuneen tilanteen mukaan. Mitään muuta erityistä laskentatekniikkaa ei Kaukaan paperitehtaalla ole käytössä. (Reponen 2006)

Ristiriitaa asiakasnäkökulman ja omistajien näkökulman välillä ei Reponen näe, sillä mitä paremmin asiakasta palvellaan ja mitä tyytyväisempi asiakas on, sitä enemmän asiakas

tuo tuloja yritykseen ja omistajat saavat tuottoa sijoituksilleen. Kvartaalin välein julkistettavia tuloksia enemmän kiinnitetään huomiota toimitusjohtajan sanalliseen raportointiin ja siihen, mitkä ovat lähitulevaisuuden suunnitelmat ja kehitysnäkymät. (Reponen 2006)

## **5.2 Elintarviketeollisuus / tukkutoiminta ja Tukkuheino**

Elintarviketeollisuus on tuotannon bruttoarvon mukaan mitattuna Suomen suurimpien teollisuudenalojen joukossa metalli-, metsä- ja kemianteollisuuden kanssa. Viime vuosina elintarvikesektori on kansainvälistynyt huomattavasti. Etenkin EU:hun liittymisen jälkeen elintarvikkeiden vienti ja tuonti ovat kasvaneet tuntuvasti. Siten elintarviketeollisuus on myös merkittävä työllistäjä. (Hjelt, Könnölä & Luoma 2002, s. 5-6) Elintarvikeklusterin strategisia osa-alueita ovat muun muassa terveyttä edistävät elintarvikkeet, elintarvikkeiden turvallisuus, elintarvikeketjun hallinta ja kustannustehokkuus sekä älykkäät pakkausratkaisut. Elintarvikeklusteri on yksi teollisuuden klusteritarkastelussa tunnistettu osa-alue, joilla on tulevaisuudessa parhaat kasvuedellytykset. (KTM 1/2005, s. 11) Yhteistyö tutkimuksen, kehityksen ja kaupallistamisen tehostamiseksi eri yritysten välillä on myös kasvanut lähiaikoina (Tekniikka & Talous 2006). Yleisesti elintarviketeollisuus on siirtynyt työvoimaintensiivisestä toiminnasta koneelliseen ja biokemiaa hyödyntävään toimintaan, jolloin luonnollisesti myös kiinteät kustannukset ja pääoman tarve lisääntyvät.

Tukkutoiminta on osa elintarviketeollisuuden ketjua varastoinnin, kuljetuksen ja logistiikan myötä. Nykyinen elintarvikejärjestelmä on hyvin riippuvainen teknologiasta, kuljetuksesta ja logistiikasta fyysisten tuotteiden kannalta. Yleistukkukauppa on puhtaasti niin sanottua B2B kauppaa, jossa ei itse valmisteta tuotteita. Sinällään tukkutoiminta ei eroa merkittävästi normaalista liiketoiminnasta, mutta HoReCa-sektorilla (hotels, restaurants & catering) tuotelaatu ja toimitusvarmuus ovat entistäkin tärkeämmässä asemassa. Monesti asiakas tilaa päivää aikaisemmin tarvitsemansa elintarvikkeet ruokiaan varten, ja mikäli tukku ei pysty toimittamaan tuotteita, kärsii asiakas tappioita. Asiakaslupauksen noudattaminen on siten erityisen tärkeää, koska yksi asiakas tilaa usein suuria määriä, mikä edelleen vaikuttaa suoraan liikevaihtoon. Hyvillä toimittajasuhteilla on suuri merkitys tukkuliikkeelle hintojen pitämiseksi vähittäiskauppaa alemmalla tai samalla tasolla.

Heino on yli satavuotias päivittäistavaroiden tukkukauppaa harjoittava perheyhtiö. Vuonna 2005 konsernin liikevaihto oli 161 miljoonaa euroa, ja työntekijöitä yhtiön palveluksessa on 350 henkilöä. Tukkuheino-konserniin kuuluvat Heino Tukku Oy, Heino Juomat Oy ja Heino Toimistopalvelu Oy. Pika- ja toimitustukkujen kautta Heino Tukku tarjoaa täyden valikoiman palvelua ravintoloille, ammattikeittiöille ja elintarvikkeiden jälleenmyyjille. Tuotevalikoimaa täydentää oma elintarvikkeiden ja käyttötavaroiden maahantuonti. Palvelukykyä nostaa omalta osaltaan alkoholijuomia maahantuovan ja markkinoivan Heino Juomien asiantuntemus. Heino Toimistopalvelu puolestaan tarjoaa monimuotoisen hankintakanavan toimistoille ja yrityksille. Heino tavoittelee, että asiakas saa kaiken tarvitsemansa saman katon alta. ([www.heinontukku.fi](http://www.heinontukku.fi))

Tukkuheinossa kustannuskuri ja tehokkuus ovat osa päivittäistä toimintaa lisäarvon kasvattamiseksi. Kustannusten minimointi ei ole kuitenkaan pääasia, vaan tehokkaiden prosessien sujuvuuden varmistaminen. Tehokkuutta ja kannattavuutta voidaan parantaa myös tuomalla uusia palveluita ja tuotteita valikoimiin sekä hankkimalla toimintaa helpottavia apuvälineitä ja tietotekniikkaa. Konsernin toiminta on melko stabiilia, ja siten tulos on suurelta osin riippuvainen liikevaihdon kehityksestä. Kannattavuudesta pidetään lähes poikkeuksetta aina kiinni. (Heino 2006)

Tukkuheino toimii perheyhtiönä pitkäjänteisesti ja irti niin sanotusta kvartaalitaloudesta. Vaikka omistajalähtöisyys on herättänyt yleisesti keskustelua viime aikoina, Tukkuheinossa sijoittajien ja omistajien näkökulmaa ei ole korostettu aiempaa enemmän. Omistajien tavoitteet ovat hyvin tiedossa, vaikka konserni ei olekaan määrittänyt tarkkaa oman pääoman tuottovaadetta. Vaadetta seurataan tietyn haarukan sisällä, joka ylittää kuitenkin reilusti pankkikoron tuoton. Yhtiön taloudellista tilaa seurataan perinteisten tunnuslukujen valossa. Tarkastelun kohteena ovat muun muassa omavaraisuusaste, maksuvalmius, oman pääoman tuotto, velkasuhde ja kassavirta. Mitään erikoisempia laskentatekniikoita ei Tukkuheinossa käytetä. Konsernin yhtiörakenne on muuttunut merkittävästi viimeisen vuoden aikana. Siten uusia tavoitetunnuslukuja ei ole vielä määritetty vertailupohjan puuttuessa. Huomioitavaa on, että Tukkuheinossa taloudellisia tunnuslukuja ja ylipäätään konsernin tavoitteita ei rakenneta sijoittajia varten. (Heino 2006)

Agenttiongelmia johdon ja omistajien välillä ei Tukkuheinossa ole kohdattu, sillä kyseessä on perheyhtiö. Omistajat ovat mukana operatiivisessa toiminnassa ja yrityksen johdossa.



Työntekijöiden ja omistajien välisten intressierojen poistamiseksi koko henkilöstölle on suunnattu palkitsemisjärjestelmä. Tämän järjestelmän mukaan vuosittain hallituksen niin päättäessä jaetaan henkilöstölle tulospalkkana 10 % yhtiön tuloksesta. Perheomistus vaikuttaa myös yhtiön sijoittajaviestintään. Osakkeenomistajat ovat henkilökohtaisesti aktiivisesti yhteydessä yhtiön toimivaan johtoon. Omistajat saavat samat raportit kuin operatiivinen johto. Raportoinnissa on kehitettävää; raportoinnin aikajännettä ja ”reaaliaikaisuutta” on parannettava. (Heino 2006)

Tukkuheino on hyvin asiakaslähtöinen yritys. Konserni seuraa aktiivisesti alan kehitystä, ja järjestää omia tapahtumiaan asiakkailleen. Lisäksi asiakkaille lähetetään säännöllisesti tietoa tuotteista ja palveluista. Myös laatu- ja ympäristöasioiden jatkuva parantaminen nähdään tehokkaana ja henkilöstöä huomioivana toimintatapana, mikä tuottaa lisäarvoa myös asiakkaille. Toimitusjohtaja Heino mukaan omistaja tarvitsee asiakkaita. Sen sijaan asiakas ei ole yhtä riippuvainen omistajasta. Näin ollen päivittäisessä toiminnassa kuljetaan asiakkaan tahdissa. (Heino 2006)

### **5.3 Tietoverkkopalvelut ja Yritys A**

Tietoliikenteen kehittyminen on ollut yksi 1990-luvun merkittävimmistä teknologisista edistysaskeleista. Tieto- ja viestintäteknologia on valittu Tekesin teknologiastrategiassa yhdeksi teknologioiden painopistealueeksi, jossa tehtävä kehitystyö mahdollistaa teknologiahyppäyksiä. Tavoitteena on keskittää voimavarat laajakaistaiseen tietoliikenteeseen painottuen langattomuuteen, ohjelmistointensiivisiin tuotteisiin ja järjestelmiin sekä tietämyksen ja sisällön hallintaan. (KTM 1/2005, s.10) Tietoverkkopalveluja tuottavien yritysten taseiden rakennetta tarkasteltaessa on ilmeistä, että varallisuus on pääosin aineetonta omaisuutta. Niin sanotun kevyen taseen johdosta varsinaista fyysistä omaisuutta on siis vähän. Aineettoman omaisuuden hallintaan liittyy monia haasteita esimerkiksi tekijänoikeuksien säilyttämiseksi. Kilpailijoiden jäljittely ja kopiointi on jatkuvana vaarana. Sähköisten toimintojen merkitys tulee kasvamaan tulevaisuudessa kuitenkin kaikilla yhteiskunnan eri sektoreilla ja varsinkin yritysten harjoittamassa liiketoiminnassa. Tietoverkkopalveluja tarjoavilla yrityksillä oman pääoman tuotto onkin selvästi korkeammalla verrattuna esimerkiksi metsäteollisuuteen. Sijoittajille nämä yritykset tarjoavat houkuttelevan sijoituskohteen, jossa riskinä on kuitenkin osakkeiden mahdollinen yliarvostus.

Yritys A on Pohjoismaiden johtava B2B-kaupankäynnin palveluoperaattori. Yritys A:n sähköisen kaupankäynnin tuotteet ja palvelut tehostavat kaiken kokoisten yritysten liiketoimintaa. Yritys A:n asiakaskunta koostuu suurista ja keskisuurista yrityksistä teollisuuden, kaupan, rahoitus- ja vakuutustoiminnan, huolinnan ja kuljetuksen aloilta. Yritys A kiinnittää huomiota kaikessa toiminnassaan asiakastyytyväisyyteen ja tuotteiden helppokäyttöisyyteen. Yritysten välisen sähköisen kaupankäynnin palveluoperaattorina Yritys A huolehtii tuotteiden käyttöönotosta, yhteyksien toteuttamisesta sekä ylläpidosta. Yritys A:n liikevaihto kasvoi vuonna 2005 reilut 50 prosenttia, ja liikevoitto oli tästä 20 prosenttia. Yhtiön tavoitteena on kansainvälistyminen strategisilla yhteistyösopimuksilla ja kansainvälisillä jälleenmyyntikanavilla. Yritys A on myös mukana kehittämässä uutta eurooppalaista B2B-verkkolaskutusinfrastruktuuria muiden johtavien palveluoperaattoreiden kanssa.

Yritys A:ssa yrityksen arvoa pyritään kasvattamaan toimintojen tehokkuuden parantamisella. Asiantuntijaorganisaatiossa suurimmat kustannukset syntyvät lähinnä palkoista ja henkilösivukuluista. Suurimpia kustannuseriä ovat myös tietokoneet ja laitteet, ja niiden osalta lähinnä tuotantopalvelimien kustannukset. Yrityksessä tehdään budjetti mahdollisimman tarkasti ja luotettavasti, ja tulosvertailu tehdään kuukausittain budjettiin. Liikevaihdon kasvun perusteella pystytään arvioimaan myös rekrytointibudjetti, ja kulut budjetoidaan tämän mukaisesti. Tuoteryhmien kannattavuuslaskennassa asiantuntijaorganisaatiolle tunnusomaiseen tapaan kustannukset kohdistetaan ensin tuotannollisille osastoille (tuotantoyksiköille), josta ne allokoitetaan tuoteryhmille kohdistuva ajankäytön suhteessa tuotteille/tuoteryhmille. Jokaisen ostolaskun tarkastaa talousjohtaja tai osaston esimies, joten turhia ostopäätöksiä tulee harvoin tehtyä. (taloussuunnittelija 2006)

Yrityksen toiminnassa, kuten liiketoiminnassa yleensäkin, pyritään mahdollisimman suureen tulokseen. Omistajalähtöisyys ei ole korostunut lähi vuosina Yritys A:ssa aiempaa enemmän, liikevaihdon kasvattaminen ja tuloksen tekeminen ovat olleet tärkeitä aiemminkin. Yrityksen näkökulmasta asiakas on se, jota pidetään tärkeimpänä ja jota pyritään kuuntelemaan. Tyytyväinen asiakas tuo enemmän liikevaihtoa yritykseen. Yritys A:n taloudellinen raportointi nojaa hyvin perinteisiin tunnuslukuihin. Julkisesti ulospäin

ilmoitettavia tunnuslukuja ovat muun muassa liikevaihdon kasvu-%, tulos-% liikevaihdosta, oman pääoman tuotto-%, sijoitetun pääoman tuotto-%, ja omavaraisuusaste. Myös nettovelkaantumisaste ja gearing ilmoitetaan. Yritys toimii tulorahoituksella, eikä yritys ole ottanut velkaa ollenkaan rahoittaakseen toimintaansa. (taloussuunnittelija 2006)

Mahdollisten agenttiongelmien varalta Yritys A:ssa on käytössä balanced scorecard-tyylinen palkkiojärjestelmä. Mittarit tähän tulospalkkiojärjestelmään on valittu talouden näkökulmasta, asiakasnäkökulmasta, prosessien/tuotannon näkökulmasta sekä henkilöstön näkökulmasta. Nämä mittarit vaikuttavat tulospalkkiona jaettavaan määrään. Mikäli hallituksen asettamiin tavoitteisiin ei päästä ollenkaan, ei myöskään tulospalkkiota jaeta. Tulospalkkiojärjestelmään kuuluu koko yrityksen henkilökunta. Sijoittajaviestintään kiinnitetään huomiota Yritys A:ssa. Omistajalle pyritään raportoimaan mahdollisimman tarkasti kaikesta. Myös omistajan puolelta tulevat raportointivaatimukset kasvavat koko ajan. Omistajalle raportoidaan lähinnä tulosvertailuja budjettiin, aiempaan vuoteen sekä sanallisia selvityksiä tuloksesta. Omistajalle raportoidaan myös uudet ja poistuneet asiakkaat. (taloussuunnittelija 2006)

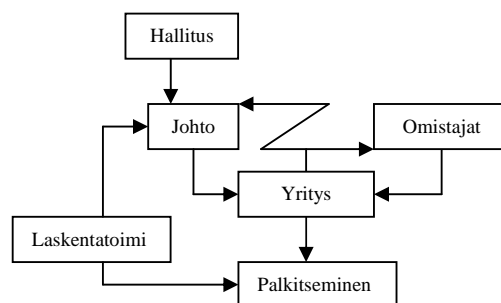
Ristiriitaa asiakkaan ja omistajan intressien välillä ei koeta Yritys A:ssa, sillä omistajan tavoitteet ja intressit ovat pitkän tähtäimen tavoitteita, jolloin asiakkaan ja omistajan tavoitteet ovat sopusoinnussa. Kaiken kaikkiaan Yritys A:ssa toiminta nojaa kuitenkin hyvin vahvasti asiakkaan tarpeille. Kuten aiemmin todettiin, tyytyväinen asiakas tuo enemmän liikevaihtoa ja näin tulosta ja myös rahaa omistajalle. Yrityksen strategian mukaan Yritys A panostaa kaikessa toiminnassaan asiakastyytyväisyyteen. (taloussuunnittelija 2006)

## 6. YHTEENVETO

Omistajalähtöisyyden korostaminen on ollut yksi talouselämän viimeaikaisista kehitystrendeistä Euroopassa liiketoimintaympäristön mullistusten myötä. Omistajalähtöisyyden esiinnousulle on monia syitä. Näistä tärkeimpänä voidaan mainita pääomamarkkinoiden kansainvälistyminen ja sääntelytalouden purkautuminen, jolloin investoinnit kohdistuvat houkuttelevimpiin kohteisiin yritysten kilpaillessa sijoittajien rahoista. Tällöin myös liiketoimintaan sisältyvät riskit ovat jääneet yhä selvemmin omistajien kannettaviksi, mikä on edelleen johtanut omistajien aktiivisempaan osallistumiseen yrityksen toimintaan sekä kasvaneeseen oman pääoman tuottovaateeseen.

Omistajalähtöinen johtaminen (value based management) on johtamisnäkökulma, jonka tavoitteena on osakkeenomistajan varallisuuden kasvattaminen. Tämä tavoite ohjaa yrityksen strategian, rakenteen ja prosessien muotoutumista. Omistajien tavoitteiden kytkeytyminen yrityksen johtamiseen edellyttää kuitenkin, että odotukset liittyvät pitkän aikavälin tuottoihin. Tällöin lyhyen tähtäimen operationaaliset ja pitkän tähtäimen strategiset tavoitteet yhdistetään toisiaan tukevaksi kokonaisuudeksi. Tämän tarkoituksena on huomioida tulevien kassavirtojen diskontattu nykyarvo, johon omistajalisäarvo perustuu. Laskentatoimen kentässä omistajalähtöisyyttä on tutkittu viime vuosina. Ittner ja Larcker ovat koonneet laskentatoimen tutkimuksen omistajalähtöisestä johtamisesta kaavioksi (ks.s.7), jossa esitellään vaihe vaiheelta omistajalisäarvoon tähtäävä johtamisprosessi.

Seuraavan kuvion avulla voidaan tarkastella omistajalähtöisen johtamisen perusidea ja rakentaa sen perusteella teoreettinen viitekehys omistajalähtöiselle johtamiselle.



**Kuva 7. Omistajalähtöinen johtaminen - peruskehikko**

Kuviossa keskipisteenä on yritys, jonka tavoitteena on tuottaa mahdollisimman paljon taloudellista lisäarvoa omistajilleen. Omistajat vaativat sijoitukselleen oman pääoman tuottovaateen suuruisen tuoton, jonka he saavat yrityksen maksamina osinkoina. Yrityksissä tehdään kuitenkin usein päätöksiä tilanteessa, jossa eri intressiryhmien tavoitteet poikkeavat toisistaan. Näin syntyy lähtökohta **agenttiongelmille** osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välille, jolloin yritysjohto (agentti) toimii vastoin omistajien (päämies) tahtoa. Johdon toimintaa valvoo yrityksen hallitus. Hallituksen ohjenuorana toimii corporate governance, hyvä hallintokäytäntö, joka ottaa huomioon eri sidosryhmien intressejä ja asettaa hallituksen vastuuseen yrityksen osakkaille. Johto puolestaan määrittelee yrityksen strategian ja huolehtii sen toteutumisesta, ja on näin ollen vastuussa yrityksen menestymisestä. Johto voi kokea toimivansa markkinoiden ristitulella yrittäessään sovittaa asiakkaiden ja omistajien joskus eriäviä tarpeita yhteen. Agenttiongelmia ratkaistaessa, ja siten omistajien tavoitteiden toteutumisen kannalta merkittävässä asemassa on toimiva ohjausjärjestelmä, johon kuuluu keskeisesti yritysjohto ja henkilöstön palkitseminen omistajalisäarvoa tuottavista asioista. Palkitsemisen avulla omistajien tuotto-odotukset voidaan kytkeä yrityksen päätöksentekoon, ja samalla avainhenkilöitä pyritään sitomaan yritykseen. Palkitsemisen yleisin muoto ovat yleensä johdolle suunnatut optiolainat.

Jotta palkitseminen olisi oikeudenmukaista, on sen pohjana olevaa suoritusta kyettävä mittaamaan. Laskentatoimen tekniikoista ja suorituskykymittareista voidaan useita valjastaa omistajalähtöisyyden tarpeisiin. Toisaalta laskentatoimi antaa myös johdolle informaatiota päätöksentekoa varten. Omistajalähtöinen mittari kertoo, paljonko omistajat haluavat tuottoa ja kuinka hyvin yritys on pystynyt vastaamaan näihin odotuksiin. **EVA** (economic value added) ja **CFROI** (cash flow return on investment) ovat esimerkkejä tällaisista mittareista. Toisin kuin perinteiset mittarit nämä huomioivat asianmukaisesti pääoman kustannuksen ja siten yrityskohtaiset riskit. EVA on laskentatavaltaan yksinkertainen, ja siten helppo ymmärtää ja kommunikoida. Sitä voidaan lisäksi hyödyntää koko organisaatiossa aina yritystasolta tuote-, asiakas- ja prosessikannattavuus laskentaan. Tavallinen EVA:a kohtaan esitetty kritiikki kohdistuu sen lyhytjänteiseen, yhden periodin aikaväliin, jolloin se ei voi toimia pätevästi pitkän aikavälin päätösten pohjana. Eräs EVA:n keskeinen heikkous on myös taseen suoraviivainen käsittely, jolloin taseomaisuuden kirjanpitoarvot eivät välttämättä vastaa omaisuuden todellista taloudellista arvoa. CFROI:n laskennan tausta pohjautuu investointilaskelmissa yleisesti käytettyyn

sisäisen korkokannan määritykseen. CFROI-laskennassa kiinnitetään paljon huomiota käyttöomaisuuden todellisen taloudellisen pitoajan määrittämiseen kirjanpitoarvon sijaan, jolloin se korjaa EVA:n heikkoutena olleen taseen suoraviivaisen käsittelyn. CFROI on käyttökelpoinen yrityksen pitkän aikavälin strategian ja resurssien allokoinnin arvioinnissa, mutta tarkastelutaso jää sen sijaan EVA:sta poiketen vain yritys- ja yksikkötasolle. Balanced scorecard on EVA:a ja CFROI:ta kokonaisvaltaisempi, strateginen ohjausjärjestelmä, joka muuntaa yrityksen vision ja strategian selkeiksi päämääriksi ja tavoitteiksi neljällä liiketoiminnan osa-alueella. BSC:n suhde omistajalähtöiseen johtamiseen kulminoituu talous-näkökulman mittareissa, jota voi edustaa esimerkiksi omistajalähtöisyyttä korostavat EVA. Onnistuessaan BSC voi parantaa pitkän aikavälin talouden suunnittelu sekä nopeuttaa reagointia markkinoiden muutoksiin. Yleisin kritiikki kohdistuu mittareiden välisen kausaalisuhteen kyseenalaistamiseen sekä mallin yleisluontoisuuteen.

Edellä esitetyn teoreettisen viitekehyksen valossa on hyvä käydä analysoimaan omistajalähtöisyyttä esimerkkiyrityksissä. Tutkielman tutkimusongelma liittyy omistajalähtöisen johtamisen käytännön ilmentymiin kolmessa tarkasteluun valitussa yrityksessä. Yritykset edustavat lisäksi eri toimialoja, ja tarjoavat näin ollen otollisen mahdollisuuden vertailla mahdollisia toimialoilla vallitsevia eroja. Analyysit perustuvat Kaukaan paperitehtaan talouspäällikkö Vesa Reposen, Tukkuheinon toimitusjohtaja Petri Heinon sekä anonyyminä esiintyvän Yritys A:n taloussuunnittelijan haastatteluihin.

Kaukaan paperitehtaalla omistajalähtöisyys on saanut enemmän huomiota osakseen viime vuosina. Tämä ilmenee lähinnä siten, että osakkeenomistajista puhutaan entistä enemmän. Myös tiedottaminen tunnusluvuihin ja ympäristöasioista sijoittajille on lisääntynyt. Lisäksi osakkeista pyritään tekemään houkuttelevia sijoittajien silmissä lisäämällä kustannustehokkuutta toimintojen keskittämisen, koneiden trimmauksen, tilausten ajoituksen ja ylijäämän välttämisen turvin. Tukkuheinossa ja Yritys A:ssa omistajan näkökulmaa ei sen sijaan ole korostettu aiempaa enemmän. Tukkuheinossa kustannustehokkuus ja kannattavuus ovat kuitenkin huomionalaisena lisäarvon kasvattamiseksi. Omistajien tavoitteet ovat hyvin tiedossa, ja tuotoksi vaaditaan pankkikorkoa selvästi parempaa tuotto prosenttia. Yritys A pyrkii myös kasvattamaan lisäarvoa toimintojen tehostamisella mahdollisimman tarkkaa ja luotettavaa budjettia noudattaen. Raportointivaatimukset omistajalle ovat myös kasvaneet koko ajan.

Esimerkkiyrityksissä talouden tilan seuraaminen tapahtuu pääosin muilla kuin omistajalähtöisyyden mittareilla. Esimerkiksi taloudellista lisäarvoa tai CFROI:ta ei soveltanut yksikään yrityksistä. Perinteiset tunnusluvut ja budjetointi ovat edelleen merkittävin osa talouden ohjausta ja suunnittelua. Pääoman tuottoprosenttia seurattiin tosin kaikissa yrityksissä, mutta sehän ei huomioi pääoman kustannusta, eikä siten mittaa pätevästi omistajalisäarvon kehitystä. Omistajalähtöinen johtaminen – peruskehikon mukaan yritysten laskentatekniikoiden soveltaminen ei täten vastaa normatiivisen kirjallisuuden sille asettamia vaatimuksia. Yritys A:ssa on tunnistettavia piirteitä toimintolaskennasta tarkoituksena tehostaa toimintoja. Yritys A on edistyksellinen siinä mielessä, että siinä tulospalkkiojärjestelmä perustuu BSC-tyyppiseen, useita näkökulmia huomioivaan, järjestelmään. Teoreettisen viitekehyksen valossa tällainen palkitsemisjärjestelmä on kaikkein hedelmällisin johdettaessa yrityksiä menestykseen. Palkitseminen yrityksissä pohjautuu kuitenkin pääosin muihin kuin omistajalähtöisiin mittareihin, mikä eroaa räikeästi yleisistä omistajalähtöisyyden suosituksista. Toisaalta peruskehikossa esiintyviä agenttiongelmia johdon ja osakkeenomistajien välillä ei yrityksissä kerrottu ilmenevän. Siten palkitseminen yleisestä omistajalähtöisestä ajattelusta poiketen ei tähtää agenttiongelmien ratkaisemiseen vaan on enemmänkin henkilöstön motivoinnin lähde.

Paperiteollisuus, elintarviketeollisuus/tukkutoiminta ja tietoverkkopalvelut ovat toimialoina ensi näkemältä hyvin erilaisia. Toimialoille yhteistä on paine uudistumiseen tavalla tai toisella osakkeen kiinnostavuuden ylläpitämiseksi. Esimerkkiyritysten analysoinnin tuloksena omistajalähtöisyyden ilmentymissä käytännön liiketoiminnassa ei vallinnut merkittäviä eroja toimialojen välillä. Koska omistajalähtöisyyden käytännön yhteydet jäivät lähes olemattomiksi esimerkkiyritysten osalta, ei myöskään toimialoilla vallitsevista eroista voida päätellä juuri mitään. Suurimpana erona voidaan pitää paperiteollisuutta edustavan Kaukaan paperitehtaan selvää omistajan aseman korostamisen kasvua viime aikoina. Tämä johtuu kenties siitä, että paperiteollisuus vaatii todella suuria pääomia pitääkseen toimintaansa käynnissä, ja siten sen piirissä toimivat yritykset ovat väistämättä suuryrityksiä. Toimialan pääomavaltaisuus johtaa hajautuneeseen omistusrakenteeseen, ja siten sijoittajasuhteilla on tärkeä merkitys. Perheyrityksenä Tukkuheino erottui joukosta. Sinällään yllättävää, jopa intuitionvastaista oli, että yrityksessä ei korostettu juuri ollenkaan omistajan asemaa. Tätä voi osaltaan selittää se, että perheyrityksissä omistajuus on niin sisäänrakennettu ja itsestäänselvyys, että sitä ei varsinaisesti enää tunnisteta tai ei koeta

tärkeäksi korostaa. Tukkuheimon poikkeavuus monien aihealueiden kohdalla johtuu siis pääosin perheyritysrakenteesta eikä sen toimialasta.

Esimerkkiyrityksissä on havaittavissa joitakin piirteitä omistajalähtöisestä ajattelutavasta. Erityisesti erilainen tiedottaminen ja raportointi yrityksen asioista kustannuskurin ohella ovat lisääntyneet. Tämän voi katsoa olevan seurausta teoreettisessa viitekehyksessä korostetun corporate governance:n kukoistuksesta. Yrityksen johtoa valvova hallitus kokee olevansa toiminnastaan vastuussa osakkailleen. Yleisesti katsoen yritysten toiminnassa *käytännön yhteydet omistajalähtöiseen kirjallisuuteen jäävät kuitenkin vähäisiksi*, eikä omistajalähtöistä johtamista esiinny samassa mittakaavassa ja samanlaisena kuin teoreettisissa kirjoituksissa. Valinta omistajan ja asiakkaan välillä kääntyy asiakkaan eduksi; kaikki esimerkkiyritykset toimivat hyvin asiakaslähtöisesti korostaen asiakkaan tarpeita ja tyytyväisyyttä. Tätä kuvaa hyvin Kaukaan paperitehtaan talouspäälikkö Vesa Reposen kommentti: ”Toiminnan lähtökohtana pidetään edelleen asiakasta”. Yritysten toimintoja peilattaessa edellä esitettyyn omistajalähtöinen johtaminen – peruskehikkoon asiakaslähtöisyyden tärkeys nousee myös kirkkaasti esille. Kirjallisuudessa esitetty omistajalähtöisyyden päätavoite, omistajalisäärvon kasvattaminen, ei ole yritysten ensisijainen intressi. Omistajalisäärvon kasvun koetaan sen sijaan olevan seurausta asiakkaan tarpeiden onnistuneesta tyydyttämisestä. Näin ollen kehikon soveltaminen yritysten käytänteisiin on jo lähtökohtaisesti pielessä; kehikossa esiintyviä yhteyksiä esimerkiksi palkitsemisen, omistajalähtöisten mittareiden sekä agenttiteorian välillä ei käytännössä havaita.

Jatkotutkimuksia ajatellen mielenkiintoista olisi tutkia omistajalähtöisiä käytänteitä sellaisissa yrityksissä, jotka ovat ilmaisseet ennakkoon korostavansa omistajien asemaa. Näin päästäisiin paremmin analysoimaan itse omistajalähtöisiä käytänteitä ja vertaamaan niitä aiheen tiimoilta käytyyn tieteelliseen kirjoitteluun. Täten myös toimialojen mahdolliset eroavaisuudet omistajalähtöisyyden saralla nousisivat pintaan, ja niistä voitaisiin tehdä päätelmiä omistajalähtöisyyteen vaikuttavista seikoista. Mielenkiintoista olisi myös vertailla samalla toimialalla toimivien yritysten omistajalähtöisyyden toteutumista. Tulosten yleistettävyyttä parantaisi yritysten lukumäärän kasvattaminen ja kansainvälisen näkökulman mukaanotto; tällöin olisi mahdollista saada jonkinlaisia viitteitä siitä, millaisena omistajalähtöinen johtaminen nyky-yritysmaailmassa esiintyy.



## LÄHTEET

Aho, T. 1981. Investointilaskelmat. Lappeenranta: Weilin+Göös

Bergstresser, D. & Philippon, T. 2006. CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*. Vol. 80, s. 511–529

Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M. & Schaefer, S. 2002. *Economics of strategy*. Evanston: John Wiley & Sons, Inc.

Black, A., Wright, P., Bachman, J. & Davies, J. 1998. *In search of shareholder value*. Price Waterhouse.

Bourguignon, A., Malleret, V. & Norreklit, H. 2004. The American balanced scorecard versus the French tableau de bord: the ideological dimension. *Management Accounting Research*. Vol 15, s. 107-134

Brown, L. & Caylor, M. 2006. Corporate Governance and Firm Valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 25, s.409-434

Bryan, S., Nash, R. & Patel, A. 2006. Can the agency costs of debt and equity explain the changes in executive compensations during the 1990s? *Journal of Corporate Finance*. Vol. 12, s. 516-535

Butler, A., Letza, S. & Neale, B. 1997. Linking the BSC to strategy. *Long Range Planning*. Vol. 30, s.242-253

Cheng, J., Tsao, S-M., Tsai, W-H. & Tu, H. 2006. Will eChannel additions increase the financial performance of the firm? –The evidence from Taiwan. *Industrial marketing management*.

Collins, J. & Porras, J. 1996. Building your company's vision. *Harvard Business Review*. September-October, s. 65-77

Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. 1999. Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*. Vol. 51, s.371-406

Davis, S. & Albright, T. 2004. An investigation of the effect of BSC implementation on financial performance. *Management Accounting Research*. Vol. 15, s. 135-153

Day, G. & Fahey, L. 1990. Putting strategy into shareholder value analysis. *Harvard Business Review*. March-April, s.156-162

Denis, D., Hanouna, P. & Sarin, A. 2006. Is there a dark side to incentive compensation? *Journal of Corporate Finance*. Vol. 12, s. 467-488

Dockery, E., Herbert, W.E. & Taylor, K. 2000. Managerial Finance. Corporate Governance, Managerial Strategies and Shareholder Wealth Maximization: A Study of Large European Companies. Vol. 9, s.21-35

Drew, S., Kelley, P. & Kendrick, T. 2006. CLASS: five elements of corporate governance to manage strategic risk. Business Horizons. Vol. 49, s. 127–138

Ehrbar, A. 1998. EVA: the real key to creating wealth. New York: John Wiley & Sons Inc.

Eskola, J. & Suoranta, J. 1998. Johdatus laadulliseen tutkimukseen. Tampere: Gummerus

Fama, E.F. & French, K.R. 1997. Industry costs of equity. Journal of Financial Economics. Vol. 43, s. 153-193

Fernandes, K., Raja, V. & Whalley, A. 2006. Lessons from implementing BSC in a small and medium size manufacturing organization. Technovation. Vol. 26, s.623-634

Ferris, J. & Graddy, E. 1998. A contractual framework for new public management theory. International public management journal, s.225-240

Garrouste, P. & Saussier, S. 2005. Looking for a theory of the firm: Future Challenges. Journal of Economic Behaviour and Organisation. Vol.58, s.178-199

Gibbons, R. 2005. Four formal(izable) theories of the firm? Journal of Economic Behaviour & Organization. Vol.58, s.200-245

Haspeslagh, P., Noda, T. & Boulos, F. 2001. Managing for value: It's not just about the numbers. Harvard Business Review. July-August, s. 65–73

Helaniemi, E., Kallunki, J-P. & Niemelä, J. 2003. Optiot - Onni vai onnettomuus. Helsinki: WSOY

Howells, P. & Bain, K. 2005. The Economics of Money, Banking and Finance. Gosport: Ashford Colour Press Ltd.

Ioma`s report on financial analysis, planning and reporting. 2003. Best practice technique: focus on CFROI analysis to boost your firm`s growth in 2004. Vol.11, s.10-12

Ittner, C. D. & Larcker, D. F. 2001. Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: a Value-Based Management Perspective. Journal of Accounting and Economics. Vol. 32, s. 349-410

Ittner, C. D., Larcker, D.F. & Randall, T. 2003. Performance implications of strategic performance measurement in financial services firms. Accounting, Organizations and Society. Vol. 28, s. 715-741

Jensen, M.C. 2000. The Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. Cambridge: Harvard University Press

Johnson, N. & Droege, S. 2004. Reflections on the generalisation of agency theory: Cross-cultural considerations. Human Resource Management Review. Vol. 14, s. 325-335

Johnson, R. & Soenen, L. 2003. Indicators of successful companies. *European Management Journal*. Vol. 21 no. 3, s. 364-369

Järvenpää, M., Partanen, V. & Tuomela T. 2001. *Moderni taloushallinto*. Helsinki: Edita Oyj

Kaplan, R. & Atkinson, A. 1998. *Advanced Management Accounting*. Kolmas painos. New Jersey: Prentice Hall Inc.

Kaplan, R. 1990. *Measures for Manufacturing Excellence*. Boston: Harvard Business School Press

Kaplan, R. & Norton, D. 1992. The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. *Harvard Business Review*. January- February, s. 71-79

Kaplan, R. & Norton, D. 1996a. Strategic learning and balanced scorecard. *Strategy and leadership*. September- October, s. 18–24

Kaplan, R. & Norton, D. 1996b. *Translating strategy into action; the balanced scorecard*. Boston: Harvard business school press

Kaplan, R. & Norton, D. 1996c. Linking the balanced scorecard to strategy. *California management review*. Vol.39, s. 53-79

Kasurinen, T. 2002. Exploring Management Accounting change: the case of BSC implementation. *Management Accounting Research*. Vol. 13, s. 323–343

Kato, H., Lemmon, M., Luo, M & Schallheim, J. 2005. An empirical examination of the costs and benefits of executive stock options: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*. Vol. 78, s.435-461

Kinnunen, J., Leppiniemi, J., Puttonen, V. & Virtanen, K. 2002. *Tietoa yrityksen taloudesta*. Keuruu: Ky-Palvelu Oy

Knight, J. 1997. *Value based management: developing a systematic approach to creating shareholder value*. New York: McGraw-Hill.

Koller, T. 1994. What is value based management? *The McKinsey Quarterly*. Vol. 3, s. 87-101

Koskinen, K. 1998. Value-Based-Management kasvattaa yrityksen arvoa systemaattisesti. *Yritystalous*. 5/98. s.41–43

Koskinen, K. 1999a. Yrityksen arvon kasvattaminen suoritusmittariston avulla. *Yritystalous*. Vol. 1. s. 24–27

Koskinen, K. 1999b. Toimintolaskenta ja – johtaminen osana Value-Based Management-prosessia. *Yritystalous*, Vol. 2, s. 45–48

KTM 1/2005. Tekesin strategian sisältölinjauksilla painopisteet teknologiapanostuksille.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. 2000. Investor Protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, s. 3-27

Lovata, L & Costigan, M. 2002. Empirical analysis of adopters of economic value added. *Management Accounting Research*. Vol. 13, s. 215-228

Madden, B. 1998. The CFROI valuation model. *Journal of investing*. Vol. 7, s.31-44

Malmi, T. 2001. Balanced Scorecards in Finnish companies: A Research Note. *Management Accounting Research*. Vol. 12.s. 207-220

Malmi, T. & Ikäheimo, S. 2003. Value Based Management practices – some evidence from the field. *Management Accounting Research*. Vol. 14, s. 235-254

Malmi, T., Peltola, J. & Toivanen, J. 2003. Balanced scorecard – rakenna ja sovelleta tehokkaasti. Helsinki: Talentum

Martin, J. & Petty, J. 2000. *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*. Boston: Harvard Business School Press.

McDaniel, J., Gadkari, V. & Fiksel, J. 2000. The environmental EVA: A financial indicator for EH&S strategists. *Corporate environmental strategy*. Vol 7., s. 125-136

Mintzberg, H. 1987. Five P`s for strategy. *California Management Review*. Vol. 30, s. 11-24

Moe, T. 1995. *The politics of structural choice: toward a theory of public bureaucracy*. New York: Oxford university press

Morin, R. & Jarrell, S. 2000. *Driving Shareholder Value*. New York: The McGraw-Hill Companies

Mouritsen, J. 1998. Driving growth: Economic value added versus intellectual capital. *Management Accounting Research*. Vol. 9, s.461-482

Neilimo, K. & Näsi, J. 1980. *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede: tutkimus positivismiin soveltamisesta*. Tampereen yliopiston julkaisuja. Sarja A 2:12. Tampere.

Nilsson, F. & Olve, N-G. 2001. Control systems in multibusiness companies: From performance management to strategic management. *European management journal*. Vol. 19 no.4, s. 344-358

Norreklit, H. 2000. The balance on the balanced scorecard- a critical analysis of some of its assumptions. *Management Accounting Research*. Vol. 11, s.65-88

Norreklit, H. 2003. The BSC: what is the score? A rhetorical analysis of the BSC. *Accounting, Organizations and Society*. Vol.28, s. 591-619

Nousiainen, J. 2001. Johdon laskentatoimen hyväksikäytön tarkastelua strategisen johtamisen yhteydessä – strategisen laskentatoimen teoreettisen viitekehyksen luominen. Lisensiaatintutkimus. Lappeenranta

OECD. 2004. Principles of Corporate Governance. Paris.

O'Hanlon, J. & Peasnell, K. 1998. Wall Street's contribution to management accounting: the Stern Steward EVA financial management system. Management Accounting Research. Vol.9, s. 421–444

Olve, N-G., Roy, J. & Wetter, M. 1998. Balanced scorecard – yrityksen strateginen ohjausmenetelmä. Tukholma: WSOY

Otley, D. 1999. Performance management: a framework for management control systems research. Management Accounting Research. Vol. 10, s. 363–382

Paavola, U., Torppa, P. & Lumijärvi, O-P. 1997. Miten lisätä yrityksen arvoa. Helsinki: WSOY

Puttonen, V. 2004. Onko omistamisella väliä? EVA raportti. Helsinki: Taloustieto Oy

Puustinen, T. 2006. Paperitehtaalla herätys. Talouselämä. Nro 9. s. 22–31

Rappaport, A. 1998. Creating Shareholder Value. New York: The Free Press

Remmers, L. 2004. International Financial Management: 35 years later- what has changed? International Business Review. Vol. 13, s.155–180

Rumelt, R., Schendel, D. & Teece, D. 1994. Fundamental issues in strategy. Boston: Harvard Business School

Saarnio, A., Puttonen, V. & Eronen, A. 2000. Omistajalähtöinen johtaminen yritysjohto markkinoiden ristitulessa. Helsinki: WSOY

Seal, W. 2006. Management Accounting and Corporate Governance: An institutional interpretation of the agency problem. Management Accounting Research. Article in press.

Shleifer, A. & Vishny, R. 1997. A survey of corporate governance. Journal of Finance. Vol. 52, s. 737–783

Simons, R. 2000. Performance Measurement & Control Systems for Implementing Strategy. New Jersey: Prentice-Hall Inc.

Slater, S. & Olson, E. 1996. A value based management system. Business Horizons. September-October, s.48-52

Sterwart, G. B. 1991. The quest for the value. New York: Harper Business.

Turner, J. & Muller, R. 2004. Communication and co-operation on projects between the project owner as principal and the project manager as agent. *European management journal*. Vol.22, s. 327-366

Veranen, J. 1997. *Tuottoa vaativat omistajat*. Porvoo: WSOY

Villa, S. 2001. *Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet*. Jyväskylä: Talentum Media Oy

Wong-On- Wing, B., Guo, L. & Yang, D. 2006. Reducing conflict in balanced scorecard evaluations. *Accounting, Organizations and Society*. Article in press.

Young, D. 1997. Economic Value Added: a Primer for European Managers. *European Management Journal*. Vol.15 no.4, s. 335-343

### **Aineisto**

Haastattelu: Kaukaan paperitehdas talouspäällikkö Vesa Reponen 13.2.2006

Haastattelu: Tukkuheino toimitusjohtaja Petri Heino 20.11.2006

Haastattelu: Yritys A:n taloussuunnittelija 2.12.2006

Kilpailuvirasto epäilee metsäyhtiöitä raakapuun hintakartellista. *Kauppalehti* 6.4.2006

Pietiläinen, T. Fortumin optiojuhla huipentuu 222 miljoonan euron päätöspottiin. *Helsingin Sanomat* 30.9.2006

.

### **Verkojulkaisut**

Hjlet, M, Könnölä, T. & Luoma, P. 2002. Elintarviketeollisuuden teknologiaennakointi ja tutkimuksen arviointi. *Teknologiakatsaus* 131. Saatavilla 30.11.2006:  
<http://www.tekes.fi/julkaisut/Elintarviketeollisuus.pdf>

Irtisanomiset nostivat UPM:n arvoa miljardin. *Helsingin Sanomat* [verkkolehti]. 9.3.2006  
Saatavissa 24.3.2006:  
<http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Irtisanomisuutiset+nostivat+UPMn+arvoa+miljardin/1135219086197>

Ojanperä, K. 2005. Teollisuus ei osaa myydä. *Tekniikka & Talous* [verkkolehti]. 24.11.2005 [viitattu 13.3.2006]. Saatavissa: [http://www.tekniikkatalous.fi/doc.te?f\\_id=812416](http://www.tekniikkatalous.fi/doc.te?f_id=812416)

Raunio, H. 14.11.2006. Elintarviketeollisuus innolla huippukeskittymäksi. *Tekniikka & Talous*. Saatavilla 30.11.2006: [http://www.tekniikkatalous.fi/doc.ot?f\\_id=1064340](http://www.tekniikkatalous.fi/doc.ot?f_id=1064340)

Tukkuheino kotisivut. Saatavissa 3.12.2006: <http://www.heinontukku.fi/tanaan.htm>

UPM aloittaa laajan ohjelman kannattavuutensa parantamiseksi. Taloussanomat  
[verkkolehti]. 8.3.2006 [viitattu 24.3.2006] Saatavissa:  
[http://www.taloussanomat.fi/doris/doriswww\\_53399.asp](http://www.taloussanomat.fi/doris/doriswww_53399.asp)

UPM-Kymmene Oyj kotisivut. Saatavissa 3.12.2006: [http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmsfi.nsf/\\$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BFD8?OpenDocument&qm=menu,1,0,0](http://w3.upm-kymmene.com/upm/internet/cms/upmcmsfi.nsf/$all/C72CD61380E5B556C2256E370047BFD8?OpenDocument&qm=menu,1,0,0)

Valtio ajoi Fortumin purkamaan johdon päällekkäisiä palkkioita. Helsingin Sanomat  
[verkkolehti]. 15.3.2006 [viitattu 24.3.2006] Saatavissa:  
<http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Valtio+ajoi+Fortumin+purkamaan+johdon+p%C3%A4%C3%A4llekk%C3%A4isi%C3%A4+palkkioita/1135219156451>